

(COORD.)

José Mauricio Conti

SÉRIE

Direito Financeiro

Gabriel Loretto Lochagin

**ELEMENTOS JURÍDICOS DA
REESTRUTURAÇÃO INTERNACIONAL
DA DÍVIDA PÚBLICA**

Blucher Open Access

SÉRIE DIREITO FINANCEIRO

JOSÉ MAURICIO CONTI

(Coordenador)

**ELEMENTOS JURÍDICOS DA REESTRUTURAÇÃO
INTERNACIONAL DA DÍVIDA PÚBLICA**

GABRIEL LORETTO LOCHAGIN

Blucher

GABRIEL LORETTO LOCHAGIN

**ELEMENTOS JURÍDICOS DA REESTRUTURAÇÃO
INTERNACIONAL DA DÍVIDA PÚBLICA**

Série direito financeiro

© 2017 José Mauricio Conti

Elementos Jurídicos da Reestruturação Internacional da Dívida Pública

© 2017 Gabriel Loretto Lochagin

Editora Edgard Blücher Ltda.

Blucher

Rua Pedroso Alvarenga, 1245, 4º andar

04531-934 – São Paulo – SP – Brasil

Tel 55 11 3078-5366

contato@blucher.com.br

www.blucher.com.br

Segundo Novo Acordo Ortográfico, conforme 5. ed.
do *Vocabulário Ortográfico da Língua Portuguesa*,
Academia Brasileira de Letras, março de 2009.

É proibida a reprodução total ou parcial por
quaisquer meios sem autorização escrita da Editora.

Todos os direitos reservados pela Editora
Edgard Blücher Ltda.

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

Angélica Ilacqua CRB-8/7057

Elementos jurídicos da reestruturação internacional da
dívida pública [livro eletrônico] / Gabriel Loretto
Lochagin. -- São Paulo : Blucher, 2017.

(Série direito financeiro / José Mauricio Conti)
São Paulo : Blucher, 2017.

158 p. ; PDF (Série Direito Financeiro / coordenada por
José Mauricio Conti)

Bibliografia

ISBN 978-85-8039-261-6 (e-book)

ISBN 978-85-8039-260-9 (impresso)

Open Access

1. Direito financeiro 2. Dívida pública - Brasil 3.
Finanças públicas I. Título II. Conti, José Mauricio

17-0834

CDD 336.3430981

Índices para catálogo sistemático:

1. Dívida pública : Brasil

APRESENTAÇÃO

O livro que ora se apresenta dá continuidade à Série Direito Financeiro, com temática atual e desafiadora, a dívida pública. Mais especificamente, os diversos aspectos jurídicos envolvidos nas complexas reestruturações internacionais da dívida dos Estados.

A Editora Blucher oferece novamente ao público, com rigoroso padrão editorial, mais uma obra de excelente qualidade para a compreensão de um tema de grande relevância, e ainda pouco conhecido.

Na diversidade de aspectos tratados, o trabalho argumenta que os *defaults* da dívida pública em âmbito internacional são, em alguma extensão, regulados por normas de diferentes fontes que não são nem coerentemente articuladas nem suficientemente desenvolvidas em áreas de particular interesse para a solução de controvérsias entre o Estado devedor e seus credores. Este cenário no mais das vezes desordenado recebe a atenção de organizações internacionais e blocos regionais, cujas propostas também são analisadas no texto.

Mais uma contribuição de Gabriel Lochagin, mestre e doutor em Direito Financeiro pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, cuja obra *A execução do orçamento público: flexibilidade e orçamento impositivo* inaugurou esta série, e suas altas qualificações intelectuais já permitem dispensar apresentações.

José Mauricio Conti

Coordenador da Série Direito Financeiro.

Professor Associado III da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

PREFÁCIO

A tese com que o agora Doutor Gabriel Loretto Lochagin se apresentou a provas públicas para a obtenção do grau de Doutor em Direito na USP – Universidade de São Paulo, e que agora se publica sob a forma de livro, muito dificilmente poderia ter versado sobre uma temática tão atual e candente quanto a da dívida pública.

Com efeito, se por um lado se pode dizer que a dívida pública foi o parente pobre, senão mesmo esquecido, dos estudos no âmbito da dogmática financeira, a verdade é que a própria dogmática financeira recebeu, toda ela globalmente considerada, uma atenção reduzida da doutrina e dos estudos acadêmicos ao longo de todo o século passado.

Isso deveu-se a um conjunto de fatores diversos, dois quais destacaremos: por um lado, as atenções da academia desviaram-se acentuadamente para o estudo de uma componente específica desta dogmática, centrando-se num subconjunto mais reduzido, que veio a ser conhecido como o direito tributário. Com efeito, se o direito financeiro já constituía um corpo mais ou menos desenvolvido, dotado de princípios teóricos, afirmados e conhecidos, coadjuvados por um corpo de técnicas, procedimentos e práticas que lhe conferiam uma autonomia própria, que foi não só reconhecida como reafirmada nas revoluções liberais do século XIX, diferente era o desenvolvimento teórico que, nesse período, conhecia o “direito” dos tributos, cujo desenvolvimento era incipiente e, frequentemente, negado.

Nessa data e, em bom rigor, na sequência dessas revoluções, o direito tributário ainda lutava pelo reconhecimento da sua autonomia científica, labor que perdeu até os princípios do século XX, e com que muito contribuíram os estudos de Otto Mayer e outros. Ora, o advento do imposto do seio do Estado, na sequência do desaparecimento do estado de classes ou estamental, a afirmação do princípio da universalidade do imposto, a construção de um novo critério de justiça na repartição do imposto, em resultado do abandono da ideia de justiça comutativa e da adoção da ideia de justiça distributiva, contribuíram, no seu conjunto, para que o foco da academia se concentrasse no novo rebento do direito financeiro, que veio a ser conhecido por direito fiscal ou tributário. A este afluíram os esforços, todas as energias, todos os estudos, todas as atenções, não apenas como resultante da necessidade de densificar um ramo que *ex novo* se autonomizava, como de o preencher

com toda uma dogmática necessária às suas figuras específicas e aos princípios que se lhe foram descobrindo e densificando.

Pois bem, ao passo que o direito tributário, recém-descoberto como disciplina científica complexa, autónoma, plural e polivalente se recobria de novos e excitantes princípios, a ele se concediam também todas as atenções, percebido que foi que a sua finalidade poderia ser infinitamente alargada a temáticas como as da extrafiscalidade, da bitributação e da dupla não tributação, da concorrência fiscal prejudicial e aceitável, entre outras.

Neste ínterim o direito financeiro em sentido lato perdia em atenção e afetos.

Mesmo sendo sabido que não menos interessantes eram as suas temáticas, como é o caso das suas evidentes ligações com o direito constitucional, com o direito das receitas do Estado, o direito do património do Estado, o direito que regula a missão, o objeto, as atribuições, as competências e a estrutura da administração financeira do Estado, a gestão, a execução e o controlo orçamentário, o direito financeiro adjetivo, o direito financeiro internacional e comunitário e a própria gestão pública compreendendo os organismos de direito internacional sobre as relações financeiras, como é o caso da OCDE, da UE e do FMI, vinculativo para todos os Estados aderentes, a academia descurou o estudo das temáticas próprias do direito financeiro latamente considerado.

Pois bem, seja porque as crises financeiras assaltam as mais diversas regiões do mundo com natureza recorrente, seja porque destas resulta uma percepção mais fina e crua acerca da forma como os governos vêm gastando os nossos recursos comuns, seja porque isso parece pôr a nu os excessos de gastos públicos, as atenções de todos se voltam, incrédulas, perguntando, como é possível que a situação financeira dos Estados se haja deteriorado assim, como que irremediavelmente, apresentando níveis de dívida tecnicamente impagável ou encargos com o serviço da dívida absolutamente estrondosos sem que nós, os cidadãos, no pleno gozo das vantagens e dos direitos que nos são conferidos pelos (nossos) regimes democráticos, com seus direitos de participação, tenhamos dado conta.

É neste contexto que percebemos que, no afã do controlo do manejo da figura do tributo, do robustecimento das dificuldades legais do seu lançamento, através do consentimento, da legalidade, da igualdade, da tributação segundo a capacidade contributiva revelada, da proteção da família, etc. como se fosse só dele que pudessem vir todos os males, todas as misérias, todas as desgraças, nos esquecemos de controlar o uso das demais figuras do direito financeiro, como é, manifestamente, o caso da dívida pública ou das garantias ou avales do Estado.

É em razão disso, e de muito mais, que teses como a de Gabriel Lochagin representam não apenas este movimento de retorno pendular à atenção que é

requerida às (demais) figuras do direito financeiro, mais esquecidas, da academia, cuja primordial importância surge manifesta de todos os modos. Temos, todos nós os financistas públicos, dedicado muito pouca atenção a estes outros instrumentos financeiros do Estado. Mas, como muito bem o demonstra o Autor desta brilhante tese, a dívida pública deve merecer nossas maiores atenções, não só quanto à sua densificação teórica, como quanto à evidente e nefasta constatação da possibilidade real da sua utilização abusiva.

Com efeito, a tese que dá corpo a este livro trata de um conjunto de temas da maior relevância, a saber, os relativos à imprecisão conceptual reinante, à frequência com que as crises financeiras se sucedem, à forma desregulada e caótica como os governos as resolvem, à falta de um corpo de normas que regule as reestruturações de dívida e suas implicações internacionais, aos problemas do perdão de dívida multilateral, às tendências recentes no sentido de que necessitamos de regulação internacional para as operações de reestruturação da dívida pública.

E, nessa medida, ela constitui um profundo trabalho de reflexão da maior valia, não só porque chama a atenção para a necessidade de tratamento de vários dos aspetos mais excruciantes da figura dogmática que é a dívida pública nos nossos dias, como porque, em razão do seu pendor didático nos permite perceber que há, dentro da figura, um mar sem fim de temas por trabalhar.

É certo, dirão alguns, que limitamos em devido tempo o uso da figura, impondo frequentemente nas nossas constituições políticas que o lançamento (emissão) de nova dívida dependesse do consentimento expresso dos povos, através dos seus representantes. É certo, ainda, que dotamos as nossas leis gerais sobre a atividade financeira de princípios disciplinadores, como os do equilíbrio orçamentário, da sustentabilidade financeira, da equidade intergeracional, impondo que cada geração viva de acordo com o padrão de riqueza que em cada momento é capaz de produzir, para impedir que o bem-estar das gerações futuras fique comprometido.

É certo que fizemos tudo isso. Mas é igualmente certo que tudo isso foi insuficiente para domar o uso e abuso da figura. É por tudo isso que o livro que agora se prefacia é o produto da tese – Excelente, com a classificação máxima – que o Doutor Gabriel Lochagin desenvolve, e em cuja banca na Universidade de São Paulo tive elevada a honra de participar, tem este predicado estruturante: ela lembra-nos da necessidade de conferir ao direito financeiro e, em particular à dívida pública, o valor e o relevo que não lhe temos dado.

Numa fase histórica onde tudo está em mudança e onde, como dissemos, as ideias e os modelos de gestão pública que julgávamos assentes são questionados pela força dos fatos e das práticas, impõe-se repensar esta ideia feliz, sintética e aglutinadora que é a boa gestão da ação pública em todos os seus aspectos pois que,

honestamente, não podemos aspirar ou reivindicar padrões de vida que hipotéquem o futuro das gerações vindouras, comprometendo agora os recursos futuros que eles mesmos, a seu tempo, irão gerar.

Somos, assim, recordados de uma revolução de paradigma que nos salta à vista, mas sobre a qual a academia não tem refletido suficientemente. Este é o mérito estruturante de uma tese como esta que, para além de refletir sobre o uso e o abuso da figura, reflete também sobre a necessidade de melhor articularmos todos esses eixos – princípios, valores, postulados, regras, práticas e limites – para que emergja no futuro um direito financeiro que articule as melhores práticas públicas, necessárias a uma boa gestão do interesse geral com os novos desafios, num mundo que é global mas onde não existem ainda regras globais para dirimir os conflitos emergentes das operações de reestruturação, conversão, consolidação e, até, de inadimplemento das dívidas soberanas.

E isso é tanto mais relevante que os últimos anos têm tornado evidente que os recursos públicos, sendo vastos não são, todavia, infinitos. Esta sensação de finitude da ação pública que se apossou da “velha” Europa e varre o mundo lembra-nos de que “a nossa grandeza de outrora é uma auréola ao redor da nossa atual pequenez”, como o disse o poeta Fernando Pessoa. A rigor, esse sentimento apodera-se dos estados em todas as regiões do globo, o que reforça o caráter fundamental do debate desta tese. Pois que, recursos finitos exigem lucidez máxima no gasto público, para que, em termos simples, “façamos mais com menos”.

Importa, pois, que o tema seja promissoriamente retomado pelas novas gerações, de que o Doutor Gabriel Lochagin, que nesta data é já Professor na USP, faz parte, na certeza de que necessitamos intransigentemente de humanismo nas soluções e de uma atitude de incansável defesa de uma verdadeira Ordem Financeira Pública onde a pessoa humana seja o centro, a razão, o sentido, o limite e o fim da ação pública.

Eis, pois, em essência, o particular valor desta belíssima reflexão, que aqui publicamente se apresenta.

João Ricardo Catarino

Investigador do CAPP – Centro de Administração e Políticas Públicas, Professor de Direito Financeiro e Tributário no Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas da Universidade de Lisboa.

AGRADECIMENTOS

Quando começou a ser construída, no ano de 2013, a tese recebeu apoios desde o momento da concepção. Agradeço ao Prof. José Mauricio Conti, incentivador de primeira hora dos estudos de Direito Financeiro, por compartilhar com seus alunos a larga experiência de docência e pesquisa, desenvolvida nacional e internacionalmente, que o torna capaz de orientar temas tão novos e desafiadores. Além da orientação acadêmica, aproveito para agradecer-lo pela amizade e pela convivência com os valores de um professor vocacionado. A convivência ao longo desse período propiciou, por si própria, grandes lições.

Em seguida ao início do programa de pós-graduação, esta pesquisa recebeu ainda o apoio da Fundação de Amparo de Pesquisa do Estado de São Paulo, a FAPESP. Agradeço-a imensamente.

Na Universidade de São Paulo, outros professores foram ainda essenciais para o desenvolvimento do trabalho. Pela criação e condução da Cátedra José Bonifácio, que, a partir da pesquisa que pude ali desenvolver, tanto contribuiu para que compreendesse melhor as crises de endividamento a partir da experiência latino-americana, e também pelos agudos comentários por ocasião do exame de qualificação, agradeço ao Prof. Pedro Dallari. Devo muito, ainda, às profundas reflexões do Prof. Alberto do Amaral Jr., por ocasião do mesmo exame e por acompanhar com entusiasmo suas disciplinas e eventos durante o curso de pós-graduação.

Com o apoio da FAPESP e do DAAD, pude ainda desenvolver parte da pesquisa na universidade Humboldt, em Berlim, onde aproveitei a orientação formal e informal dos professores Kai von Lewinski e Christoph Paulus. Cerca de um ano depois de encerrada a temporada como pesquisador-visitante daquela universidade, não posso ainda estimar exatamente a importância de sua rigorosa orientação e da receptividade que demonstraram para que me adaptasse aos hábitos de estudo e pesquisa em *terra teutonica*. O sentimento de gratidão, no encerramento desta etapa, é imenso.

E, finalmente, agradeço a meus pais, Nikolas e Roseli, e à minha irmã Cecília, por me acompanharem nesta jornada de dedicação à tese. Sua compreensão foi essencial, como sempre.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	15
1 DÍVIDA PÚBLICA: CONCEITO, TIPOS E NATUREZA JURÍDICA	27
1.1. Dívida pública.....	29
1.1.1. Conceito subjetivo.....	29
1.1.2. Conceito objetivo.....	34
1.1. Tipos.....	38
1.2. Quanto ao local de emissão.....	38
1.2.1. Quanto aos credores.....	46
1.2.2. Quanto às garantias.....	51
1.3. Natureza jurídica.....	58
2 A INEXECUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	69
2.1. A frequência das crises.....	70
2.2. A imprecisão conceitual: bancarrota, insolvência, <i>default</i>	76
2.3. Formas de inexecução da dívida pública.....	82
2.3.1. Formas modificativas.....	84
2.3.1.1. Modificações objetivas explícitas. Reestruturação, conversão e consolidação.....	84
2.3.1.2. Modificações objetivas implícitas: reforma monetária.....	90
2.3.1.3. Modificações subjetivas: sucessão de Estados.....	100
2.3.2. Inadimplemento absoluto: o repúdio da dívida odiosa.....	109
3 O QUADRO INSTITUCIONAL DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA NO ÂMBITO INTERNACIONAL	123
3.1. Renegociações.....	126
3.2. A reestruturação da dívida multilateral.....	133
3.2.1. As organizações internacionais como credores privilegiados.....	133
3.2.2. O perdão multilateral da dívida pública: a iniciativa HIPC.....	141

••	<i>Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública</i>	
3.3.	A reestruturação da dívida bilateral: o Clube de Paris.....	148
3.4.	A reestruturação da dívida bancária: o Clube de Londres.....	158
4	O POLICENTRISMO DECISÓRIO: OS TRIBUNAIS NA REESTRUTURAÇÃO	
	DA DÍVIDA PÚBLICA ARGENTINA.....	165
4.1.	A ausência de uma moldura jurídica multilateral para a reestruturação da dívida pública.....	166
4.2.	O caso argentino.....	171
4.3.	Composição e reestruturação da dívida pública argentina.....	177
4.4.	A atuação judicial dos credores resistentes.....	184
4.4.1.	A arbitragem internacional.....	184
4.4.2.	A regulação judicial das renegociações da dívida pública.....	196
5	TENDÊNCIAS RECENTES DA ORDENAÇÃO INTERNACIONAL DA	
	REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....	207
5.1.	Evolução do debate.....	208
5.1.1.	A Comissão International da Dívida.....	209
5.1.2.	As estratégias de mercado.....	213
5.1.2.1.	O Plano Brady.....	213
5.1.2.2.	A conversão da dívida pública para fins ambientais.....	219
5.2.	As cláusulas de ação coletiva.....	225
5.3.	Mecanismos permanentes de resolução.....	236
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	249
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	261

INTRODUÇÃO

Este trabalho defende a tese de que, nas crises internacionais da dívida pública que conduzem à necessidade de sua reestruturação (isto é, a modificações dos termos de pagamento geralmente traduzidos em alongamento dos prazos ou reduções dos juros e do principal), os critérios normativos de solução de controvérsias, quando existem, se apresentam de forma fragmentada e heterogênea. A composição não uniforme dos diferentes regimes aplicáveis se expressa tanto em áreas de penumbra, nas quais os critérios de decisão são imprecisos e de configuração jurídica incipiente, quanto em disciplinas colidentes que submetem um mesmo fato a lógicas decisórias distintas que operam por racionalidades também distintas. Neste cenário, quando o Estado deixa de executar suas obrigações financeiras perante outros Estados ou particulares, ou quando ameaça fazê-lo e com isso desencadeia as esperadas reações contrárias de credores insatisfeitos, os juristas têm dificuldades consideráveis em compreender, por categorias normativas, algumas perguntas básicas, e problemas maiores ainda em oferecer para elas soluções pacificadoras satisfatórias e estáveis. Esta vacilação decorre não apenas da ausência de um quadro regulatório específico e imediatamente identificável que ofereça parâmetros mais sólidos sobre questões fundamentais como a definição de dívida pública externa e o regime jurídico aplicável, no âmbito internacional, a cada particular forma de endividamento do Estado. Ela decorre também da imprecisão de regras materiais que permitam definir o tratamento jurídico da inexecução das obrigações financeiras externas bem como da ausência de um conjunto uniforme de regras secundárias que assegurem que a provocação, por qualquer das partes, de procedimentos de solução de controvérsias se dará em instituições com competências bem definidas e previamente

conhecidas. Não que estas relevantes questões estejam completamente alheias ao Direito; as regras aplicáveis, no entanto, quando podem ser identificadas, não compõem um conjunto articulado e coerente, o que tem levado setores influentes da comunidade internacional a propor a alteração deste precário estado de coisas para oferecer alternativas que tornem a solução dessas controvérsias um processo menos imprevisível e com efeitos mais duradouros e confiáveis.

A suspensão dos pagamentos da dívida pública pelo Estado, seja ela efetiva ou potencial, é um evento frequente, e muitos deles oferecem bons exemplos para a tese da fragmentação das regras jurídicas internacionais concernentes à execução das obrigações financeiras externas do Estado. Apesar de comuns, no entanto, ao longo do trabalho se poderá explicar por que as moratórias não são manifestações banalizadas, no sentido de que podem ser declaradas sem contar com qualquer das graves consequências que as acompanham. As situações em que as condições de pagamento da dívida pública devem ser alteradas, sejam elas caprichosas ou necessárias, forçadas ou voluntárias, implicam a piora das expectativas quanto à credibilidade do Estado e o comprometimento de sua capacidade de atrair o crédito disponível, não raramente com sanções econômicas e políticas de outros Estados e da generalidade da comunidade financeira. Particularmente no caso dos credores privados, o pragmatismo diante de um devedor que interrompe os pagamentos pode conduzir a rápidas decisões de retirada de investimentos, capazes de afetar o crédito público de tal forma que a mera possibilidade das sanções de exclusão dos mercados, impostas espontaneamente pelos mercados, seria capaz de inibir a inadimplência do Estado. Esta hipótese, a partir da qual Eaton e Gersovitz¹ explicam as condições de existência dos empréstimos a um ente soberano, os quais apenas seriam adimplidos em razão do temor das consequências econômicas, não esgotam, porém, o problema: caso os pagamentos sejam efetivamente inexecutados, como não raramente o são, é preciso que a sua solução passe por critérios de decisão que, ainda que não sejam necessariamente jurídicos, submetem-se a um conjunto desarticulado de regras materiais e procedimentos provenientes de diversas instâncias que atuam nem sempre da forma mais organizada nos procedimentos geralmente longos de negociação desencadeados a partir da declaração de suspensão dos pagamentos ou da mera menção a sua possibilidade.

Mais objetivamente, as principais propostas internacionais para conferir maiores possibilidades de coordenação e, assim, oferecer mais segurança às questões que

¹ Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. **Review of Economic Studies**, Oxford, vol. 48, n. 2, 1981.

envolvem a redefinição dos termos de pagamento da dívida pública têm se desdobrado em duas preocupações centrais, veiculadas por duas abordagens distintas. Ambas respondem a um mesmo problema, que é a desarticulação entre as diversas partes, cujas condutas muitas vezes não atingem soluções coletivamente satisfatórias pois a diversidade de critérios de solução de controvérsias e de estratégias disponíveis de ação pode oferecer incentivos tanto à renegociação quanto à litigância, com resultados distintos para as múltiplas partes envolvidas em um mesmo processo caso decidam seguir esta ou aquela via de ação. O problema dos credores resistentes às renegociações, também conhecidos como *holdouts*, é central para a apreciação dessas dificuldades, pois estes são aqueles titulares de créditos contra o Estado que decidem pleitear a recuperação integral dos créditos, ao contrário de uma maioria participante das reestruturações que arcará com alguma forma de alongamento dos prazos de recebimento e redução do principal ou dos juros. Assim, o problema da coordenação é aquele ao qual aquelas duas propostas se dirigem, ora considerando que soluções contratuais devem ser implementadas para assegurar que a decisão de uma maioria qualificada vincule todas as classes de credores (as assim chamadas cláusulas de ação coletiva), ora considerando que é necessária a atuação de um organismo internacional com competência para organizar o acesso dos credores aos pagamentos de maneira semelhante àquelas utilizadas pelos diversos sistemas de direito falimentar. Nesta última categoria se situam as propostas de um Mecanismo de Resolução da Dívida Pública (SDRM, *Sovereign Debt Restructuring Mechanism*), uma ousada proposta do Fundo Monetário Internacional, a qual, ainda que não executada, representa bem o estado do debate e, até em razão de seus problemas e limites, tem inspirado novas formulações em outros espaços internacionais, como a União Europeia.

São essas as duas manifestações mais recentes da discussão sobre um tema que nada tem de novo, mas que tem se tornado mais complexo em razão da apontada fragmentação de regimes aplicáveis. Ambas as soluções se apresentam como cenários redutores das complexidades hoje existentes em relação à resolução de conflitos da dívida pública, em que a multiplicidade de agentes e de normas aplicáveis produz um contexto problemático, em que os mecanismos atuais de renegociação não são capazes de oferecer, *ex ante* ou *ex post*, estabilidade aos acordos em razão de incertezas a respeito de outras possibilidades jurídicas de ação. Ao mesmo tempo em que nutrem esta ambição, porém, é preciso situar estas propostas em um cenário mais amplo de atomização jurídica para o qual tanto a alternativa contratual como a institucional podem oferecer apenas uma resposta limitada.

Apesar de tudo, não é possível afirmar a completa inexistência de normas internacionais aplicáveis à dívida pública; ainda que haja setores de normatização

imprecisa e precária, que poderiam ser identificados como focos esporádicos de normatividade, é possível observar algum grau de institucionalidade que se manifesta em direções distintas, em contextos não uniformes, mas que existem. A disciplina jurídica internacional da dívida pública se caracteriza pela imprecisão e pela fragmentação, e não pela inexistência – caso em que seria inútil qualquer estudo jurídico sobre o tema, o que não é o caso. Seria possível alegar que o termo “disciplina” é completamente inadequado, e mais correto seria falar de seu oposto, de uma indisciplina normativa. O problema não é tanto, porém, a ausência de contextos regulatórios, mas a sua insuficiência em alguns setores e, em outros, as orientações contraditórias conferidas por conjuntos de regras materiais e procedimentais de sentidos distintos, isto é, cujos incentivos para o comportamento dos agentes em direção a esta ou aquela conduta são incongruentes. Aqui se pode dizer, então, que é fundamental definir o que se entende por regime, por ser uma ideia central ao argumento.

Regime designa um fenômeno de componentes genuinamente jurídicos. Um regime pode ser concebido na forma em que o conceito é empregado com frequência na teoria política, isto é, como um conjunto de normas que regulam comportamentos e que influenciam, em maior ou menor grau, os cálculos dos atores envolvidos. Estes atores, ao agirem em defesa do próprio interesse, levam essas normas em consideração. Neste sentido, muitos dos trabalhos que aventam a influência de instituições jurídicas sobre as condutas dos agentes econômicos se filiam a uma dada postura metodológica de orientação racionalista que investiga as formas institucionais mais eficientes. Esta é uma linha de análise presente também no debate jurídico institucional da dívida pública em âmbito internacional, como se verá. Antes que se possa colocar o presente trabalho em diálogo com esta literatura, no entanto, é preciso considerar que a percepção de que não há apenas um regime, mas diversos regimes em uma sociedade internacional policêntrica tem influenciado o debate para além da postura institucionalista acima mencionada. Em trabalho relevante sobre o tema, Fischer-Lescano e Teubner² apresentam reflexões a respeito da colisão de regimes na sociedade internacional que merecem atenção, e que servem de suporte analítico para a estrutura desse trabalho. Sob a teoria dos regimes internacionais, o sistema político da sociedade global não é constituído por blocos homogêneos, mas por diversos sistemas que se relacionam entre si, ainda que guardem seus elementos específicos. A concepção de que os regimes estabelecem oportunidades de cooperação a partir de normas que influenciam os comportamentos

² **Regime-Kollisionen: zur Fragmentierung des globalen Rechts.** Frankfurt a.M.: Suhrkamp, 2006.

dos agentes deve ser complementada por seu contraste com um cenário de fragmentação global que não corresponde à sociedade anárquica das relações entre Estados, em que não há um foco normativo específico, mas ao pluralismo de fontes normativas atomizadas, o que aprofunda a possibilidade de emergência de conflitos. A busca da coerência em cenários de fragmentação é uma ideia central para a reconstrução de sentido do direito internacional, como explica Amaral Júnior, que postula sua obtenção a partir da colocação das diversas fontes em diálogo, isto é, pelo método do diálogo das fontes.³ Para isso, no entanto, é preciso exibir as características deste cenário misto de acumulação e insuficiência normativas, as quais não são o simples produto de preocupações de outros sistemas sociais, como o econômico ou o político, mas apresentam feições próprias.

Não se trata, portanto, de negar a incidência do Direito sobre a solução internacional de controvérsias originadas da inexecução da dívida pública, mas de tomar como hipótese a existência de um conjunto disparatado de normas de diferentes origens e com adensamentos de diferentes níveis, as quais operam com diferentes racionalidades e propósitos funcionais. Não se pretende, sob uma perspectiva metodológica que merecerá mais algumas palavras nesta introdução, recusar por completo a consideração, já bem desenvolvida em trabalhos de grande importância, de que as normas influenciam os comportamentos em um dado sentido e que, portanto, seria ideal procurar aquelas configurações que sejam mais eficientes do ponto de vista econômico; o ponto de partida, no entanto, é o de que as normas que incidem sobre a dívida pública não se destinam a, precipuamente, atingir objetivos unívocos (do que apenas se cogitaria com muito otimismo) e, em um cenário de fragmentação do direito pertinente à dívida pública em âmbito internacional, diferentes comportamentos são incentivados de forma concomitante, o que dificulta consideravelmente a coordenação de interesses de múltiplos atores. É a estas dificuldades que as propostas mais recentes de regulação internacional do problema da dívida procuram se dirigir.

Desta maneira será possível mostrar que a insuficiência das respostas jurídicas, que muitas vezes colocam o Direito em posição marginal frente aos critérios de decisão econômico e político, não decorre apenas da ausência de normas, mas de sua diversidade e fragmentação em setores heterogêneos que mantêm à disposição dos agentes um cardápio de opções de ação e de critérios normativos de solução de controvérsias muitas vezes incompatíveis entre si. É a atomização, e não a anarquia, que provoca a intercessão de regimes não concatenados, muito bem exemplificados,

³ O Diálogo das Fontes: Fragmentação e Coerência no Direito Internacional Contemporâneo. **Anuário Brasileiro de Direito Internacional**, Belo Horizonte, vol. 2, 2008.

no contexto internacional da dívida pública, pela ausência de mecanismos de coordenação entre os procedimentos de renegociação adotados pelas instituições financeiras internacionais mais atuantes e a solução pela via judicial, seja pela sujeição da controvérsia a uma corte nacional ou a um tribunal arbitral.

Nem sempre os trabalhos jurídicos sobre esse tema se preocupam em ressaltar os elementos normativos em suas próprias características, emanados de diversas fontes, bem como as dificuldades teóricas de afirmar a emergência de um regime jurídico mais tendente a algum nível de uniformidade para a dívida pública. As análises a respeito das funções jurídicas na regulação internacional da dívida pública muitas vezes conferem enfoque predominante às consequências mais ou menos eficientes de determinadas normas, o que se coaduna com uma perspectiva institucional sobre a influência das regras sobre a atuação de agentes econômicos. Ainda que, como dito, algumas das ideias de base a esta abordagem sejam perfeitamente aproveitáveis, os diferentes conjuntos normativos que incidem sobre os muitos aspectos da inexecução da dívida pública no contexto internacional serão exibidos em seus elementos próprios, e não como reflexos imediatos das realidades e preocupações econômicas que, real ou idealmente, procuram atingir. A perspectiva metodológica aqui empregada não será a de aferir a maior ou menor eficácia de cada um dos focos de normatividade, como se algum desses cenários representasse o benefício máximo mediante o custo mínimo, mas de exibir as características propriamente jurídicas desta fragmentação normativa em uma sociedade global na qual os critérios de decisão se encontram atomizados em diferentes centros decisórios. A perspectiva aqui aplicada à dívida pública é, por assim dizer, interna às diferentes manifestações do fenômeno jurídico, que será identificado em diversos setores e suas colisões intrassistêmicas, e com isso também se preocupa em mostrar que há sentidos propriamente normativos, que operam por categorias próprias, que se desenvolvem em cada um dos muitos blocos de normatividade pelos quais a dívida pública é internacionalmente regulada ou o é apenas insuficientemente.

Mas a contribuição das análises institucionalistas não pode ser ignorada porque, ainda que este trabalho não se prenda à sua tradição, ele se aproveita de algumas de suas ferramentas. A principal delas diz respeito à importância conferida às instituições. Tome-se, como primeira referência específica, o trabalho de Malagardis, que defende a tese de que qualquer sistema de crédito depende de regras de direito falimentar para, em longo prazo, funcionar.⁴ Seguindo esta linha de raciocínio, no caso do crédito público o principal objetivo do regime jurídico regulatório

⁴ MALAGARDIS, A. **Ein Konkursrecht für Staaten?** Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart. Baden-Baden: Nomos, 1990.

seria assegurar o funcionamento mais eficiente possível desse sistema de crédito. Os Estados, porém, não contam com regras falimentares à sua disposição, o que tornaria a resolução de crises decorrentes do esgotamento de sua capacidade de pagamento um processo dependente do arbítrio e da improvisação dos credores, cuja coordenação tampouco é problemática. Isto não significa que, a partir destas constatações, haja um amplo consenso em favor de uma solução institucional que satisfaça a todas as partes. A tese é, ainda assim, profícua porque se articula em torno das finalidades que cada ordenamento falimentar busca atingir nas diversas economias nacionais que o adotam: proteger os direitos dos devedores ao mesmo tempo em que se assegura uma justa e proporcional satisfação dos interesses dos credores. Ampliada para o âmbito público, significa dizer que as propostas de aperfeiçoamento institucional, no plano internacional, pela via de mecanismos assemelhados à organização que cada sistema jurídico particular confere a múltiplas situações de incapacidade de pagamento, leva em conta os direitos de cada uma das partes (Estados e credores), ao mesmo tempo em que não perde de perspectiva os riscos que soluções desordenadas oferecem a todos ao não contribuírem para evitar crises mais amplas. O funcionamento das regras se colocaria, assim, em função de uma organização econômica mais racional.

Desde a década de 1970, diversos estudos têm destacado as vantagens da criação de um conjunto de regras internacionais aplicáveis às relações entre Estados devedores e seus credores na eventualidade de que o fluxo de pagamentos das obrigações financeiras se interrompa ou ao menos corra este risco, e não deixa de ser neste campo temático que se situa esse trabalho. As considerações sobre as ineficiências do regime jurídico internacional, porém, estão longe de terem obtido algum sucesso no efetivo estabelecimento das regras pretendidas. Uma das razões apontadas por Malagardis é que não há, na dogmática jurídica, uma solução oferecida para o enfrentamento de crises de pagamento de devedores soberanos no campo internacional. Esta fronteira do conhecimento jurídico desperta o evidente interesse teórico de que se investigue com maior atenção quais são as possibilidades construir instituições adequadamente fundamentadas em categorias jurídicas relevantes, isto é, baseadas em normas que as coloquem em funcionamento, e é esta contribuição para o entendimento das instituições que será aqui aproveitada.

A preocupação central desse debate sobre a construção de instituições internacionais aptas para lidar com problemas de reestruturação de dívida pública, quando colocado nesses termos, seria a busca de instituições jurídicas que tenham também sentido econômico, com o que se quer dizer que colaborem para a reativação do capital paralisado pelas crises financeiras. A conformação de um sistema de normas internacionais que coordene as relações entre Estados devedores e credores

é um debate que tem sido colocado, contudo, em termos muito diversificados e de forma consideravelmente mais ampla, o que requer o constante ajuste dos conceitos com que opera e sua formulação a partir de fundamentos teóricos que admitam uma integração relevante entre disciplinas com métodos e objetos distintos. É a principal destas questões, subjacente a todas as demais, é a própria relevância das instituições jurídicas para uma melhor organização dos mecanismos de resolução das crises de endividamento soberanas.

Para compreender esta relação, é fundamental explicar o sentido adotado do termo instituição, debatido por diferentes disciplinas e muitas vezes utilizado de forma ampla e inespecífica para se referir a uma grande variedade de organizações e outros atores. Devidamente investigadas as suas funções, esta caracterização das instituições concede-lhes, tipicamente, a tarefa de resolver certos problemas sociais, especialmente aqueles que se manifestam de maneira recorrente. As instituições assim compreendidas, criadas para atingir determinados fins ou atender a determinadas necessidades, pressupõem a existência de situações eventualmente problemáticas que se repetem ao longo do tempo, e cuja reiterada manifestação constitui, dessa maneira, uma dificuldade à qual as interações humanas devem apresentar alguma resposta. Não é o caso de expor a vasta literatura existente nas ciências sociais sobre este que é um de seus temas preferidos e um de seus principais objetos de estudo. Mas basta referir que, não por acaso, é constante a referência a este caráter de resposta ou de reação a dadas dificuldades que as instituições apresentam, particularmente em momentos nos quais a complexidade dos problemas sociais se exacerba a um ponto em que procedimentos de solução, com critérios mais ou menos claros, se tornam necessários. Assim, por exemplo, uma parte relevante das instituições sociais se origina de crises ou da crescente incapacidade de resolver a complexidade das questões que delas se originam ou que estão em sua gênese.⁵ Neste tópico metodológico, é suficiente destacar que, no sentido geral aqui apresentado, uma instituição existe como uma forma de oferecer respostas estáveis a um problema social recorrente.

Sob esta perspectiva, uma instituição tem como função criar critérios e instrumentos de decisão capazes de reduzir as incertezas de situações complexas e, com isso, permitir que se estabilizem as expectativas sobre os possíveis comportamentos e sobre as consequências das decisões eventualmente tomadas. Estas características qualificam as instituições como instrumentos de redução da complexidade de pro-

⁵ EISENSTADT, S. Social Institutions. *In*: SILLIS, D. (Org.). **The International Encyclopedia of the Social Science**. Nova Iorque: McMillan, 1968, vol. 14, p. 411.

blemas decisórios, de maneira a fazer com que as ações tentadas para sua solução consintam com critérios mais claros e procedimentos e finalidades mais previsíveis. A decisão se torna mais simples e, portanto, mais segura, porque mais previsível.

É este o elemento que não se apresenta uniformemente no atual cenário jurídico internacional da dívida pública. Assim, ainda que se partisse para o relevante esforço de inventar instituições ideais, assim entendidas aquelas que atingissem os objetivos mais eficazes, é preciso dar conta dos elementos que tornam a atual conjuntura internacional não ideal, isto é, amorfa e potencialmente contraditória. Ainda, portanto, que seja bastante útil tomar como ponto de partida esta noção mais específica do sentido das instituições para o problema da dívida pública, na medida em que a finalidade de reduzir complexidades faz com que as instituições se dirijam à regulação de determinados comportamentos e, expressas como regras, funcionem como restrições de possibilidades de ação,⁶ é preciso ter em conta que a produção e a aplicação das regras não se dá em contextos uniformes e completos. Se é possível aproveitar a linha de argumentação de Kirchner no sentido de que é possível utilizar a análise do direito para a compreensão de problemas econômicos, pois está entre as funções normativas restringir e incentivar comportamentos dos agentes econômicos, seja pela via formal ou informal, não é possível cogitar que o atual cenário fragmentado exiba apenas uma única direção ou um estímulo isolado. Os diferentes conjuntos normativos e instâncias de atuação podem estimular ou restringir dados comportamentos ao mesmo tempo, oferecendo opções diversas. É preciso que estes elementos jurídicos esparsos sejam, portanto, analisados em seu aspecto intrassistêmico.⁷

Para finalizar as formas como este trabalho dialoga com as referências institucionalistas que de certa forma predominam em outros estudos, sejam aquelas que se propõem declaradamente nesta direção,⁸ sejam aquelas que, ainda que não o digam expressamente, se preocupam predominantemente em identificar as ineficiências econômicas dos atuais cenários,⁹ é preciso ainda tocar em um ponto em

⁶ ELSNER, W. **Ökonomische Institutionenanalyse: Paradigmatische Entwicklung der ökonomischen Theorie und der Sinn eines Rückgriffs auf die ökonomische Klassik am Beispiel der Institutionenanalyse ("Property Rights")**. Berlim: Duncker & Humblot, 1986, p. 200.

⁷ **Ökonomische Theorie des Rechts**. Berlim: Walter de Gruyter, 1997, p. 7 e seguintes.

⁸ Como o já citado MALAGARDIS, A. **Ein Konkursrecht für Staaten?** Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart. Baden-Baden: Nomos, 1990.

⁹ Como, por exemplo, SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring Options: an Analytical Comparison. **Harvard Business Law Review**, Cambridge, vol. 2, n. 1, 2012.

comum. Ao se falar em desenvolvimento ou criação de instituições, fala-se do processo de seu estabelecimento ou alteração de seu funcionamento, com vistas à geração de expectativas recíprocas estáveis sobre o comportamento de outros indivíduos e sobre os resultados alcançados por suas decisões. Este processo de criação de instituições é o que se denominada de institucionalização.¹⁰ Este é um sentido mais restrito do que aquele adotado por T. Parsons, que o aplica para se referir à via pela qual determinadas normas passam a motivar os atores sociais, punindo-os ou recompensando-os, de forma a integrá-los “em um tipo específico de situação em que (...) aceitam conjuntamente um grupo de regras harmônicas relativas a fins e procedimentos.”¹¹ É claro que esta definição se dirige a um conjunto muito amplo de normas, que poderiam assim ser chamadas culturais, ao passo que este trabalho tem por interesse um conjunto mais restrito de normas, qualificadas como jurídicas. Não se pretende questionar, aqui, a possibilidade de que esse processo de institucionalização possa levar em conta objetivos externos ao sistema do Direito, os quais acabam por influenciá-lo. Trata-se, no entanto, de situar os problemas dos regimes aplicáveis no interior do próprio sistema, e não como reflexo ou consequência de sistemas externos. As colisões internas se produzem por racionalidades decisórias emanadas de fontes distintas e de configuração imprecisa, o que faz com que este debate não se coloque apenas em função de suas finalidades econômicas ideais, mas de suas condicionantes próprias.

O problema aqui colocado, em síntese, é que as instituições jurídicas aplicáveis à dívida pública no âmbito internacional não se apresentam como um conjunto de critérios claros de decisão de conflitos e estabilização de expectativas, mas como um conjunto de composição muito diversa e precária. Será possível mostrá-lo a partir da análise de diferentes elementos que compõem o complexo normativo da dívida pública internacional. Este cenário de imprecisão e fragmentação será tratado, primeiramente, em função das dificuldades de conceituação da dívida pública, o que se potencializa por sua diversidade tipológica. Entender a dívida pública como um problema jurídico exige, assim, que se identifiquem as normas incidentes sobre problemas econômicos e políticos recorrentes, o que nem sempre é possível em razão da insuficiência de seu tratamento normativo. O primeiro capítulo do

¹⁰ No mesmo sentido adotado por STOLZ, P. *Das wiedererwachte Interesse der Ökonomie an rechtlichen und politischen Institutionen*. **Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik**, Zúrique, vol. 1, n. 3, 1983.

¹¹ PARSONS, T. **On Institutions and Social Evolution**. Chicago: University of Chicago Press, 1982, p. 117-118. Tradução livre. No original, “institutionalization is an articulation or integration of the actions of a plurality of actors in a specific type of situation in which the various actors accept jointly a set of harmonious rules regarding goals and procedures”.

trabalho se ocupará destes elementos jurídicos fundamentais, que dizem respeito à abrangência das definições das obrigações financeiras do Estado perante credores externos e também à configuração técnica destes negócios, em que se destacam as modalidades classificatórias fundamentais para a compreensão das atuais debilidades estruturais da solução de controvérsias que envolvem a dívida pública. Assim, os diferentes tipos de credores são fundamentais para compreender a heterogeneidade dos regimes incidentes, para os quais instrumentos jurídicos típicos, tais como a previsão de garantias em caso de inexecução contratual, não conseguem oferecer respostas satisfatórias. A própria definição da natureza jurídicas desses contratos é um aspecto controverso.

A partir desta primeira abordagem, que toma as obrigações financeiras em seus primeiros estágios, será possível tratar de sua eventual inexecução no segundo capítulo. Aqui as principais fragilidades do tratamento jurídico se colocam ora em função da influência de critérios políticos que dificultam a construção institucional de um conceito mais claro para a incapacidade de pagamento dos Estados, ora em função das respostas incompletas oferecidas pelas múltiplas fontes jurídicas para problemas regulatórios específicos da reestruturação da dívida pública. Assim, sob o aspecto doutrinário será preciso verificar as tentativas de separação entre a licitude de comportamentos tomados de boa-fé, relacionados às modificações voluntárias das obrigações em processos negociados, em contraste com atos financeiros extremos representados em reestruturações forçadas. Nem sempre todos os casos envolveram, porém, a inexecução sob este aspecto contratual explícito. É oportuno verificar o tratamento normativo dado a outras formas de inexecução, tais como aquelas decorrentes de moratórias não declaradas, pelas quais o Estado adota formas implícitas de reestruturação, por exemplo pela via da reforma monetária; pela multiplicidade de critérios adotados para a sucessão de Estados em matéria da dívida pública, que em muitos casos resultou em seu inadimplemento total ou parcial; e, finalmente, as frágeis tentativas de erigir a legitimidade da dívida pública como requisito de sua validade perante o direito internacional, de modo a se adotar alguma regra internacionalmente válida sobre o repúdio da dívida tida por ilegítima e permitir, assim, alguma forma de inexecução lícita.

É sobre este complexo cenário que se desenvolvem as atividades dos principais entes internacionais encarregados por situar sua renegociação na atual arquitetura financeira da dívida pública. Este será o objeto do terceiro capítulo, quando se poderá verificar como se aplicam, com maior concreção, as modificações voluntárias das obrigações financeiras pelas formas estabelecidas em organismos multilaterais e outros entes informais de grande relevância para a compreensão das atuais

dinâmicas das conversões negociadas das obrigações financeiras externas. O próprio dever jurídico de renegociar, no entanto, tem sido debatido à luz de concepções de cooperação internacional, o que tem interesse evidente para a discussão. A partir do exame da consistência deste corpo normativo, o capítulo examinará os princípios mais fundamentais, e talvez por isso mesmo vagos e fluidos, que conduzem a ação do Fundo Monetário Internacional, na renegociação da dívida multilateral, e dos Clubes de Paris e de Londres quanto à dívida bilateral e bancária, respectivamente.

Se em todos os setores acima os elementos jurídicos são diversos e provenientes de diversas fontes, é com relação à dívida pulverizada em títulos públicos detidos por credores muitas vezes desconhecidos que residem as principais dificuldades de solução de controvérsias e de coordenação de interesses de todas as partes. Antes que se possa examinar como as propostas de aperfeiçoamento da (des)estrutura institucional internacional se dirigem especificamente a este problema, será tomado o emblemático caso argentino para análise mais detalhada no quarto capítulo. Aqui será examinada a complexidade da reestruturação de sua dívida pública e os recentes problemas envolvendo fundos de investimento que, perseguindo ações estratégicas individuais, se colocaram em posição frontalmente contrária tanto aos interesses do governo argentino como de outros credores aderentes. As debilidades daí decorrentes poderão ser lidas, então, com maior precisão para que se prossiga à análise das tendências mais recentes de reestruturação da dívida pública e das atuais propostas de uma moldura jurídica multilateral ou de soluções contratuais *ad hoc*, no quinto capítulo.

DÍVIDA PÚBLICA: CONCEITO, TIPOS E NATUREZA JURÍDICA

Além de seus aspectos econômicos e políticos, a dívida pública pode ser compreendida, também, por seus elementos jurídicos. A partir desta faceta se elaboram os juízos normativos sobre diversos fenômenos do processo de endividamento público, desde sua aprovação até a eventual modificação dos termos de pagamento, bem como as funções das instituições competentes para esses juízos. As fontes destes elementos jurídicos são variadas. Veja-se, por exemplo, que para o conceito de dívida pública as fontes jurídicas são mais frequentes no âmbito interno, mas escassas no plano internacional. Basta seguir adiante e pretender classificá-la entre dívida interna e externa para deparar com carência de tratamento normativo ainda maior. A pulverização das competências entre instituições e regimes jurídicos bastante diversos também poderá ser notada ao tratar das formas de inadimplemento da dívida pública. Os principais cenários formulados para enfrentar de maneira mais ordenada as crises da dívida público têm por desafio suprir as insuficiências nos mecanismos de atuação das instituições atualmente existentes, seja pela criação de instituições que se aproximam da aplicação de um direito falimentar, seja por mecanismos puramente contratuais de coordenação de interesses do Estado e de seus credores. Estas insuficiências começam, porém, pela própria definição de dívida pública, e já aí se pode perceber por que, em alguma medida, o problema jurídico da dívida pública no âmbito internacional é mais amplo do que alternativas institucionais pontuais podem oferecer. Este capítulo apresenta os primeiros elementos deste panorama jurídico fragmentado.

A primeira dificuldade é situar qualquer conceito de dívida pública em um setor jurídico específico. O atual contexto de reestruturação das dívidas públicas,

que operam suas categorias e tipologias mais básicas, transita entre regimes jurídicos ora internacionais, ora nacionais. É evidente, de um lado, que cada ordem jurídica estatal particular apresenta, em seu exclusivo âmbito territorial, disciplina própria da responsabilidade do Estado pelo pagamento de seus débitos. Este conjunto normativo pode, ainda, apresentar subconjuntos, válidos aos entes subnacionais eventualmente existentes, conforme a forma de organização de cada Estado. Este trabalho não se preocupa, primariamente, com o direito financeiro interno das diversas entidades territoriais. As categorias jurídicas aqui expostas referem-se àqueles que se aplicam à dívida do Estado com o exterior, o que significa dizer que sua preocupação é com a atuação de instituições internacionais na reestruturação da dívida pública. No entanto, o problema da crise das dívidas soberanas tem características jurídicas peculiares. Não é difícil observar a importância decisiva de instituições internas de determinados Estados para a condução dos processos de reestruturação. Suas características, que por si só são capazes de exibir a diversidade de regimes aplicáveis, se desdobram em diversos planos normativos. A princípio, abstraem-se os processos jurídicos internos do Estado, mas o resultado analítico não seria satisfatório caso se ignorassem as consequências globais da atuação de algumas instituições internas ao Estado ou a um bloco regional específico. É impossível avaliar corretamente o debate internacional sobre a questão da dívida sem tratar, por exemplo, das decisões da Corte Federal de Nova Iorque e do Código Falimentar dos Estados Unidos, ou ainda de instituições financeiras supranacionais de vocação regional, tais como as da União Europeia.

Deste modo, a análise jurídica do problema da dívida pública, particularmente quanto à sua dimensão externa, seria necessariamente incompleta caso se pretendesse vinculada a uma e uma só ordem jurídica, fosse ela nacional ou internacional. Uma das principais características da dimensão jurídica da dívida pública é a multiplicidade de instituições atuantes e de setores jurídicos envolvidos. Isto exige a abordagem pluridimensional a que se refere Carreau, de forma a “ignorar as fronteiras artificiais entre os diversos ramos do direito”. Não se poderia dizer de forma mais precisa que

pretender analisar esta situação em termos do direito internacional público, por exemplo, é condenar-se à lamentável incompreensão. Pretender analisar esta situação em termos mais globais do direito internacional é igualmente condenar-se a passar ao lado dos elementos jurídicos centrais (...). Mas pretender analisar esta situação nos exclusivos termos contratuais regidos pelo(s) direito(s) interno(s) aplicáveis é também se condenar a ignorar uma grande parte da realidade.¹²

¹² CARREAU, D. Rapport du Directeur d'Etudes de La Section de Langue Française du Centre. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 3-4. Tradução livre.

Dito de outra forma, tanto elementos do direito internacional como do direito interno, bem como o entrelaçamento de diferentes ramos jurídicos, precisam ser levados em consideração.

1.1. DÍVIDA PÚBLICA

Não há, no direito internacional, qualquer definição expressa do conceito de dívida pública. É possível encontrar uma formulação no artigo 32 da Convenção de Viena sobre Sucessão de Estados a Respeito da Propriedade Estatal, Arquivos e Dívidas, de 1983, em que ela é apresentada como toda obrigação financeira do Estado conforme ao direito internacional e assumida perante outros Estados, organizações internacionais e outros sujeitos de direito internacional.¹³ A convenção, no entanto, não obteve quantidade suficiente de ratificações para entrar em vigor e, além disso, peca por ser vaga quanto ao fundamento de validade (quais seriam, afinal, as normas de direito internacional aplicáveis, e sua abrangência subjetiva?) e aos sujeitos de direito internacional envolvidos, de cuja especificação se depende para saber se a dívida do Estado com credores privados seria também dívida pública.¹⁴ Por esta razão é necessária uma elaboração conceitual mais precisa.

1.1.1. Conceito subjetivo

Por um conceito subjetivo, a dívida pública pode ser definida como a dívida do Estado. Isto já demonstra, desde o início, a importância dos elementos jurídicos que a conformam, pois a competência para se endividar é, nos Estados constitucionais, juridicamente regulada. Em Estados nos quais os patrimônios do Estado e do soberano se confundem, portanto em Estados patrimoniais, não há especificidade no conceito de dívida pública, o qual é historicamente determinado pela distinção entre o patrimônio público e o patrimônio privado. Em Estados de Direito se observam algumas características comuns entre suas normas internas de organização. A autorização parlamentar para o endividamento é um dos pontos centrais das Constituições financeiras, pelo que a tomada de crédito não pertence à exclusiva esfera de competências do Poder Executivo. Como a dívida pública se manifesta ora como receita pública, ora como despesa pública, não faria sentido que pertencesse

¹³ No original, “‘State Debt’ means any financial obligation of a predecessor State arising in conformity with international Law towards another State, an international organization or any other subject of international Law” (**Vienna Convention on Succession of States in respect of State Property, Archives and Debt**, 8/4/1983, sem vigor).

¹⁴ WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 12-13.

ao Poder Legislativo a competência de aprovar o orçamento sem que lhe coubesse, também, autorizar o endividamento. Além de assegurar controle sobre o equilíbrio orçamentário e garantir o respeito ao princípio da unidade, pelo qual todas as receitas e despesas são submetidas à apreciação parlamentar, as prerrogativas legislativas sobre a dívida pública têm por objetivo conferir-lhe publicidade e transparência, de maneira que, discutida por um corpo político plural, faça parte da *res publica*.¹⁵

Nem toda a dívida pública do Estado, porém, se submete ao mesmo regime jurídico. Com a maior complexidade da Administração Pública, o termo Estado designa um conjunto abrangente de entes e requer maior precisão. Nele estão incluídas as entidades da administração direta que desempenhem funções governamentais, entre elas a alocação de recursos para provisão de bens e serviços usualmente fora de um regime de mercado, a redistribuição de riqueza e a estabilização econômica.¹⁶ Assim, entre estas entidades estão o governo central e, onde houver, os governos regional e local. A dívida das entidades governamentais compõe a parte da dívida do setor público chamada de dívida do governo. Há, porém, outras entidades públicas descentralizadas que prestam serviços públicos ou desempenham atividade econômica em sentido estrito que assumem passivos financeiros, tenha sua atividade-fim natureza financeira ou não.¹⁷ Desde que sejam controladas direta ou indiretamente por uma unidade de governo, a dívida de empresas estatais não financeiras (que se destinam à produção e circulação de bens e serviços não financeiros) e

¹⁵ HÖFLING, W. **Staatsschuldenrecht: Rechtsgrundlagen und Rechtsmaßstäbe für die Staatsschuldenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 1993, p. 17-19.

¹⁶ As funções alocativa, distributiva e estabilizadora devem ser aquelas exercidas pelo setor público para suprir falhas de mercado, segundo uma influente visão normativa das finanças públicas (MUSGRAVE, R.; MUSGRAVE, P. **Public Finance in Theory and Practice**. Nova Iorque: McGraw Hill, 1980, p. 5-26).

¹⁷ A dicção simples do conceito é encontrada em textos clássicos de direito financeiro. Ver, por todos, Gaston Jèze: “le mot *dette* (...) désigne l’ensemble des obligations juridiques de l’Etat à un moment donné. Ainsi on désigne sous le nom de *Dette publique*, le montant global des obligations pécuniaires contractées par l’Etat à titre d’emprunt, quelle que soit la modalité de l’emprunt.” (**Science des Finances et de Législation Financière Française**. 6. ed. Paris: Marcel Giard, 1922, p. 215, grifos do autor). Porém, com o desenvolvimento de novas formas de prestação de serviços públicos e desempenho de atividade econômica, notadamente com a descentralização administrativa, definir a abrangência do termo Estado passou a ser crucial para compreender os processos de endividamento dos entes públicos. Assim, em Dino Jarach já se pode ler que “[l]a deuda pública es la deuda del Estado o de los entes públicos descentralizados o territoriales” (**Finanzas Públicas y Derecho Tributario**. ed. Buenos Aires: Editorial Cangallo, 1985, p. 885).

financeiras (que se destinam à prestação de serviços financeiros) deve compor a dívida pública, especificamente a chamada dívida das empresas estatais.¹⁸ Fica excluída do conceito a dívida dos setores privados da economia, tais como as famílias e as entidades financeiras e não financeiras privadas.¹⁹

Algumas formas de organização da atividade econômica do Estado geram dificuldades de classificar a dívida entre pública e privada, seja porque as relações do Estado e empresas privadas são financeiramente permeáveis, seja porque inovações nos mercados financeiros de capitais produzem casos em que a dívida do setor público e a dívida do setor privado se confundem. A partir desta constatação, é frequente a discussão sobre a ampliação do conceito da dívida pública para além da dívida do governo e das empresas estatais, com a inclusão, ao menos para fins estatísticos, de entidades privadas ou não totalmente públicas.

Alguns dos exemplos mais recorrentes envolvem empresas submetidas a diferentes regimes jurídicos. É o caso das *empresas quase-públicas*, que se encontram ou sob a forma de empresas criadas por lei, mas que operam em regime de mercado e são controladas por pessoas privadas, ou de sociedades de grande porte cuja atividade seja de tamanha relevância para a estabilidade econômica de um Estado que se tornam grandes demais para falir. Quaisquer que sejam suas formas, não estão plenamente incorporadas à Administração Pública e preservam, nas suas atividades, as características de uma empresa privada, com independência financeira *de*

¹⁸ Esta é a definição consensualmente adotada pelos principais organismos financeiros internacionais e supranacionais, e também por eles recomendada para uniformização. Entre elas estão o Banco de Compensações Internacionais (BIS), o Clube de Paris, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Gabinete de Estatísticas da União Europeia (Eurostat), o Banco Central Europeu, o Secretariado da *Commonwealth*, a Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento (UNCTAD), o Fundo Monetário Internacional (FMI) e o Banco Mundial. Os conceitos estão expostos em documento preparado por uma força-tarefa inter-organizacional (TFFS, *Inter-Agency Task Force on Financial Statistics*) e conhecido como *Debt Guide*. Cf. FMI. **Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 5-7.

¹⁹ Em sentido contrário a esta classificação subjetiva, ver FONROUGE, C. **Derecho Financiero**. 3ed. Buenos Aires: Depalma, 1977, vol. 2, p. 1004. Para este autor, a dívida pública se diferencia da dívida privada por características substantivas, e não pelo sujeito contratante. Os empréstimos públicos seriam atos de soberania, e apenas as operações de crédito privadas teriam natureza obrigacional. Há, no entanto, um conjunto importante de operações de crédito que ficaria de fora do conceito de dívida pública caso ela fosse identificada apenas por sua natureza jurídica, e fazê-lo seria compreender como dívida pública apenas a dívida do governo. Defini-la pelos sujeitos que a contraem é necessário para incluir não apenas os governos, mas também as outras entidades descentralizadas aqui mencionadas, o que é recomendável para a consolidação das contas públicas e o controle dos níveis de endividamento.

facto, disponibilidade de informações contábeis próprias e controle por acionistas privados. Mesmo quando mantêm algum vínculo formal com uma unidade governamental, se distinguem do serviço prestado pela entidade a que se vinculam juridicamente. Apesar da natureza privada, mantêm vínculos com o setor público seja pela necessidade de transferências diretas de recursos ou garantias indiretas. Exemplo tornado célebre após a crise financeira de 2008 é a *Federal National Mortgage Association* (FNMA), empresa norte-americana também conhecida como Fannie Mae e que atua no mercado secundário de hipotecas. Embora desempenhe suas atividades como uma empresa privada e não fosse, até 2008, controlada pelo Estado, trata-se de uma entidade criada por lei e que, a partir de 1990, teve sua situação legal definida como a de empresa patrocinada pelo governo (*government-sponsored enterprise*) – estatuto que sempre funcionou como uma garantia para a obtenção de empréstimos.²⁰ O resgate oficial da empresa após aquela crise evidenciou os impactos sobre o Tesouro de seus passivos. A autonomia requer, de um lado, que os fluxos financeiros de uma empresa quase-pública sejam diferenciados da dívida pública do governo, cujas necessidades de financiamento são mais bem organizadas se separadas daquelas de entidades descentralizadas e entes privados dos quais o Estado participa. O potencial entrosamento entre a atividade de empresas quase-públicas e o setor público deve sugerir, entretanto, como medida de controle e transparência, que estejam disponíveis informações sobre seus níveis de endividamento, como se compusessem a dívida pública das estatais.

Há outros casos em que a fronteira da dívida pública e privada é borrada. Após a crise do Sudeste Asiático, em 1997, governos daquela região criaram *agências de reestruturação*, como a *Indonesian Bank Restructuring Agency* (IBRA). A função destas agências, frequentemente entes da administração pública, é vender e reorganizar empresas e outros ativos depreciados do setor privado, o que costuma acontecer em crises bancárias quando se confere cobertura ao sistema financeiro por meio de recursos públicos e garantias governamentais. A dívida do setor privado, nestes casos, é parcial ou totalmente absorvida pelo setor público, que assume a frente da supervisão, reorganização ou alienação de ativos de instituições financeiras em crise.²¹

²⁰ MOE, R.; STANTON, T. Government-Sponsored Enterprises as Federal Instrumentalities: Reconciling Private Management with Public Accountability. **Public Administration Review**, Washington, D.C., vol. 49, jul.-ago. 1989; KOSAR, K. The Quasi Government: Hybrid Organizations with Both Government and Private Sector Legal Characteristics. **CRS Report for Congress RL30533**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2011.

²¹ Sobre o impacto do programa de reestruturação bancária da Indonésia, ver PANGESTU, M.; HABIR, Manggi. The Boom, Bust and Restructuring of Indonesian Banks. **IMF Working Paper**, FMI, 2002. A depender da forma de organização e da participação de recursos públicos,

Há, ainda, situações mais complexas. As *sociedades de propósito específico* (SPE ou SPV, sigla para *special purpose entities* ou *vehicles*)²² têm sido usadas por Estados em modelos similares aos do setor privado, de forma a contornar limitações institucionais ao endividamento ou restrições orçamentárias (*off-balance-sheet financing*). Criam-se, assim, organizações empresariais geralmente localizadas no exterior que emitem títulos próprios, cujas receitas são utilizadas para o financiamento de despesas de interesse público.²³ Como não há, a princípio, comunicação entre os recursos do Tesouro e os da SPE, estas operações não costumam ser incluídas na dívida pública. Há, no entanto, deficiências no controle de suas atividades que decorrem da falta de transparência e das dificuldades de monitoramento.²⁴ Por um lado, se poderia dizer que o Estado não tem responsabilidade pelo pagamento das obrigações assumidas pela SPE, a quem compete todo o risco das operações, mas, por outro lado, são muitos os incentivos para que o Estado conceda garantias *de facto* à dívida destas entidades, que comprometeriam a credibilidade do setor público como um todo caso tivesse os pagamentos suspensos. Por esta razão algumas decisões judiciais norte-americanas têm determinado que a dívida das SPEs ligadas ao governo componha os limites constitucionais de endividamento.²⁵

Mencionem-se, por fim, as *parcerias públicos-privadas*, organizadas para acomodar investimentos em infraestrutura de médio e longo prazo ou outros produtos que não poderiam ser realizados dentro do espaço fiscal do governo,²⁶ e os *fundos*

o resultado financeiro das agências de reestruturação deve ser observado na consolidação da dívida pública (FMI. **Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 15).

²² Não há orientações internacionais sobre a definição de SPEs, que são usualmente compreendidas como pessoas jurídicas criadas para a aquisição e o financiamento de ativos e passivos financeiros, atuantes no setor de securitização de ativos, transferência da exposição a riscos e outras garantias financeiras (BIS. **Report on Special Purpose Entities**. Basileia: Bank for International Settlements, 2009).

²³ É o caso da *Port Authority of New York and New Jersey*, SPE que opera os aeroportos JFK, La Guardia e Newark, terminais marinhos e portos, ferrovias, túneis entre Nova Iorque e Nova Jersey, terminais de ônibus em Manhattan e o World Trade Center.

²⁴ No âmbito europeu, esta falta de transparência se manifesta nas preocupações com a criação de um sistema de crédito paralelo à regulação do setor bancário. Cf. BAKK-SIMON *et al.* Shadow Banking in the Euro Area: an Overview. **Occasional Paper Series**, European Central Bank, n. 133, abr. 2012.

²⁵ São, novamente, entidades *too important to fail*. Sobre as referidas decisões judiciais, ver SCHWARCZ, S. The Use and Abuse of Special-Purpose Entities in Public Finance. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, vol. 97, n. 2, 2012, p. 381.

²⁶ Sobre os instrumentos orçamentários para o desenvolvimento da infraestrutura e a caracterização das despesas envolvidas como dívida pública, cf. CARVALHO, A. **Direito da Infraestrutura: Perspectiva Pública**. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 421-462.

de riqueza soberana, criados pelo setor público para administrar ativos e atingir objetivos financeiros por meio da adoção de diversas estratégias de investimento de maior ou menor risco, por exemplo em ativos estrangeiros. A divulgação das informações financeiras e as decisões de investimento destes fundos tem sido uma preocupação crescente;²⁷ por sua forma de atuação e finalidades, contudo, enfrentam dificuldades em se submeter aos limites da dívida do setor público, ainda que haja recomendações internacionais para sua inclusão no setor governamental ou das estatais.²⁸

1.1.2. Conceito objetivo

Em seu sentido objetivo, a dívida pública são as obrigações financeiras em que incorre o Estado quando, em um dado exercício fiscal, as receitas são insuficientes para cobrir as despesas públicas. Esta definição se desdobra em dois conceitos, um de fluxo e outro de estoque, ao qual correspondem, respectivamente, a dívida pública nova e a dívida pública total.

A variação líquida da dívida pública (D'), também denominada de dívida pública nova líquida, se identifica, em um dado exercício, com o saldo orçamentário, isto é, à diferença entre as receitas (T) e as despesas (G) orçamentárias.²⁹ Por outra forma, $D' = G - T$. O resultado anual do governo pode ser tanto positivo como negativo, falando-se, respectivamente, em superávit ou déficit. O conceito líquido de dívida pública nova, exposto acima, equivale ao financiamento do déficit orçamentário, cujo aparecimento implica sua variação positiva. O déficit orçamentário é um conceito de fluxo, uma grandeza econômica medida ao longo de um determinado período, e que produz a variação positiva da dívida pública.

Quando se fala em dívida pública, no entanto, não é apenas a esta variação que se faz referência. O termo é usado para se referir ao acúmulo das referidas

²⁷ TORRES, H.; RODRIGUES, F. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime Jurídico dos Fundos Públicos Especiais, Experiência Internacional e a Lei n. 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012, p. 181 e seguintes.

²⁸ FMI. **Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 19.

²⁹ A dívida pública líquida corresponde à diferença entre a dívida pública bruta e os ativos financeiros. Trata-se, portanto, da consolidação da dívida do setor não financeiro, por definição. Para diversas definições estatísticas cf. DIPPELMAN, R.; DZIOBEK, C.; MANGAS, C. **What Lies Beneath: the Statistical Definition of Public Sector Debt**. Washington, D.C.: FMI, 2012. No caso brasileiro, a dívida líquida do setor público, compreende a administração direta, as autarquias e fundações dos diferentes níveis de governo, além do banco central e das estatais do setor produtivo.

variações dos níveis de endividamento, ou seja, ao estoque equivalente à soma das dívidas novas originadas no passado até determinado instante. Esta é a dívida pública total, uma grandeza econômica identificada com a situação em um dado momento fixo, e não ao longo de um período. Ainda que relacionados, pois a repetição do fluxo de déficit alimenta a constituição do estoque da dívida, os conceitos de déficit orçamentário e dívida pública são distintos. Em síntese, por esse conceito objetivo a dívida pública é o estoque das obrigações do Estado resultante da sucessão dos resultados orçamentários até um determinado momento de referência.

Este conceito é por vezes referido como o “conceito simples de dívida pública”, cuja simplicidade provem, na verdade, de uma insuficiência.³⁰ A dívida pública não deveria compreender, segundo esta ordem de raciocínio, apenas a explícita ou “documentada”, mas também a implícita ou prospectiva. Enfim, os pagamentos e outros deveres juridicamente constituídos que são adiados em vantagem das gerações atuais e que recairão sobre as gerações futuras. Para medição e análise da dívida pública implícita pode ser utilizado o instrumento dos orçamentos intergeracionais,³¹ capazes de fornecer informações sobre os encargos de longo prazo tais como os da seguridade social, com o objetivo suprir a lacuna de sustentabilidade das finanças públicas.³² Desta maneira, despesas e receitas ainda não formalizadas são incluídas no conceito de dívida pública implícita.

O tema da sustentabilidade financeira certamente interessa para medir a capacidade de pagamento do Estado. As projeções fiscais são capazes de influenciar a confiança de que ele goza nos mercados de crédito e, por consequência, influenciam a quantidade de crédito disponível. De forma mais estrita, porém, o termo

³⁰ BLANKART, C. *Öffentliche Finanzen in der Demokratie*. 7. ed. Munique: Vahlen, 2008, p. 328.

³¹ A mensuração dos encargos fiscais sobre gerações futuras é adotada, por exemplo, nos Estados Unidos, onde se utilizam, desde a década de 1990, modelos de previsão econômica denominados *generational accounting*. Como referência principal, ver KOTLIKOFF, L. **Generational Accounting: Knowing Who Pays, and When, for What We Spend**. Nova Iorque: Free Press, 1992. Os métodos, porém, são objeto de extensa controvérsia (cf. RUFFING, K.; VAN DE WATER, P.; KOGAN, R. “**Generational Accounting**” is Complex, Confusing, and Uninformative. Center on Budget and Policy Priorities, fev. 2014). Conquanto existam como medição econômica, os orçamentos intergeracionais não compõem o orçamento público.

³² O tema das lacunas de sustentabilidade (*Tragfähigkeitslücke*) é analisado em Pünder, H. Staatsverschuldung. In: ISENSEE, J.; KIRCHHOF, P. **Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 2007, vol. 5, p. 1332. Ver, ainda, v. LEWINSKI, K. Nationale und Internationale Staatsverschuldung. In: ISENSEE, J.; KIRCHHOF, P. **Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 2012, vol. 10, p. 462.

dívida pública será usado para se referir à dívida pública explícita, e não a obrigações ainda não constituídas e, assim, juridicamente inexigíveis.³³ Como já é possível notar, o que se chama de dívida pública implícita submete a uma mesma categoria diversos encargos futuros ao orçamento público que não necessariamente correspondem a empréstimos ao Estado, ou, de maneira mais precisa, a obrigações que o Estado contrai por meio de operações de crédito. Não são, nesse sentido, obrigações juridicamente exigíveis a partir de uma relação jurídica entre credor e devedor, nas quais há uma relação de crédito e débito em que o tomador é uma pessoa jurídica de direito público a quem se transfere certa quantia em dinheiro com a obrigação de devolução, com ou sem vantagens pecuniárias, no prazo estabelecido.³⁴ A dívida pública formalizada, autorizada e prevista nos documentos que compõem a contabilidade pública de acordo com cada ordem jurídica interna corresponde mais estritamente, sempre em alguma extensão, à ideia de uma operação de crédito.

Esta associação entre a dívida pública explícita e a tomada de crédito permite diferenciá-la, ainda, de outras despesas do Estado que, em sentido genérico, poderiam ser chamadas de “dívida”, mas que não correspondem àquele. Assim, por exemplo, há despesas nas quais incorre o Estado em razão de contratos administrativos para o fornecimento de bens e serviços, ou ainda despesas com remuneração de pessoal decorrentes de contrato de trabalho no serviço público, na forma admissível por cada ordenamento jurídico. Se esta dívida administrativa do Estado não é de forma nenhuma negligenciável nos orçamentos públicos, por que não considerar estas despesas também como dívida pública, se a elas o Estado é juridicamente obrigado? Como explicado acima, ao diferenciar a dívida explícita da implícita, porque tampouco decorrem de operações de crédito; isto é, porque não são despesas às quais o Estado se obriga com o interesse de antes obter receitas para financiar suas atividades.

Esta distinção tem uma longa tradição no direito financeiro. Certamente o Estado, para desempenhar suas funções administrativas e prestar os serviços públicos que lhe cabem, se obriga perante outras pessoas que se podem denominar

³³ As definições mais amplamente aceitas vão na mesma direção: “[f]or a liability to be considered debt it must exist and be outstanding. The decisive consideration is whether a creditor has a claim on the debtor” (FMI. **Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 4).

³⁴ Para a colocação do crédito público como tema jurídico e a análise dos empréstimos públicos como relação jurídica, ver ATALIBA, G. **Empréstimos Públicos e seu Regime Jurídico**. São Paulo: RT, 1973, p. 1-28.

vagamente de credores, as quais disponibilizam bens e serviços mediante pagamento. Para atender às necessidades públicas, o Estado, mediante regime jurídico próprio, realiza despesas que decorrem, por exemplo, de contratos administrativos, despesas de pessoal, indenização de desapropriações e outras atividades típicas da Administração. Não faria sentido que estas despesas, a que Laband se refere como a *dívida administrativa* do Estado, dependessem de autorização legislativa específica, pois são o exercício legítimo da função administrativa, nos limites constitucionais estabelecidos.³⁵ Há, no entanto, encargos ao Estado que não se destinam à satisfação de suas atividades-fim, mas à provisão de meios; visam, portanto, a conferir ao Estado capacidade financeira de exercício de suas funções, por meio da obtenção de crédito. Esta é a *dívida financeira* propriamente, que consiste em instrumento de obtenção de crédito³⁶ e cujo exercício não decorre imediatamente da autorização constitucional conferida ao exercício da função administrativa, mas depende de autorização legislativa específica conferida pelo órgão legislativo. É a dívida financeira, que requer autorização específica, que se identifica com o conceito de dívida pública como tomada de crédito pelo Estado, ao passo que a dívida administrativa não poderia ser descrita como tal. O dualismo clássico entre a dívida financeira e administrativa é um reflexo necessário, porém, do direito positivo interno, e a distinção se depreende das formas dadas pelo direito positivo circunscrito ao território do Estado, o que faz com que esta seja uma distinção variável no tempo e no espaço. Feita esta ressalva, há elementos substanciais recorrentes que podem ser apontados para reforçar a divisão. Veja-se que a provisão de recursos à dívida administrativa se origina das receitas orçamentárias, previstas em correspondência às despesas do orçamento público. Ao se contrair uma dívida financeira, porém, os recursos se originam da economia nacional e internacional, perante as quais o Estado os obtém.

Tão clara, porém, não é a distinção em todos os casos. Já se observou que há transposições fluidas entre ambas as categorias, e não é raro que despesas orçamentárias não relacionadas à dívida pública financeira passem a fazê-lo. Medidas de atrasos de pagamento de créditos orçamentários que se acumulam ao longo do tempo podem equivaler, quanto aos efeitos econômicos para o financiamento do setor público, à tomada de crédito. Assim, por exemplo, o diferimento

³⁵ LABAND, P. **Das Staatsrecht des Deutschen Reichs**. 3. ed. Tübingen: Laupp, 1880, p. 435.

³⁶ Não por acaso encontra-se também a referência à dívida financeira como o crédito do Estado. Ver em v. Stein, L. **Lehrbuch der Finanzwissenschaft**. 2. ed. Leipzig: Brodhhaus, 1871, p. 616. No original, “[d]er Staatscredit ist seinem formalen Begriffe nach nichts anderes als der Credit überhaupt, insofern derselbe von der Staatswirtschaft benutzt wird”.

no pagamento dos fornecedores de bens e serviços do Estado e a demora no cumprimento de condenações judiciais.³⁷ O dualismo da dívida pública não é, desse modo, automático.³⁸

Com estas considerações é possível definir, de forma convencional e com amparo doutrinário, a dívida pública como a dívida financeira explícita do Estado, isto é, as obrigações autorizadas decorrentes de operações de crédito.

1.1. TIPOS

De todas as possíveis formas de classificação da dívida pública, interessa identificar os tipos mais relevantes para os problemas internacionais de sua reestruturação. O critério distintivo mais frequente diz respeito ao local de emissão da dívida pública, que permitirá classificá-la como interna ou externa. A reestruturação da dívida soberana depende, porém, de outras noções relevantes, que exigem defini-la com relação aos credores (se outros entes soberanos ou credores privados) e quanto às garantias (se presentes ou ausentes).

1.2. QUANTO AO LOCAL DE EMISSÃO

O problema da interrupção dos pagamentos da dívida pública é mais relevante quando as obrigações financeiras do Estado são denominadas em moeda estrangeira e assumidas perante credores externos. A dívida em moeda doméstica e perante credores internos se envolve em uma moldura jurídico-institucional mais estável porque há normas de direito interno aplicáveis. Caso o devedor seja o ente público, a existência de um regime jurídico formal para a responsabilidade do Estado se alia ao poder de execução de políticas econômicas, tais como a

³⁷ O financiamento do Estado por meio de atrasos no pagamento de créditos orçamentários é tema bem explorado na doutrina jurídica alemã. F. Terhalle trata-os como créditos de diferimento (*Stundungskredite*, ou *Überfälligkeitkredite*), qualificando-os como um crédito público invisível. Cf. **Die Finanzwirtschaft des Staates und der Gemeinden**. Berlin: Duncker und Humblot, 1948, p. 215. É inevitável deixar de notar a atualidade do assunto frente à questão brasileira da efetuação, por bancos públicos, de despesas de programas governamentais sem que recebessem os devidos repasses. É o que, no julgamento das contas federais de 2014, tem sido frequentemente chamado de “pedaladas fiscais”, um subtipo de créditos de diferimento que Terhalle não mencionou. Sobre o tema, v. CONTI, J. M. Cuidado, pedalar pode dar cadeia! **Revista Eletrônica Consultor Jurídico – Conjur**, publicada em e disponível desde 5 de maio de 2015.

³⁸ HÖFLING, W. **Staatsschuldenrecht: Rechtsgrundlagen und Rechtsmaßstäbe für die Staatsschuldenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 1993, p. 36-37.

desvalorização da moeda. A inflação é, apesar dos problemas decorrentes de sua elevação, um meio de controle dos pagamentos da dívida pública em moeda doméstica, com o que há um conjunto maior de alternativas à disposição do Estado antes que deva recorrer a uma declaração formal de moratória da dívida em moeda local.³⁹

Sob muitos aspectos a distinção entre essas formas de endividamento é crucial não apenas para a economia, mas também pelos seus aspectos jurídicos.⁴⁰ De um lado, porque os conflitos entre Estados e credores estrangeiros não raramente se originam das contradições que existem entre as formas de equacionamento dos pagamentos da dívida interna e externa em um cenário de escassez de recursos. As crises de endividamento que desencadeiam eventuais procedimentos de reestruturação se associam frequentemente a desequilíbrios no câmbio, como quando, após uma desvalorização da moeda doméstica para viabilizar o pagamento da dívida em moeda nacional, a obtenção de divisas se torna mais cara e, em consequência, a quantidade disponível de moeda para pagar a dívida em moeda estrangeira se torna mais escassa. A continuidade do pagamento da dívida em moeda estrangeira, geralmente obtida no exterior, se submete, desta forma, a riscos maiores com uma política inflacionária voltada à dívida doméstica. Por outro lado, além de ser origem frequente das crises que provocam a necessidade de renegociá-la, a diferença da dívida em moeda doméstica obtida na economia nacional e a dívida em moeda estrangeira obtida na economia internacional levanta outras questões jurídicas relevantes. Basta prosseguir o exemplo acima, em que a inflação da moeda local produziu, como resultado, maiores dificuldades para o pagamento da dívida em moeda estrangeira com o exterior. A desigualdade no tratamento de ambos os grupos de credores é um dos motores da litigância de credores externos com o Estado, que alegam tratamento mais favorecido aos credores internos, assim como um dos argumentos em favor de um mecanismo institucional permanente que estabeleça regras equitativas de distribuição dos ônus da reestruturação entre o Estado devedor e os seus credores, nos quais se incluem os emprestadores internos e, no âmbito internacional, outros Estados credores, os bancos e, finalmente, os detentores de títulos públicos, que são a classe mais numerosa.

³⁹ As diferenças entre os *defaults* domésticos e internacionais são exploradas em RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 13 e seguintes.

⁴⁰ A literatura econômica trata extensivamente do problema ao analisar, por exemplo, a questão da transferência de recursos nacionais para o exterior no endividamento externo. Sobre a importância do problema, ver, como fundamento da discussão, KEYNES, J. M. The German Transfer Problem. **The Economic Journal**, vol. 39, n. 153, mar. 1929, p. 1-7.

É útil, por esta razão, classificar a dívida pública conforme o local em que foi emitida, pelo que se costuma proceder à divisão entre a *dívida interna* e a *dívida externa*. Ocorre que esta classificação é fonte de muitas ambiguidades, porque nem sempre as categorias são nítidas. Para dizê-lo de outra forma, nem sempre a dívida emitida internamente corresponde à dívida denominada em moeda doméstica, e, pelo lado reverso, tampouco a dívida externa é sinônimo de dívida em moeda estrangeira. O local e a moeda não são critérios classificatórios compatíveis em todo caso.

A depender das funções que cada Estado atribui a cada forma classificatória, nem sempre convém adotar a moeda como *discrímen*, pois há dívida doméstica em moeda estrangeira e dívida com o exterior em moeda local. Seria um equívoco, porém, imaginar que este é um fenômeno recente, identificado apenas e tão-somente com a maior integração dos mercados financeiros globais. Há numerosas experiências históricas associadas a períodos inflacionários em que alguns Estados, impossibilitados de emitir títulos em moeda local no mercado doméstico, o fizeram em alguma outra moeda forte. A experiência anterior à segunda guerra é ilustrativa. Em 1923 a Alemanha emitia papéis de curto prazo em dólares, e, na mesma época, boa parte da dívida interna polonesa estava denominada na moeda norte-americana. Não era incomum, por sua vez, que operações de crédito externas transcorressem em moeda local, como em coroas de ouro inglesas.⁴¹

Aqui já é possível analisar o tema com base em alguma fonte jurídica de maior densidade. Normalmente lembrado pela sua importância para o tema da proteção diplomática, o caso *Canevaro*⁴² (Tribunal Permanente de Arbitragem, 1912), por ser uma decisão jurídica que tratou do conceito de dívida externa, tem relevantes reflexos sobre esta questão. Os fatos que levaram a disputa se iniciaram em 1880, quando o governo peruano emitiu ordens de pagamento (*libramientos*) no valor de 77.000 libras esterlinas em favor da casa de investimentos José Canevaro & Filhos, localizada no Peru e organizada sob as leis peruanas. Após a morte de José Canevaro, procedeu-se à sucessão em favor de seus três filhos, dois de cidadania italiana e um de cidadania peruana, com a dissolução total da pessoa jurídica em 1890. Os direitos de recebimento do bônus de pagamento passaram, portanto, à titularidade dos sucessores e o governo peruano, por fato posterior, tornou-se devedor de cidadãos italianos.

⁴¹ MADDEN, J.; NADLER, M. **Foreign Securities: Public and Mortgage Bank Bonds – an Analysis of the Financial, Legal and Political Factors**. Nova Iorque: The Ronald Press Company, 1929, p. 142.

⁴² PERMANENT COURT OF ARBITRATION. **Canevaro Claim**, Italy v. Peru, Award, Haia, 3 de maio de 1912.

Antes que isso ocorresse, porém, os pagamentos não haviam sido feitos na data do vencimento, com apenas uma parte do débito paga em 1885, restando 43.120 libras esterlinas para adimplir a partir de então. A difícil situação financeira do Peru, na época envolvido com diversas disputas territoriais, levou o governo a reestruturar a dívida. Uma lei de 1886 reconheceu para o Estado peruano apenas as ordens de pagamento emitidas até janeiro de 1880, de forma a excluir os compromissos assumidos posteriormente durante o governo *de facto* do ditador Piérola, entre os quais se incluía o crédito dos irmãos Canevaro. O governo do Peru dispôs-se, posteriormente, ao pagamento da dívida com a sociedade de José Canevaro e seus sucessores, porém foram aprovadas leis que reorganizaram os pagamentos dos débitos domésticos. Assim, em 1889 foi definido em lei que os pagamentos da dívida interna seriam feitos com juros de 1%, ao passo que a ordem de pagamento aos Canevaro previa juros de 4% até a data de vencimento, e 6% após ela. A disputa girou em torno da aplicabilidade da lei, isto é, se o *libramiento* emitido em favor dos Canevaro seria considerado dívida doméstica, pois a lei se aplicava somente à dívida doméstica. Como dois dos interessados possuíam a cidadania italiana e a controvérsia não foi resolvida amigavelmente, a questão foi submetida por Itália e Peru ao tribunal arbitral de Haia em 1910.

De um lado, havia a dívida do governo peruano perante uma pessoa jurídica estruturada segundo as leis peruanas e no território daquele país. De outro lado, a obrigação era denominada em moeda estrangeira e, com a dissolução da empresa de José Canavaro em razão de sua morte, os titulares do direito de recebimento contra o Peru passaram a incluir cidadãos estrangeiros, que eram seus dois filhos da cidadania italiana. Quanto ao primeiro aspecto, decidiu-se na sentença arbitral que a pessoa jurídica José Canevaro & Filhos, por seu caráter doméstico, se submetia aos ditames da lei peruana de redefinição dos juros pagos pelas emissões de dívida interna. Tratava-se da finalidade própria daquela ordem de pagamento ter sido ela emitida no mercado interno, e foi subscrita por uma empresa de nacionalidade peruana. O que é mais importante, porém, é que os direitos sucessórios de estrangeiros em títulos da dívida pública doméstica foram interpretados pelo Tribunal como insuficientes para alterar as características originais das obrigações do Estado, e a denominação das obrigações em moeda estrangeira não impediu a aplicabilidade da lei interna, pois a obrigação se formou em território peruano e nele seria paga. Não é claro se a decisão do caso Canevaro havia tomado contato com a doutrina já então estabelecida de que a transferência das obrigações do Estado de residentes para não residentes, e vice-versa, não seria capaz de alterar a natureza da dívida pública; esta posição, no entanto, já era comumente mencionada na literatura

jurídica específica.⁴³ Ainda quanto à questão monetária, um contemporâneo, em comentário ao caso, afirmaria ter se firmado com ele a ideia da imaterialidade da moeda em que a dívida é denominada para qualificá-la como interna ou externa.⁴⁴

Com isto se reconheceu, na decisão do Tribunal Permanente de Arbitragem, a aplicabilidade da lei de 1889 para toda a dívida doméstica peruana, aí incluída a ordem de pagamento aos irmãos Canevaro. Esta decisão conferiu espaço significativo de atuação de decisões internas em matéria de dívida pública,⁴⁵ além de estabelecer critérios de diferenciação da dívida pública interna e externa. Foram afastados, como parâmetros de reconhecimento, tanto a nacionalidade do credor como a moeda em que a obrigação estava denominada, e preferiu-se determinar esta distinção conforme a origem dos recursos que acorreram ao financiamento do Estado.⁴⁶ Por outras palavras, o local de emissão foi o critério relevante, independentemente da posterior transferência dos direitos contra o Estado para nacionais, no caso de dívida emitida no exterior, ou para estrangeiros, no caso de dívida emitida no mercado doméstico.⁴⁷

⁴³ Cf., por exemplo, JOZON, P: “[i]n case bonds that were originally reserved to nationals pass, after their issuance, into the hands of foreigners, the latter, as mere assignees of the original holders, can have no more rights than the assignors; they are subject to all legal restrictions that the debtor State may place upon the execution of the bonds. By appealing exclusively to nationals for the subscription of the bonds, the State preserved the right to reduce them in case of public necessity. To such risks foreigners who acquired the bonds have submitted themselves in advance (...)” (Des Conséquences de l’Inexécution des Engagements Pris par les Gouvernements Relativement au Paiement de leur Dette Publique. **Revue de Droit Internationale**, Bruxelles, vol. I, 1869, p. 278).

⁴⁴ ZITELMANN, E. **Der Canevaro Streitfall zwischen Italien und Peru: Schiedsspruch vom 3. Mai 1912 auf Grund des Schiedsvergleichs vom 25. April 1910**. Munique, Leipzig: Duncker und Humblot, 1914, p. 236.

⁴⁵ WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 75.

⁴⁶ Cf. BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 75-80.

⁴⁷ Em sentido contrário, “(...) la monnaie dans laquelle est exprimée cette dette externe est un critère beaucoup plus important et significatif que celui de la résidence du créancier. Si des pays comme les Etats-Unis ou la France ont des dettes publiques externes élevées et croissantes, au point que la vente de dettes est devenue leur principal produit d’exportation, ce phénomène n’est guère préoccupant, sur le plan juridique, cela s’entend, dans la mesure où ils se sont endettés dans leur propre monnaie sur laquelle ils gardent un contrôle total (...). Ce sont les créanciers étrangers qui sont ici exposés au risque de souveraineté que leur fait courir l’Etat débiteur; celui-ci, en tant que souverain monétaire, aura la capacité d’altérer les obligations financières qu’il aura souscrites en tant que cocontractant. *Res perit creditori*.” (CARREAU, D. Rapport du Directeur d’Etudes de La Section de Langue Française du Centre. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 5).

O lugar de contração do crédito pelo Estado é, assim, comumente utilizado como definição do caráter interno ou externo da dívida pública. É um critério que encontra ampla aceitação jurídica, tanto pela referida decisão do caso Canevaro como em análises doutrinárias.⁴⁸ É, ainda, o aspecto distintivo adotado por instituições internacionais, que partem dele para classificar a dívida, pois consideram que o local de emissão permite identificar o endividamento perante residentes ou não residentes, com o que se consolidam as informações sobre as transferências para o exterior.⁴⁹ Este ponto de vista condiz, desse modo, com as interpretações econômicas do problema da transferência, que se preocupa em identificar a transferência de recursos internos para outros países e com as vulnerabilidades decorrentes da dívida em moeda estrangeira. Mas esta associação imediata entre o local de emissão e a residência é um critério que não passa imune a críticas, e a razão para isso é que há consideráveis dificuldades práticas para aplicá-lo.

Se o local de emissão permitiria apontar qual parte da dívida é assumida perante residentes e qual parte se deu perante não residentes, nem sempre são suficientes as informações que permitam identificar o efetivo detentor de títulos públicos negociáveis.⁵⁰ Os dados sobre a composição dos investidores em títulos públicos são apenas ocasionalmente conhecidos, com o que nem sempre é possível obter

⁴⁸ Ver, por exemplo, LAPATZA, J. J. **Curso de Derecho Financiero Español**. 23. ed. Madrid: Marcial Pons, 2003, vol. 1, p. 248; BALEEIRO, A. **Uma Introdução à Ciência das Finanças**. Rio de Janeiro: Forense, 1981, p. TEIXEIRA RIBEIRO, J. J. **Lições de Finanças Públicas**. 5. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1997, p. 187. Ainda, “[a]n external bond may be considered as an obligation contracted with a foreign lender to be paid either in foreign or in local currency, and originally issued in a foreign country. Even if part or all of these securities should later be repurchased by natives of the borrowing country, they still remain external obligations” (MADDEN, J.; NADLER, M. **Foreign Securities: Public and Mortgage Bank Bonds – an Analysis of the Financial, Legal and Political Factors**. Nova Iorque: The Ronald Press Company, 1929, p. 142).

⁴⁹ Essa é a definição da dívida externa total (incluindo, portanto, a dívida pública e a privada) no *Debt Guide*: “[g]ross external debt, at any given time, is the outstanding amount of those actual current, and not contingent, liabilities that require payment(s) of principal and/or interest by the debtor at some point(s) in the future and that are owed to nonresidents by residents of an economy (FMI. **Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 3).

⁵⁰ Em estudo recente, o Fundo concluiu que, “[u]nlike bilateral, multilateral or banking loans, neither issuers nor other data gatherers publish comprehensive decompositions of commercial investors in EM [emerging market] sovereign debt. Some sovereigns have needed and compiled such information sporadically, for example, in the contexts of voluntary debt swaps or distressed debt restructurings, but the full composition of commercial investors in EM debt is rarely known. *The problem is particularly severe for external debt*. (FMI. **Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues**. Washington, D.C.: FMI, 2006, p. 95. Grifei).

informações seguras, após a emissão da dívida, sobre o efetivo detentor do direito de crédito contra o Estado. Em um cenário nos quais esses direitos são transferidos no mercado secundário, a dívida de emissão local não se identifica mais necessariamente com o residente subscritor, assim como a obrigação de emissão externa, apesar de sua subscrição inicial por não residentes, pode ter sido transferida para residentes. Ainda que se reconheça a importância de separar o crédito obtido por este ou aquele grupo, a experiência concreta é falha nesse sentido e tem sido apenas possível em países nos quais o nível da dívida negociável é insignificante.⁵¹ Se o objetivo do conceito de dívida externa é identificar a transferência de recursos nacionais para não residentes, ele apresenta, assim, falhas importantes.

Por outro lado, a distinção tem sido atacada também por seus fundamentos econômicos. O seu interesse estaria em evidenciar a vulnerabilidade econômica de determinada economia nacional a uma dívida assumida em moeda estrangeira e que, por definição, não é controlada pelo Estado. A impossibilidade de impressão da moeda estrangeira pelo país devedor como elemento que define o risco a que fica sujeita a economia nacional endividada perante credores externos e em moeda estrangeira também tem sido objeto de escrutínio mais atento. Uma análise mais esmiuçada identifica estas vulnerabilidades não apenas com o poder de emissão da moeda, mas com outros fatores, tais como os desalinhamentos cambiais e debilidades nos prazos de maturação da dívida, mais do que propriamente ao caráter externo do endividamento. Assim, países com dívida externa em moeda doméstica de longo prazo seriam menos vulneráveis a crises financeiras do que países com dívida interna em moeda estrangeira de curto prazo.⁵²

Estas debilidades classificatórias têm conduzido à busca de outros critérios de apreciação, sem que, no entanto, o local de emissão perca completamente sua relevância. Em vez, porém, de apontá-lo como sinal da presença de credores residentes ou não residentes, o local de emissão permitiria identificar a lei aplicável à operação de crédito, qualificando-a como externa se regida pela lei estrangeira, ou interna se regida pela lei nacional. O problema se deslocaria das preocupações econômicas com a transferência da poupança interna para o exterior e com os riscos cambiais e se traduziria em termos eminentemente jurídicos.⁵³

⁵¹ Para análises de caso, ver BORENSZTEIN, E.; LEVY YEYATI, E.; PANIZZA, U. **Vivir con Deuda: Como Contener los Riesgos del Endeudamiento Público**. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2007, p. 20-21.

⁵² Cf. PANIZZA, U. Domestic and External Public Debt in Developing Countries. **UNCTAD Discussion Papers**, Genebra, n. 188, mar. 2008.

⁵³ É o conceito adotado, por exemplo, em COWAN *et al.* **Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts**. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2006.

De um lado, esta classificação procura superar as dificuldades concretas para determinar quem são, de fato, os credores do Estado.⁵⁴ A fragilidade da identificação dos titulares do crédito como residentes ou não residentes não seria, assim, um problema *per se*, dado seu sentido econômico, mas necessitaria ser ultrapassada apenas pela impossibilidade prática da identificação destes credores. Há, no entanto, outros fundamentos para adotar o critério classificatório da lei aplicável, os quais se conectam com os atuais contextos jurídicos de reestruturação da dívida pública. Para isso, no entanto, se tem muitas vezes preferido falar em *dívida internacional* a falar em *dívida externa*.⁵⁵ A dívida internacional se refere àquela emitida em mercados internacionais e regida sob a lei estrangeira, ao passo que o termo dívida externa, mais tradicional, continua a ser mais frequentemente usado para se referir à dívida emitida no exterior para não residentes.⁵⁶

A emissão de dívida pública em praças internacionais sob a regência de lei estrangeira é um tema fundamental para compreender os atuais cenários institucionais em que operam os processos de reestruturação da dívida pública, em que a definição dos instrumentos de endividamento como internacionais ou domésticos determina a lei aplicável para a solução de controvérsias. A distinção entre títulos públicos internacionais ou domésticos tampouco tem a ver com a moeda em que são denominados, da mesma forma como a moeda, como exposto acima, não determina necessariamente se a dívida pública é interna ou externa. Frequentemente, no entanto, os títulos internacionais são denominados em moeda estrangeira, e os domésticos em moeda nacional ou estrangeira. No caso da dívida pública expressa em títulos internacionais lançados em moeda distinta daquela do local da emissão fala-se, também, em “eurotítulos” (*eurobonds*), que têm este nome por serem geralmente emitidos sob a jurisdição de um Estado europeu (tais como o Reino Unido, a Alemanha ou Luxemburgo), sem que, no entanto, requeiram a circunscrição geográfica a um mercado europeu, apesar do que a denominação

⁵⁴ Esta abordagem pragmática é seguida por PANIZZA, U. Domestic and External Public Debt in Developing Countries. **UNCTAD Discussion Papers**, Genebra, n. 188, mar. 2008, p. 5.

⁵⁵ PANIZZA, U; STURZENEGGER, F.; ZETTELEMYER, J. International Government Debt. **UNCTAD Discussion Papers**, Genebra, n. 199, jun. 2010.

⁵⁶ Apesar destas distinções, é possível encontrar conceituações de dívida externa que consideram as suas características mais frequentes, apesar do conceito ser apenas imperfeitamente generalizável. A confluência de todas as características acima numa única definição é o que se encontra no importante trabalho de WAIBEL, M: “[o]rdinarily, sovereign debt is divided into internal and external debt, though the boundary between the two is becoming increasingly blurred. External debt is expressed in foreign currency, typically payable abroad, governed by some external law and subject to the jurisdiction of external courts” (**Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 13).

sugere. De acordo com a moeda em que são emitidos, encontram-se referências também a “eurodólares” (títulos em dólar lançados fora do território dos Estados Unidos) e a “euroienes” (títulos em iene lançados fora do território do Japão).

A dívida internacional é regida por múltiplas ordens jurídicas internas, além do direito internacional aplicável. A propósito dos direitos nacionais, são mais frequentes a lei nova-iorquina e a inglesa, ainda que, mais recentemente, a lei de Luxemburgo (em sua maior parte aplicável aos “títulos Brady”, emitidos no contexto do plano Brady para a reestruturação da dívida de países da América Latina nas décadas de 1980 e 1990), da Alemanha e, no caso do *default* argentino, do Japão e da Itália desempenhem papel de alguma importância.⁵⁷ Os cenários atualmente cogitados para aperfeiçoar o ambiente institucional de reestruturação da dívida pública procuram lidar com tamanha diversidade de jurisdições, que amplifica os instrumentos de ação de credores insatisfeitos sem que se favoreçam, de outro lado, mecanismos de coordenação de interesses.

1.2.1. Quanto aos credores

Será o estatuto jurídico das partes contratantes que determinará o direito aplicável aos empréstimos públicos. Definida a dívida pública como aquela assumida pelo Estado, o polo passivo da relação jurídica será ocupado por ele ou alguma de suas manifestações regionais ou descentralizadas, bem como eventuais entidades do setor privado cujos débitos possam ser de alguma forma atribuídos ao Estado. Assim presente um *devedor*, cabe classificar as categorias de *credores*.

Os credores externos do Estado apresentam-se em diversas formas e distinguem-se, principalmente, quanto a seu caráter público (organizações internacionais e outros Estados ou algum de seus entes) ou privado (bancos comerciais e outros credores privados), sejam estes últimos, pessoas físicas ou jurídicas. A presença de determinada espécie de credor no polo ativo da relação jurídica influencia a definição da instituição competente para a solução de eventuais controvérsias com o Estado devedor, ainda que o exercício de sua competência não exclua a de outras instituições, tais como órgãos jurisdicionais nacionais e tribunais arbitrais. Quando se fala em instituição competente para cada modalidade de dívida, o que se quer dizer é que há instituições de conformação específica para lidar com casos de seu inadimplemento, mesmo que muitas delas se superponham e o cenário global de reestruturação da dívida pública se caracterize pela superposição de instituições atuantes.

⁵⁷ STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Has the Legal Threat to Sovereign Debt Restructuring Become Real?** Buenos Aires: Centro de Investigación y Finanzas, 2006, p. 13-14.

Conforme o credor que se apresente ao Estado, fala-se em *dívida multilateral*, *dívida bilateral*, *dívida sindicada* e *dívida mobiliária*.⁵⁸ Outras formas de dívida pública eventualmente mencionadas como modalidades da dívida externa, tais como os passivos decorrentes de condenações judiciais internacionais, não serão aqui abordadas por não terem fundamentos eminentemente financeiros, isto é, por não decorrem de operações de crédito.⁵⁹

A *dívida multilateral* é aquela assumida perante organizações internacionais, sejam elas instituições de vocação global ou regional. Exemplo das primeiras é a dívida de um Estado junto ao FMI ou ao Banco Mundial, e exemplo das segundas é a dívida de Estados europeus junto a instituições comunitárias tais como o Banco de Investimentos Europeu (EIB, da sigla em inglês para *European Investment Bank*) ou o Banco Central Europeu. Pode-se dizer que as organizações internacionais contribuíram para a ampliação subjetiva dos tipos de operações públicas de crédito. Se, tipicamente, eram os Estados e os bancos os atores que se envolviam predominantemente em empréstimos assim qualificados, a maior necessidade de financiamento internacional e a crescente interdependência entre os Estados promoveu a ampliação da categoria dos credores para outros sujeitos, entre os quais se destacam as organizações internacionais.⁶⁰ Estas instituições contam com seus próprios mecanismos de resolução de conflitos caso os pagamentos sejam descontinuados, ainda que, tradicionalmente, a dívida pública perante instituições supranacionais não seja, tipicamente, objeto de reestruturação. Este tema será explorado adiante.

A *dívida bilateral*, também referida como dívida oficial, é a dívida do Estado tomada junto a outros Estados. Compõem este tipo de dívida pública também aquela obtida pelo Estado perante um ente interno de outro Estado, tal como seu banco central. Na hipótese de inadimplemento da dívida oficial, os procedimentos de negociação se dão de forma bilateral ou multilateral. Neste segundo caso, as negociações ocorrem também no interior de alguma moldura também multilateral. As regras de ação são determinadas pelos sistemas de funcionamento próprios de cada uma destas instâncias, ora mais estáveis, ora constituídas *ad hoc*, que se apresentam

⁵⁸ A nomenclatura é, novamente aqui, variável. Optou-se pela referência aos termos *multilateral debt*, *bilateral debt*, *syndicated debt* e *bonded debt*. Encontram-se, porém, outras denominações, as quais serão mencionadas oportunamente.

⁵⁹ Uma tipologia mais abrangente do que a pretendida por este trabalho pode ser encontrada em INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION. The Hague Conference. **State insolvency: options for the way forward**, 2010, p. 9.

⁶⁰ ESPINOSA DE LOS MONTEROS, R. La Deuda Externa. In: MARÓN, J. (coord.). **Globalización, Deuda Externa y Exigencias de Justicia Social**. Madrid: Universidad Internacional de Andalucía/Akal, 2003, p. 160-161.

sob a forma de consórcios de ajuda (*aid consortia*) ou clubes de credores.⁶¹ Ambos se diferenciam, no entanto, pelo fato de que os consórcios não se destinam a cuidar do tema da dívida pública com exclusividade, ao passo que os clubes de credores são especificamente destinados a este fim. Desde sua fundação em 1956, o Clube de Paris, que apenas vagamente poderia ser descrito como uma organização em sentido formal, orienta a maior parte das reestruturações da dívida bilateral.

A dívida sindicada, que é aquela assumida com bancos comerciais, é usualmente tomada junto a consórcios bancários (de maneira que o risco de *default* se distribui entre diversos emprestadores), e por isso os empréstimos que a constituem são categorizados como sindicados (*syndicated loans*). Este crédito pode ser posteriormente transferido para instituições não bancárias, como *hedge funds*, ou alienado para sociedades de propósito específico, com o que se procede a sua securitização.⁶²

Esta modalidade da dívida externa apresenta algumas diferenças com relação às anteriores. Tanto a dívida bilateral como a multilateral podem ser concedidas por critérios que não se deixam compreender apenas por sua motivação econômica. As relações financeiras entre os Estados são guiadas pelo crivo político, e os empréstimos concedidos por organizações internacionais tampouco escapam a esta lógica. Isto não significa que estejam ausentes interesses de retorno financeiro, mas apenas que estes não são sempre determinantes e, sendo capazes de influenciar o curso da política econômica do Estado tomador, os credores públicos têm à sua disposição instrumental político para garantir o pagamento dos compromissos assumidos. No caso das organizações internacionais, as políticas de ajuste macroeconômico tidas como condição para a concessão dos empréstimos (as chamadas *condicionalidades*) são exemplos disso. Os bancos comerciais, no entanto,

⁶¹ HUDES, K. Coordination of Paris and London Club Reschedulings. In: BRADLOW, D (coord.). **International Borrowing: Negotiating and Structuring International Debt Transactions**. 2. ed. Washington, D.C.: International Law Institute, 1986, p. 451.

⁶² A securitização da dívida pública é fenômeno recente. Sua origem retoma o modelo de securitização de empréstimos iniciada, em 1970, com a emissão, pela *Government National Mortgage Association* (GNMA, ou Ginnie Mae), um órgão federal dos Estados Unidos, de títulos negociáveis baseados em hipotecas residenciais seguradas pela *Federal Housing Administration* ou *Veterans Administration*. Assim, a GNMA, em atuação conjunta com a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae) ou a *Federal Home Loan Mortgage Corporation* (Freddie Mac), adquiria empréstimos altamente seguros emitidos por instituições financeiras e os centralizava em algum título. A partir do plano Brady, na década de 1980, passou-se a fazer o mesmo com a dívida pública, organizando-se partes da dívida pública em conjuntos (*pool of loans*) que serviram de base para a emissão de títulos securitizados, os “títulos Brady” (*Brady bonds* ou *exit bonds*). Ver SARKAR, R. **Development Law and International Finance**. 2. ed. Haia: Kluwer Law International, 2002, p. 156.

não dispõem dos mesmos instrumentos de ação política. Por isso a dívida sindicada costuma ser orientada por motivos estritamente econômicos, relacionados à confiabilidade do tomador do empréstimo e às expectativas de retorno de capital.⁶³ A ideia do risco do crédito adquire considerável importância para a decisão da instituição financeira, e ela não significa outra coisa senão o risco de descumprimento das obrigações por uma contraparte,⁶⁴ desdobrando-se, no caso da dívida pública, no risco-país,⁶⁵ mais amplo por considerar o risco de crédito do governo e das entidades privadas, e no risco-soberano, mais restrito por incluir apenas o risco proveniente de decisões do governo.

Os financiadores privados se organizaram, no passado, em associações de credores para negociar com o Estado, tais como a *Corporation of Foreign Bondholders* (CFB, desde 1868, já extinto) e o *Foreign Bondholders Protective Council* (FBPC, desde 1933). Somente desde meados da década de 1970, no entanto, é que os bancos comerciais passaram a formar organizações próprias, que estabeleceram procedimentos para lidar com a rotina das reestruturações. Neste âmbito, os comitês consultivos dos consórcios bancários (*Advisory Committee of Syndicates*) assumem, com frequência, a liderança das negociações. Outras associações fornecem serviços de inteligência para estes processos. As informações fornecidas por esses serviços são importantes porque instituições multilaterais como o FMI, apesar de possuírem dados bastante abrangentes sobre a situação econômica do país em crise, os

⁶³ MEGLIANI, M. **Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation**. Heidelberg: Springer, 2015, p. 165.

⁶⁴ Desde o primeiro acordo de Basileia (Basileia I) para firmar parâmetros de cooperação internacional em matéria de regulação bancária, no âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS), estabeleceram-se requerimentos de capital de maneira a assegurar maior liquidez para os bancos em eventuais crises, e assim interromper a erosão dos ativos frente ao risco de crédito. Os acordos de Basileia (I, II e III) introduziram critérios de mensuração desta forma de risco, tornando sua apreciação mais objetiva para os bancos sistemicamente importantes. Cf. BIS. Basel Committee on Banking Supervision. **A Brief History of the Basel Committee**, Basileia, 2013, p. 1-9; BIS. Basel Committee on Banking Supervision. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**, Basileia, 1988. Sobre as lacunas de regulação do risco país e eventuais distorções decorrentes de sua sub-apreciação, ver LOCHAGIN, G. Basel Agreements and the Myth of Risk-Free Sovereigns. In: KIERKEGAARD, S. (Org.). **Information Ethics and Security: Future of International World Time**. Copenhagen: IAITL, 2014, p. 576-586.

⁶⁵ O risco país é definido por P. Nagy como a “exposição a perdas em empréstimos transfronteiriços causadas por acontecimentos em um determinado país que estão – ao menos em parte – sob controle do governo, mas definitivamente fora do controle de uma empresa privada ou de um indivíduo (**Country Risk: How to Assess, Quantify and Monitor It**. Londres: Euromoney Publications, 1984. Tradução livre).

podem manter em sigilo. Daí a necessidade de que os bancos comerciais desenvolvessem seus próprios centros de análise e investigações para renegociar a dívida sindicada. É o caso do *Institute of International Finance* (IIF), sediado em Washington e criado em resposta à crise da dívida latino-americana da década de 1980.⁶⁶ O *locus* das negociações é o Clube de Londres (1976), em que dialogam os bancos comerciais e os Estados devedores segundo os procedimentos previstos para cada caso. O Clube de Londres é uma organização criada segundo os moldes informais do Clube de Paris. Seu funcionamento é *ad hoc* e, com a multiplicação de consórcios bancários, desempenha a tarefa importante de harmonizar os procedimentos de negociação.⁶⁷

Ao lado dos empréstimos de bancos comerciais, outra fonte de obtenção de crédito privado pelo Estado é a emissão de títulos públicos internacionais. A *dívida mobiliária* internacional, deste modo, se expressa nos títulos públicos emitidos em jurisdições estrangeiras e que, caso sejam transferíveis, podem ser igualmente objeto de operações financeiras subsequentes a cargo dos subscritores da oferta inicial. A dívida em títulos representa, hoje, o principal canal de empréstimos ao Estado. Parte deste crescimento se deve ao fato de que, em comparação com a dívida sindicada, os títulos apresentam algumas vantagens: normalmente são negociáveis, têm prazos maiores de maturidade e as cláusulas contratuais são menos restritivas. Há, no entanto, vulnerabilidades que decorrem desta forma de endividamento, entre as quais se destacam a falta de uma perspectiva de longo prazo na relação entre o devedor e os credores e o rápido desinvestimento diante da percepção de dificuldades de pagamentos.⁶⁸

Não faz muito que a dívida em títulos era excluída de processos de reestruturação, com o objetivo de preservar a confiança dos investidores nos mercados financeiros, não afetar a continuidade do acesso do Estado devedor a fontes externas de financiamento e para proteger o pequeno investidor, como aquele que adquire títulos públicos com suas aplicações em fundos de pensão. Com o crescimento do endividamento pela via mobiliária estas justificativas foram fragilizadas, e a redefinição dos termos de pagamento de títulos públicos voltou a ser um tema presente na agenda financeira internacional. Ao contrário dos outros casos, porém, a dívida

⁶⁶ PARKINSON, F. Some Legal and Institutional Aspects of the Debt Crisis. *In*: BUTLER, W. **International Law and the International System**. Dordrecht: Martinus Nijhoff, 1987, p. 157.

⁶⁷ Ver MEETARBHAN, M. Vers un Droit International de la Dette Extérieure? *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 529.

⁶⁸ MEGLIANI, M. **Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation**. Heidelberg: Springer, 2015, p. 205-206.

mobiliária não conta com uma instituição específica destinada a dirimir os conflitos que decorram da interrupção ou da redefinição dos termos de pagamento. Este é um dos pontos mais frágeis da atual arquitetura financeira internacional da dívida pública, por ser a dívida em títulos a parcela mais numerosa, diversificada e complexa da dívida pública internacional; é na dívida em títulos que os problemas de coordenação de interesses ficam mais evidentes.

1.2.2. Quanto às garantias

A proteção contra o risco da suspensão dos pagamentos faz com que, de forma semelhante aos empréstimos internos, estejam presentes, nos contratos de empréstimos públicos contraídos no exterior, garantias em benefício do credor, sob a forma de bens (garantias reais) ou sob a forma de obrigações assumidas por terceiros no caso de interrupção dos pagamentos pelo Estado contratante (garantias pessoais). Estas garantias não são elementos essenciais dos contratos de empréstimos públicos, mas são recorrentes, ainda que sob cláusulas-padrão que pouco especifiquem o fundamento da garantia. Entre os empréstimos garantidos, porém, a linguagem comum das operações de crédito internacionais costuma se referir àqueles que não contam com garantias (*unsecured debt*), e, do lado oposto, àqueles que ou são segurados (*secured loans*) ou garantidos (*guaranteed loans*) conforme contem, respectivamente, com garantias reais ou pessoais.⁶⁹ A qualificação jurídica de terceiros nas relações jurídicas do Estado depende da adequada distinção de ambas as categorias.

A continuidade da existência do Estado, que depende do prosseguimento dos meios materiais à disposição para o cumprimento de suas funções, e a imunidade de jurisdição, seja mais ampla ou mais restrita, lhe conferem alguma forma de *beneficium competentiae*.⁷⁰ Com fundamento na preservação do interesse público, o patrimônio do Estado é preservado, de alguma forma, da execução forçada. A questão que aqui se coloca, porém, não é a extensão da imunidade à execução dos bens do Estado, mas a designação voluntária de uma determinada parcela de seu patrimônio para fortalecer a confiança no cumprimento dos contratos. Estas garantias reais, cuja executabilidade específica é restringida no âmbito internacional pela soberania do Estado sobre a própria atividade financeira, indicam que uma

⁶⁹ Cf. BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 81-111.

⁷⁰ O abrandamento do direito de crédito, que se desenvolve no contexto de humanização do direito romano, passa a significar, no direito pós-clássico, a exclusão de alguns bens da execução patrimonial, de forma a garantir as condições mínimas de existência do devedor (ver POVEDA VELASCO, I. M. Algumas Considerações a Respeito do Beneficium Competentiae. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, vol. 91, 1996).

parte do patrimônio público será colocada a salvo do seu discricionário poder de gastar. Dito de outra forma, as garantias reais significam que uma parte dos recursos públicos será, por previsão contratual, destinada exclusivamente ao serviço da dívida.

Há registro de casos em que a totalidade das receitas, propriedades e domínios do Estado foi oferecida como garantia do empréstimo.⁷¹ Cautelas desta magnitude são historicamente interpretadas por Manes como a condição para realizar as primeiras operações em mercados financeiros nos quais o Estado ainda não goza de confiança.⁷² Estas declarações contratuais enfáticas, porém, não costumam ser senão manifestações políticas de boas intenções, ou a afirmação de um compromisso amplo com o pagamento da dívida com todas as receitas de Estado, a tal ponto que nenhuma outra especificação seria necessária. Outras experiências comuns num passado anterior ao desenvolvimento das economias capitalistas também soariam exóticas: para conferir maior solidez a empréstimos que, de outra forma, seriam assegurados apenas *in verbo regio*, eram oferecidas em garantia o patrimônio pessoal do soberano, como as joias reais, o que exprimia a indistinção entre o crédito público e o crédito pessoal do monarca.⁷³ Citam-se ainda cidades inteiras oferecidas como segurança do empréstimo, entre as quais se destaca a cidade italiana de Assis, que serviu de garantia a um empréstimo papal da segunda metade do século XV.⁷⁴

Estas formas de submissão total de bens do Estado ao poder de particulares são anacrônicas em razão da indisponibilidade dos bens afetados ao serviço público. Outros instrumentos garantidores do cumprimento dos contratos se desenvolveram, tais como os direitos reais sobre bens públicos desafetados. É o caso incomum da hipoteca sobre imóveis do Estado⁷⁵ ou o oferecimento da propriedade

⁷¹ São os casos dos empréstimos grego de 1833, que estipulava “as guaranty and as a general mortgage of the present loan, all the property and revenues of the State” e peruano de 1823, pelo qual “all the revenues of Peru are (...) declared to be generally mortgaged and pledged for the payment of the principal and interest of the loan”. Estes e outros casos são referidos em BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 82.

⁷² **Staatsbankrotte: Wirtschaftliche und Rechtliche Betrachtungen**. 2. ed. Berlim: Verlag Von Karl Siegismund, 1919, p. 164.

⁷³ NYS, E. Le Crédit et les Emprunts au Moyen Âge. **Revue de Droit International et de Legislation Comparée**, Bruxelas, vol. 29, 1897, p. 443.

⁷⁴ GEFROY, A. **Études Italiennes**. Paris: Armand Colin, 1898, p. 10.

⁷⁵ São alguns exemplos a hipoteca sobre a propriedade do quediava em favor de empréstimos concedidos no interesse do estado egípcio, com a intermediação do Banco da Inglaterra (1870 e 1877); a propriedade provincial de Buenos Aires dada em garantia a seus empréstimos externos de 1926 e 1928; e as garantias reais sobre a propriedade da Liga de Danzig, em 1925

estatal tangível como garantia da dívida pública, à qual já recorreram, por exemplo, tanto o governo brasileiro como o governo estadual de São Paulo quando ofereceram sacas de café para garantir os empréstimos obtidos nos bancos ingleses a partir da década de 1920.⁷⁶ O acesso direto às propriedades estatais é, no entanto, uma exceção, além de certa desvantagem. Como o serviço da dívida não se faz todo de uma vez e é desembolsado em períodos contínuos e determinados, as garantias ligadas a um fluxo ordinário e constante de recursos confeririam maior segurança ao credor do que aquelas que se prendessem exclusivamente a determinados bens. Sob estas circunstâncias, os direitos reais de garantia sobre os bens do Estado não se prestam tão eficientemente para inspirar a confiança desejada para a obtenção do crédito quanto outras, atreladas à entrada contínua de recursos no erário.⁷⁷ Por esta razão, a *afetação especial de receitas públicas* é a forma preferencial de garantia real da dívida pública.

Esta afetação se distingue em dois tipos, ambos voltados a garantir os empréstimos do Estado: a designação de determinadas fontes de receitas aos credores, que passam a percebê-las diretamente; ou a constituição de fundos para o serviço da dívida, aos quais se destina o produto da arrecadação de determinadas receitas a eles vinculadas. Estes casos constituem, respectivamente, *garantias reais diretas* ou *indiretas*.

Em alguns casos, este compromisso expresso em garantias de destinação de receitas públicas é estabelecido na própria Constituição do Estado, como se vê na lei fundamental espanhola, a qual não chega a especificar, porém, quais receitas serão destinadas ao pagamento da dívida pública.⁷⁸ Entre as afetações diretas estão as fontes de receitas patrimoniais do Estado, como o seu patrimônio natural ou suas receitas comerciais e industriais, ou ainda a delegação parcial ou total de suas receitas fiscais, que servem de base ao crédito externo. Quanto às receitas patrimoniais, há diversos exemplos de atividades de exploração de bens monopolizados pelo Estado que serviram de cautela para o crédito governamental.⁷⁹ No caso dos

(BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 84).

⁷⁶ LIPPERT, G. **Handbuch des Internationalen Finanzrechts**. 2. ed. Viena: Verlag der Österreichischen Staatsdruckerei, 1928, p. 986.

⁷⁷ JÈZE, G. **La Garantie des Emprunts Publics d'Etat**. Paris: Hachette, 1926, p. 156 e seguintes.

⁷⁸ O art. 135. 3 da Constituição espanhola estabelece que “[l]os créditos para satisfacer los intereses y el capital de la deuda pública de las Administraciones se entenderán siempre incluidos en el estado de gastos de sus presupuestos y su pago gozará de prioridad absoluta.”

⁷⁹ O caso mais emblemático citado por Borchard é o da dívida pública peruana até o início do século passado, a qual dependia quase que exclusivamente das reservas de guano dadas em garantia (BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 86).

monopólios estatais, de empresas públicas ou de direitos aduaneiros dados como garantias diretas, ocorre a coleta imediata, pelos credores, das rendas obtidas nestas atividades, sem a intermediação do Estado devedor. Quanto ao segundo caso, das receitas derivadas, é possível cogitar da delegação de uma parte ou do todo das receitas que o Estado obtém por meio de seu poder de império, isto é, pelo exercício do poder de tributar, aos credores estrangeiros, que passam a se encarregar da atividade fiscal. Exemplo notório de oferecimento das receitas tributárias como garantia real da dívida foi o órgão controlado por credores europeus e em atividade no território do Império Otomano desde 1881 até a sua dissolução em 1924. Conhecido como Administração da Dívida Pública Otomana (OPDA, da sigla para *Ottoman Public Debt Administration*), este órgão privado era responsável pela atividade arrecadatória e definia a destinação dos recursos ao pagamento de credores externos.⁸⁰ Este procedimento, ainda que seja efetivo se for considerado exclusivamente seu objetivo de assegurar o adimplemento das obrigações financeiras do Estado, esbarra nas ideias de soberania e de dignidade nacional, e por isso é raro.

A constituição de fundos públicos especiais é a possibilidade mais comum de oferecer garantias reais, contem ou não com personalidade jurídica própria.⁸¹ Caso este fundo seja uma pessoa jurídica com autonomia decisória, pode-se pretender que haverá uma maior credibilidade à garantia oferecida. O problema internacional levantado por esta maneira de vincular as receitas públicas ao serviço da dívida é que, ainda nestes casos em que se estabelece uma organização particular autônoma voltada a este fim, o efetivo cumprimento da promessa de assegurar os recursos é mais importante do que a existência formal de um ente despersonalizado. Assim, como afirmava Jèze, os instrumentos de controle do funcionamento dos caixas da dívida, cuja confiabilidade adviria da presença supervisora de representantes dos credores estrangeiros, são a forma mais eficaz de fazer com que os fundos atendam à finalidade para a qual foram criados. A falha deste sistema é que esta forma de intervenção política em assuntos internos envolve uma ideia de subordinação que implica, necessariamente, uma redução da independência política do Estado.⁸² Na segurança contratual dada à dívida pública está presente, portanto, um elemento de decisão

⁸⁰ MEGLIANI, M. **Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation**. Heidelberg: Springer, 2015, p. 71.

⁸¹ A possibilidade de que os fundos contem com personalidade jurídica própria depende largamente do direito positivo financeiro interno, bem como de suas características constitutivas. Ver CONTI, J. M. **Federalismo Fiscal e Fundos de Participação**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2001, p. 77 e seguintes.

⁸² JÈZE, G. **La Garantie des Emprunts Publics d'Etat**. Paris: Hachette, 1926, p. 160-1, onde se lê que “[i]l y a là une situation difficilement conciliable avec l'idée que l'on se fait actuellement de l'organisation politique. L'intervention des représentants des créanciers, en particulier

política ao qual o Estado deve aderir de forma constante caso pretenda atribuir efetividade à garantia formalmente oferecida. As formas jurídicas não conseguem, neste caso, conferir a pretendida estabilidade às relações financeiras internacionais sem um compromisso político estável de que a garantia será cumprida.

Mesmo a presença formal de garantias reais nos contratos de empréstimos internacionais não elimina, portanto, o risco de que este componente político, variável à conformação das forças no âmbito interno do Estado, desestabilize a continuidade dos pagamentos. Isto não significa que a previsão de direitos reais e afetação de receitas não tenham efeitos próprios, pois indicam o reconhecimento pelo Estado das obrigações assumidas e do propósito específico de vincular recursos, cujo desvio de finalidade pode implicar o reconhecimento da responsabilidade internacional do Estado e as consequências patrimoniais decorrentes.⁸³ Esta solução, porém, nem sempre é satisfatória quanto aos seus efeitos mais concretos. Algum credor mais pragmático, preocupado com o recebimento de seus pagamentos e com desprezo para algum tipo de eficácia jurídica mais abstrata, teria a percepção de que as garantias reais da dívida pública “não valem o papel onde estão escritas”.⁸⁴ A isto se somam as insuficiências dos mecanismos decisórios e sancionatórios no âmbito internacional, cuja eficácia não se estenderia ao reconhecimento de uma obrigação de fazer do Estado – a obrigação de afetar suas receitas – diretamente atrelada a sua soberania financeira e aos procedimentos administrativos e legislativos interno, mas tão-somente ao reconhecimento de uma obrigação de pagar. A insuficiência da previsão de garantias reais não elimina, portanto, a questão jurídica internacional mais ampla de definir os mecanismos de resolução do inadimplemento da dívida pública.

De outro lado, as garantias pessoais se caracterizam como aquelas conferidas por um ou mais Estados em benefício de outro ente soberano com crédito mais fraco, ou como a responsabilidade solidária de mais de um Estado pelo pagamento de determinada obrigação financeira. No primeiro caso, se trata de uma ajuda financeira indireta que permite ao Estado garantido obter empréstimos em condições mais favoráveis, tais como taxas de juros menores; no segundo, que se identifica com as raras ocorrências de empréstimos públicos conjuntos, a solidariedade

des créanciers étrangers, avec pouvoir de mettre en échec les autorités de l'Etat dans la disposition des revenus publics, entraîne une subordination politique qui semble intolérable et qu'un Etat moderne ne subit que contraint et forcé” (grifo do autor).

⁸³ BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 94.

⁸⁴ O comentário se encontra em LEWIS, C. **America's Stake in International Investments**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1938, p. 417.

passiva permite aos credores reclamar o pagamento do principal ou dos juros a qualquer um dos Estados tomadores. Se, por um lado, as garantias pessoais podem ter o efeito de reforçar o crédito de Estado, por outro este reforço conferido por uma terceira parte tampouco escapa de suas condicionantes políticas. A decisão de garantir o empréstimo de outro Estado não é puramente econômica; ao contrário, ela se baseia nas relações estratégicas entre o ente garantido e o ente garantidor, o que pode ocorrer por razões que variam desde o interesse na estabilidade política do beneficiário até a formação e manutenção de alianças militares.⁸⁵

As garantias pessoais são estabelecidas direta ou indiretamente por tratados internacionais. Um primeiro tipo é *garantia pessoal unilateral*, por meio da qual um ou mais Estados garantidores concordam em conceder uma garantia não recíproca ao Estado beneficiário. Neste caso, se houver mais de um Estado garantidor fala-se em garantia unilateral coletiva. Outra forma é a *garantia pessoal recíproca*, que cria obrigações mútuas entre as partes, que são concomitantemente garantidoras e garantidas umas em relação às outras.⁸⁶ É preciso ainda diferenciar garantias pessoais efetivas de pseudo-garantias, ou meras garantias morais, que não chegam a criar obrigações jurídicas ao Estado garantidor. Neste caso, a eventualidade do default da dívida pública não aponta para a responsabilidade de um terceiro soberano, que apenas manifestaram no tratado de garantia sua confiança de que o Estado garantido cumprirá os termos do contrato. O engajamento moral reduz a garantia pessoal a um mínimo de relevância jurídica, e geralmente significa que o compromisso do garante se restringe a apoiar os credores no caso de suspensão dos pagamentos pelo devedor.⁸⁷ Já se afirmou que as garantias genéricas têm de conteúdo predominantemente moral e não jurídico,⁸⁸ mas, caso um Estado expressamente declare sua intenção de atuar como garante, sua responsabilidade é inequívoca.⁸⁹

⁸⁵ Há numerosos exemplos de empréstimos públicos com garantias pessoais citados em DELAUME, G. **Legal Aspects of International Lending and Economic Development Financing**. Nova Iorque: Oceana, 1967, p. 219-220.

⁸⁶ RESS, G. Guarantee Treaties. In: BERNHARDT, R. (Coord.). **Encyclopedia of Public International Law**. Heidelberg: Max-Planck-Institut für Ausländisches Öffentliches Recht und Völkerrecht, 1984, p. 117 e seguintes.

⁸⁷ JÈZE, G. **La Garantie des Emprunts Publics d'Etat**. Paris: Hachette, 1926, p. 164-165.

⁸⁸ “Le cautionnement, quand il est conçu en termes généraux, n’a qu’une valeur morale; les États qui interviennent ainsi n’ont nullement l’intention de s’obliger à payer l’emprunt contracté, à défaut du débiteur principal. Dans la pratique, cette garantie se traduit, de la part des garants, à une intervention dans les affaires financières de l’État emprunteur” (POLITIS, M. **Les Emprunts d’État en Droit International**. Paris: Durand et Pedone-Lauriel, 1894, p. 79).

⁸⁹ Como já reconhecia DIENA, G. **Il Fallimento degli Stati e Il Diritto Internazionale**. Torino: Unione Tipografico-Editrice, 1898, p. 114.

Apenas neste último caso, em que há a manifesta intenção de atuar como terceiro responsável pelo pagamento da obrigação, é que se pode falar em garantia pessoal, cujos efeitos jurídicos dependem da adequada delimitação de sua extensão. Isto permite concluir que as garantias pessoais variam em intensidade. Sujeitas à vontade das partes expressa no tratado, o Estado garantidor pode se comprometer condicionadamente ao pagamento dos compromissos financeiros do Estado beneficiário, como quando se exige o esgotamento dos recursos internos contra a parte inadimplente antes que se acione o patrimônio do garante. Em outros casos, o tratado pode prever a responsabilidade imediata do terceiro garantidor, contra o qual os credores podem agir assim que suspensos os pagamentos, o que se corrobora com sua renúncia à imunidade de jurisdição.⁹⁰

De forma semelhante à das garantias reais, as pessoais são, hoje, infrequentes por significarem a injunção de um ou mais Estados estrangeiros, ou de seus nacionais credores, em decisões financeiras nacionais.⁹¹ Na prática internacional mais corrente, são algumas instituições financeiras multilaterais que costumam oferecer segurança ao recebimento dos credores externos. Estas instituições são tidas por mais neutras do que as gestões de Estados específicos, e as mais atuantes são a Agência Multilateral de Garantia de Investimentos (MIGA, para *Multilateral Investment Guarantee Agency*) e o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD). Há, porém, condições para a concessão de garantias, que são voltadas, em ambos os casos, para investimentos diretos. A destinação dos recursos a projetos de investimento é, portanto, o limite objetivo da participação da MIGA ou do BIRD como garantidores fidejussórios de uma operação de crédito pública.⁹² Como se vê, as instituições multilaterais não conferem cobertura aos investimentos indiretos, às compras de títulos públicos, que são a parte mais volumosa do endividamento externo e, pela volatilidade das transações financeiras, uma das partes mais sensíveis à perda de confiança na capacidade de pagamento de um país. Estes casos expõem, mais uma vez, as lacunas das garantias internacionais à

⁹⁰ DELAUME, G. **Legal Aspects of International Lending and Economic Development Financing**. Nova Iorque: Oceana, 1967, p. 222-223.

⁹¹ MEGLIANI, M. **Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation**. Heidelberg: Springer, 2015, p. 70.

⁹² Nos termos dos *Articles of Agreement* do BIRD, “[l]oans made or guaranteed by the Bank shall, except in special circumstances, be for the purpose of specific projects of reconstruction or development” (Art III(4)(7)). Por sua vez, a Convenção da MIGA dispõe que “[l]oans (...) are eligible for coverage (i) if they are made to finance or are otherwise related to a specific investment or project in which some other form of direct investment is present, whether or not guaranteed by the Agency and regardless of when such other investment was made, or (ii) as may be otherwise approved by the Board by a special majority” (Art. 12(b)).

dívida pública, principalmente aquela expressa em títulos, cujos mecanismos de resolução, quando ocorre a suspensão dos pagamentos da dívida ou dela se suspeita, seguem frágeis mesmo com a previsão de garantias contratuais.

1.3. NATUREZA JURÍDICA

Se os tipos de endividamento indicam as formas, as características e as vulnerabilidades predominantes da reestruturação em diferentes instâncias internacionais, há outro aspecto essencialmente jurídico que determina se o inadimplemento da dívida pública externa pode ser objeto de consequências normativas, ou seja, se as obrigações financeiras em que uma das partes é o Estado têm conotação jurídica, se pertencem ao sistema do Direito, ou se se tratam de compromissos políticos. Esta questão diz respeito ao significado jurídico do vínculo que se estabelece entre as partes em uma operação de crédito externa tomada pelo Estado.

Os efeitos desta relação têm sua extensão sujeita a diferentes interpretações sobre a natureza jurídica dos empréstimos públicos. Divididas em dois grandes grupos, estas correntes de interpretação ora conferem centralidade ao poder do Estado, ora às obrigações reciprocamente assumidas pelas partes. O empréstimo público como *ato unilateral* ou como um *contrato*, é este o debate que serviu de fundamento para a formulação de teorias respectivamente ora mais favoráveis à perspectiva do Estado devedor, ora à de seus credores.⁹³ Mas não se trata apenas de um debate acadêmico despidido de consequências sobre as funções da organização normativa da dívida pública em âmbito internacional. A divisão dos argumentos é fundamental para determinar se há alguma função própria do sistema jurídico na reestruturação da dívida pública. No primeiro caso, sua renegociação pode ser vista como um ato de vontade do Estado, tomado em defesa de seu próprio interesse, em que as normas aplicáveis no máximo reconheceriam o seu poder de decidir politicamente. No segundo caso, há elementos propriamente normativos merecedores de consideração.

A primeira destas doutrinas, que, ao atribuir aos empréstimos públicos o caráter de ato unilateral, entende ser o crédito tomado pelo Estado juridicamente inexecutável, tem três pontos de apoio: a soberania, a impossibilidade de execução forçada contra o Estado, e o caráter exclusivamente moral dos empréstimos públicos. Estes argumentos são, hoje, facilmente identificados com a Doutrina Drago, que articulou, na Conferência de Paz de Haia de 1907, um conjunto de opiniões correntes da época. O ambiente institucional em que se situava o tema da dívida

⁹³ BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 4.

pública então era o do máximo evitamento do fenômeno jurídico, no sentido desenvolvido por Heimbeck de que os atores envolvidos optariam voluntariamente por não introduzir regras jurídicas que disciplinassem a matéria, de modo que as relações em torno de operações financeiras fossem disciplinadas por regras não jurídicas, predominantemente políticas.⁹⁴ O envolvimento do direito internacional se daria no momento em que os Estados exercessem, discricionariamente, a proteção diplomática de seus nacionais, por meio de embargos, intervenções e ocupações militares em desfavor do Estado devedor.⁹⁵ O exercício da “diplomacia das canhoneiras”, tanto mais provável quanto mais fraco fosse o país em moratória, compunha um cenário assimétrico entre Estados devedores e credores que se expressava não apenas nas diferenças de capacidades financeiras, mas também nos desequilíbrios políticos e militares.

O único documento multilateral a disciplinar a execução da dívida pública foi a Convenção Drago-Porter, de 1907, que instituiu uma relativa proibição do uso da força para a obtenção dos pagamentos, dirigindo-se diretamente ao cenário fático da intervenção na Venezuela, em 1902. Nos próprios termos da convenção, o emprego da força para a execução das obrigações financeiras estaria autorizado apenas se o devedor não concordasse em submeter a disputa à arbitragem, impedisse seu prosseguimento ou não cumprisse a decisão arbitral.⁹⁶ Essa convenção difere da doutrina homônima em um aspecto principal, que é o da relatividade da solução *manu militari*. Exclusivamente a partir dos termos da doutrina Drago, com fundamentos na igualdade jurídica dos Estados quanto às suas prerrogativas, se poderia pensar em uma proibição absoluta. No entanto, o resultado dos debates da conferência de paz não inovou significativamente quanto ao que já se discutia até então. O sentido da formulação da soberania sobre os pagamentos da dívida chega a esta primeira tentativa de normatização multilateral da solução de conflitos financeiros entre Estados em continuidade a uma longa tradição anterior.

⁹⁴ HEIMBECK, L. Legal Avoidance as Peace Instrument: Domination and Pacification through Asymmetric Loan Transactions. In: HIPPLER, T. **Paradoxes of Peace in Nineteenth Century Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2015, p. 121.

⁹⁵ Uma “prática aceita” nos anos de 1800, segundo FINNEMORE, M. **The Purpose of Intervention: Changing Beliefs about the Use of Force**. Ithaca: Cornell University Press, 2003, p. 24. A autora oferece numerosos exemplos.

⁹⁶ Lê-se, no art. 1º da Convenção, que “[t]he contracting powers agree not to have recourse to armed force for the recovery of contract debts claimed from the government of one country by the government of another country as being due to its nationals. This undertaking is, however, only applicable when the debtor State refuses or neglects to reply to arbitration, or, after accepting the offer, prevents any ‘compromise’ from being agreed on, or, after the arbitration, fails to submit the award.” (**Convention Respecting the Limitation of the Employment of Force for the Recovery of Contract Debts**, 18 de outubro de 1907).

A doutrina Drago conferiu maior ênfase à caracterização do empréstimo público como um *ato de soberania*, de onde se depreende a impossibilidade de recuperação dos valores emprestados ao Estado caso este não quisesse ou não pudesse restituí-los. Ela parte de uma classificação cara ao direito público para caracterizar o pagamento da dívida pública como um ato político cuja própria natureza é externa aos controles e aos critérios normativos de decisão. A dicotomia relevante é aquela entre os atos do Estado praticados em decorrência de seu *jus gestionis*, sujeitos ao direito privado e à jurisdição de seus próprios tribunais, e aqueles que provêm do exercício do *jus imperii*, que a pessoa pública do Estado, com sua qualidade de soberano, seria a única capaz de realizar. Entre os atos de império estariam os empréstimos públicos. Ainda segundo a célebre doutrina, estes empréstimos não apresentam os mesmos elementos identificadores de um contrato regido pelo direito privado.

Drago pretende explicar que a principal diferença dos empréstimos públicos para os privados é que, no primeiro caso, a relação jurídica se estabeleceria com pessoas indeterminadas; além disso, os credores não entregam o dinheiro ao Estado como num empréstimo normal, e sim por meio da compra de títulos no mercado aberto. Daí conclui que não haveria uma relação entre o governo e os compradores dos títulos, pelo que parece querer afastar a própria ideia de que se trata de um negócio jurídico.⁹⁷ Esta argumentação soa, hoje, estranha. Se for esta a principal diferença entre os empréstimos públicos e os privados, o inespecífico argumento excluiria do âmbito de incidência de normas do direito privado as operações mais corriqueiras dos mercados de capitais – ou, à beira do absurdo, concluiria tratar-se de empréstimos públicos todos os negócios jurídicos com pessoas indeterminadas

⁹⁷ Confirmam-se os seguintes trechos da manifestação do ministro Drago na referida conferência da paz: “[t]here can be not the slightest doubt but that State loans are legal acts, but of a very special nature as cannot be confused with any other kind. The common civil law does not apply to them. Emitted by an act of sovereignty such as no private individual can exercise, they represent in no case an engagement between definite persons. For they stipulate in general terms that certain payments shall be made, at a certain date, to the bearer who is always an indeterminate person. The lender, on his part, does not advance his money as he does in loan contracts; he confines himself to buying a bond in the open market; there is no certified individual act nor any relation with the debtor Government. (...) If, on the other hand, it were said that national loans really imply a contract as is entered into with regard to ordinary loans, in the sense that they create exact obligations on the part of the borrowing State, it might be answered generally that it is not contracts alone that give rise to obligations; but that, even if it were so, it would be necessary to admit that they are a very special class of contracts with well-marked differential signs which, by that very fact, deserve to be put in a class by themselves” (DRAGO, L. M. *In*: SCOTT, J. B. (Coord.). **The Proceedings of the Hague Peace Conferences: the Conference of 1907**. Nova Iorque: Oxford, 1921, vol. II, p. 557-558).

expressos em títulos de crédito. O interesse em analisar esta posição se justifica, porém, não pelos termos literais em que ganhou sua expressão mais conhecida na Conferência de Paz de 1907, depois em alguns aspectos modificada em suas consequências na convenção resultante, mas pelos debates jurídicos que retoma para criar procedimentos mais claros à resolução da interrupção dos pagamentos pelo Estado.

É possível, assim, identificar ainda em fases muito anteriores o desenvolvimento de doutrinas jurídicas em torno da dívida pública, particularmente sobre a natureza jurídica dos empréstimos públicos. Durante o século XIX era frequente na Alemanha a ideia de que a dívida pública não se colocava acima dos outros fins do Estado, e importantes juristas da Escola Histórica já haviam lançado os pilares sobre os quais se justificaria a sua inexigibilidade. Hugo dedica um dos últimos capítulos de seu Manual de Direito Natural ao tema, em que opõe a decisão do governo à decisão dos particulares para afirmar que cabe ao primeiro, e não aos segundos, estabelecer a finalidade dos seus recursos e as fontes de suas receitas. Da mesma maneira que o Estado pode escolher como base tributável o patrimônio ou a circulação de mercadorias, pode ele exercer seu poder financeiro pela suspensão dos pagamentos devidos a outra pessoa, seja pela moratória declarada, seja pelo adimplemento em moeda desvalorizada, seja pela redução unilateral dos juros. Por isso, “[u]ma tal bancarrota nacional não é ilícita, e se é imoral ou imprudente é algo que depende das circunstâncias”. Os limites objetivos a esta ampla competência financeira seriam dados por uma ideia abstrata de Justiça aplicável à decisão tomada, que serviria como pano de fundo para saber se o aumento da carga tributária sobre o patrimônio privado, destinado a suprir os cofres públicos de recursos suficientes para satisfazer aos credores, seria moralmente justificável e, portanto, justo. Se, por um lado, o Estado inadimplente forneceria um mau exemplo aos particulares ao não cumprir seus compromissos, o critério do justo lança, por outro, uma questão fundamental: é possível sacrificar o patrimônio do povo com tributos cada vez maiores para pagar aos credores do Estado?

Esta parece ser a ideia fundamental que os juristas da Escola Histórica revisitariam algumas vezes para afirmar que a suspensão dos pagamentos da dívida pública não seria um ilícito *a priori*: o Estado teria fins mais importantes do que atender às expectativas financeiras de particulares rentistas ou de outros Estados ou, o que seria ainda mais controverso em uma época de afirmação de nacionalismos, de particulares rentistas de outros Estados. Seria sempre possível condenar moralmente o inadimplemento arbitrário, mas ilícito ele não seria. Em caso de conflito entre o interesse público e o pagamento da dívida, porém, o compromisso do Estado com a própria continuidade e o bem-estar atual do povo seria uma razão maior, irrestringível por erros de julgamento do passado. Textualmente, “[n]ão se

pode solicitar à geração presente que ela expie sozinha pela insensatez e desperdícios dos antecessores, do contrário um país seria ao final inabitável exclusivamente por suas dívidas públicas”.⁹⁸

Algumas consequências destas afirmações tiveram seu significado jurídico mais bem estruturado por Savigny, que anota a diferença entre a dívida contratual (formada com credores determinados) e a dívida mobiliária (formada com credores indeterminados) para concluir que apenas se poderia cogitar, como exercício teórico, da incidência do direito das obrigações sobre a segunda, pois a primeira estaria sujeita exclusivamente às prerrogativas do Estado como ente de direito público. Este raciocínio, porém, não o leva a concluir pela existência de um contrato entre as partes, pois, mesmo no caso dos títulos públicos, sua introdução e confirmação se dão por manifestações de soberania do Estado, as leis que autorizaram sua emissão, e ainda naquelas em situações em que isso não houvesse ocorrido o compromisso do Estado seria assumido por atos confirmatórios da administração pública. O objetivo desta construção doutrinária é extrair algum efeito prático da questão sobre a natureza jurídica das obrigações financeiras estatais, e com isso se quer dizer a eventual possibilidade de execução judicial. A conclusão de Savigny estende o problema aqui tratado, que se torna mais amplo do que a dimensão internacional da execução das obrigações do ente público por um tribunal externo, pois, não sendo contrato, a dívida pública não ficaria sujeita sequer à competência dos juízes nacionais para decidir sobre seus aspectos obrigacionais.⁹⁹

A identificação entre a preservação financeira do Estado e os interesses do povo não é, porém, exclusividade da Escola Histórica, e esta era uma ideia cuja disseminação faz com que ela pareça ter sido parte do espírito de uma época. A impossibilidade de fato desincumbiria o Estado de perseguir o cumprimento de suas obrigações em detrimento dos outros serviços que deveria manter, considerava igualmente Zachariae, ainda que apenas em casos de força maior se pudesse justificar a recusa ao pagamento.¹⁰⁰ A paralisia do Estado pela satisfação dos credores

⁹⁸ No original, “[e]in solcher Nationalbankrott ist durchaus nicht widerrechtlich, und ob er unsittlich und unklug ist, hängt gar sehr von den Umständen ab. Man kann doch dem gegenwärtigen Geschlecht nicht zumuten, dass es allein für die Torheiten und Verschwendungen der Vorhergehenden büßen soll, sonst würde am Ende ein Land vor lauter öffentlichen Schulden gar nicht bewohnt werden können” (HUGO, G. **Lehrbuch des Naturrechts**. 4. ed. Berlin: August Mylius, 1819, p. 551-552. Tradução livre e ortografia adaptada.

⁹⁹ SAVIGNY, F. **Das Obligationenrecht**. Berlin: Veit und Comp., 1853, p. 109-110.

¹⁰⁰ LIEGENTHAL, Z. v. Über das Schuldenwesen der Staaten der heutigen Europa. In: PÖLITZ, K-H. **Jahrbücher der Geschichte und Staatskunst**. Leipzig: Hinrische Buchhandlung, 1830, vol. 2, p. 289-326. Aí está a conhecida sentença de Zachariae ao tratar da dívida pública: “é melhor que uma pessoa morra do que o povo todo pereça” (tradução livre, p. 291).

foi a preocupação de diversos juristas do período,¹⁰¹ retomada pela Doutrina Drago para desautorizar a intervenção militar no Estado devedor. Ao esgotamento da capacidade de pagamento do Estado se seguiriam a extinção ou a modificação da dívida pública, uma prerrogativa do soberano que excluiria não apenas o controle judicial, mas o próprio caráter jurídico do empréstimo público, ao qual não restaria senão a sanção moral sobre a reputação do Estado inadimplente.

As consequências da falta de pagamento não seriam acompanhadas de consequências jurídicas, o que fez com que os empréstimos públicos ora fossem descritos como uma obrigação natural ou uma dívida de honra imune à execução por tribunais nacionais ou internacionais, a não ser que o devedor consentisse em sentido contrário,¹⁰² ou ainda, caso ainda se insistisse em chamá-lo impropriamente de contrato, como um contrato aleatório, em que o risco é atribuído ao credor.¹⁰³ Em qualquer dos casos, a natureza jurídica decorre da posição peculiar do Estado como ente dotado de poderes incontrastáveis, cujo exercício se dá em nome do povo e em seu benefício.¹⁰⁴ Antes que se formulasse a doutrina Drago, também decisões judiciais haviam reconhecido o caráter moral da dívida pública e sua consequente inexecutabilidade jurídica.¹⁰⁵ Nestes casos, as formas unilaterais de extinção da dívida pública não violariam deveres jurídicos porque estariam alheias ao próprio Direito e pertencentes ao campo da decisão política do Estado. Como ato político, a alteração das condições de pagamento ou o próprio cancelamento da dívida pública seriam medidas eventualmente desonrosas contra as quais restariam à comunidade internacional apenas as sanções diplomáticas, econômicas ou, como a doutrina Drago posteriormente tentaria evitar, militares.

¹⁰¹ Ver, ainda, BAR, L. v. **Theorie und Praxis des Internationalen Privatrechts**. Hannover: Hahn, 1889, vol. 2, p. 66; ZORN, P. Der Rechtsschutz der Staatsgläubiger gegenüber fremden Staaten. In: **Bankarchiv**, Berlim, vol. 6, 1907, p. 105-8.

¹⁰² PHILLIMORE, R. **Commentaries on International Law**. 3. ed. Londres: Butterworth, 1882, p. 18 (“The English Courts have decided that bonds payable to bearer, issued by the Government of a State, only create a debt in the nature of a debt of honour which cannot be enforced by any foreign tribunal, nor by the tribunal of the borrowing State itself, unless with the consent of its Government”).

¹⁰³ WUARIN, A. **Essais sur les Emprunts d’États et la Protection des Droits des Porteurs des Fonds d’États Étrangers**. Genebra: Imprimerie du Journal de Genève, 1907, p. 24.

¹⁰⁴ POLITIS, M. **Les Emprunts d’État en Droit International**. Paris: Durand et Pedone-Lauriel, 1894, p. 16. O autor grego ainda afirma que “[l]e contrat ne saurait avoir une autre sanction que le discrédit et le déshonneur de l’Etat, qui ne remplit pas ses engagements” (p. 280).

¹⁰⁵ A dívida pública foi reconhecida apenas como uma obrigação natural no caso inglês *Twyecross v. Dreyfus* (5 Ch. D. 616, 1877). A execução de um contrato contra o governo dos Estados Unidos se deu pela primeira vez apenas com o seu expresse consentimento, em 1855 (BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 7).

O privilégio conferido à pessoa do Estado em relação à violação das obrigações assumidas contrasta com uma segunda posição, a de que os empréstimos públicos são contratos válidos entre as partes e, sendo assim, a eles se aplica o direito privado. Ao contrário do que se consolidou com a doutrina Drago, o Estado não assumiria obrigações financeiras como ente soberano, mas teria renunciado tacitamente a estes poderes quando celebrasse operações de crédito. Se a solução anterior fazia a síntese entre a decisão do Estado e os interesses do povo para colocá-los fora do alcance das sanções jurídicas, a concepção de que o empréstimo público é um contrato submete o rompimento das obrigações à jurisdição comum. Estas opiniões não poderiam ser mais antagônicas. Embora não sejam completamente uniformes os apoiadores desta divergência, todos remetem, em algum momento, à impossibilidade de que os atos constitutivos da dívida pública pudessem ser considerados atos unilaterais. Nestes primeiros debates sobre a natureza jurídica dos empréstimos públicos, a perspectiva contratual exibe forte desconforto com a ideia de um compromisso financeiro exclusivamente moral e sem qualquer consequência jurídica. A pergunta central que se colocava: como a dívida pública poderia sequer existir se o credor, que possivelmente age em seu próprio interesse e não tem dever algum de oferecer dinheiro ao Estado, ficasse à sua mercê caso o fizesse?¹⁰⁶

A percepção da bilateralidade dos empréstimos públicos, sem a qual não se forma a respectiva relação jurídica entre o Estado e os credores, é o principal argumento para que as operações públicas de crédito fossem entendidas como contratos, e não atos unilaterais. A manifestação de soberania do Estado a que se referia Savigny, em que a validade da obrigação depende de sua autorização em lei nos termos constitucionais, ocorre apenas em momento anterior à contratação e se destina a lhe conferir a devida validação constitucional pelo procedimento específico de autorização legislativa. É o que diz Löning, segundo quem a autorização legal à contratação não é capaz de formar, por si mesma, a relação jurídica, ainda dependente de superveniente manifestação de vontade dos futuros credores.¹⁰⁷ A opinião de que o empréstimo tomado pelo Estado é um negócio regido pelo direito privado, tanto quanto qualquer transação entre particulares, também seria defendida por Laband, que distingue o necessário ato autorizador do empréstimo da

¹⁰⁶ A questão é colocada nestes termos por G. Freund: “[w]elchen Wert hätten die schuldnerischen Verpflichtungen für die letzteren [os credores], und welcher Gläubiger würde sich darauf einlassen, sein Geld einem Staate zu Anleihezwecken zur Verfügung zu stellen, wenn die Erfüllung der Verpflichtungen von der Willkür des Schuldners abhängig sein würde” (**Die Rechtsverhältnisse der Öffentlichen Anleihen**. Berlin: J. Guttentag, 1907, p. 57).

¹⁰⁷ **Die Gerichtsbarkeit über fremde Staaten und Souveräne**. Halle: Max Niemeyer, 1903, p. 326.

operação de crédito em si mesma, regida pelo direito privado, para cuja formação devem concorrer as vontades tanto do credor como do devedor.¹⁰⁸

Algumas conclusões a que se chega a partir deste ponto de vista colocariam qualquer modificação das condições de pagamento da dívida pública sob a exigência de consentimento mútuo, excluindo a possibilidade de alterações unilaterais que pudessem ser exercidas em atenção às prerrogativas do poder público.¹⁰⁹ As violações de dispositivos contratuais, além disso, sujeitariam o soberano devedor à mesma responsabilidade que teria um particular em situação semelhante, o que torna sem sentido o afastamento da competência de um tribunal em razão da imunidade de jurisdição do Estado. Chegou-se, ainda, a ver no caráter exclusivamente contratual dos empréstimos públicos um fundamento moral de reciprocidade entre as vantagens e os ônus das partes, o qual impediria o desequilíbrio em favor de apenas uma delas. O Estado, assim, não poderia fazer a reserva mental de que o cumprimento do contrato fosse recusado apenas porque surgiram dificuldades posteriores, situação em que as condições de pagamento seriam unilateralmente alteradas em seu benefício.¹¹⁰ Em consequência, os critérios de reconhecimento da legitimidade da ação do Estado não estariam mais em sua imediata associação com o interesse público, mas no princípio *pacta sunt servanda*. O exercício das prerrogativas da soberania sobre os empréstimos públicos para violar os termos pactuados seria caracterizado como um poder de fato, que não repousaria sobre bases jurídicas.

Estes são os esquemas em que se delineiam as diferentes interpretações sobre a natureza jurídica dos empréstimos públicos. Assim colocados, não passará despercebido que a dicotomia estabelecida entre os atos unilaterais ou contratos se apresenta a partir de um conjunto de referências anacrônicas, cujo envelhecimento não decorre apenas da distância cronológica da época em que se produziram, mas das categorias normativas com que operam. A irresponsabilidade do Estado marca, de um lado, os fundamentos subjacentes às voluntaristas doutrinas dos empréstimos públicos como atos unilaterais. Os atos e omissões estatais dos quais resulte violação à vontade manifesta das partes não poderiam ensejar, segundo essa posição, a responsabilidade internacional ou doméstica do Estado. O problema que se coloca é anterior à possibilidade de execução forçada do patrimônio do Estado por

¹⁰⁸ **Das Staatsrecht des Deutschen Reiches**. Friburgo: J. C. B. Mohr, 1891, vol. 4, p. 371.

¹⁰⁹ Ver, novamente, Freund, G. **Die Rechtsverhältnisse der Öffentlichen Anleihen**. Berlim: J. Guttentag, 1907, p. 59. Além dele, DAEHNE VAN VARICK, A. v. **Le Droit Financier International devant la Conférence de la Haie**. Haia: M. Nijhoff, 1907, p. 14; RUFF, P. **Die Rechtsnatur der Aufnahme öffentlicher Anleihen**. Naumburg: Lippert, 1912, p. 52.

¹¹⁰ BOSCH, J. F. **De Staatsschulden in het Internationaal Recht**. Haia: M. Nijhoff, 1929, p. 3.

uma outra jurisdição, e diz respeito aos limites do exercício da jurisdição dos próprios tribunais internos sobre os atos ou omissões estatais. De outro lado, a concepção contratualista apresenta como premissa a estrita vinculação do Estado aos negócios jurídicos por ele firmados, sem cogitar de poderes conferidos em favor do interesse público e que o colocariam em posição jurídica distinta daquela dos particulares. Ambos os pontos de apoio dessas teorias filiam-se a concepções doutrinárias que se evadem de categorias normativas hoje corriqueiras, às quais não é estranha a ideia da responsabilidade estatal e que tampouco ignoram a existência de contratos aos quais se apliquem princípios de direito público. Uma espécie de síntese entre ambas as vertentes é frequentemente apresentada como a teoria dos contratos *sui generis* – uma denominação aqui empregada por estar já consolidada, mas que tampouco esconde a sua obsolescência ao considerar que os contratos não regidos exclusivamente pelo direito privado pertenceriam a uma classe atípica de negócios jurídicos. Seriam, assim, *sui generis* aqueles contratos em que se mantém o vínculo jurídico à declaração de vontades ao mesmo tempo em que se reconhecem determinadas prerrogativas do Estado, compensando-se os poderes exorbitantes de uma das partes pelo dever jurídico de boa-fé no cumprimento das obrigações.¹¹¹

Esta é a posição de Jèze, que atende à perspectiva contratual sem deixar de reconhecer as particularidades dos empréstimos públicos. A “noção misteriosa de soberania do Estado” não poderia se contrapor “ao princípio jurídico fundamental do respeito à palavra dada”, cuja violação é uma situação de fato, e não de direito. Os poderes dados aos agentes públicos ligam-se, em uma democracia, ao cumprimento de deveres públicos, e este poder-dever, ao contrário do que se depreende do “misticismo ininteligível” do poder absoluto, não confere faculdades especiais de descumprir normas livremente pactuadas válidas entre partes determinadas, às quais o agente se vincula.¹¹²

¹¹¹ É importante ressaltar que nem todos os autores que se filiam a uma dessas orientações o fazem de forma absoluta, sem matizar suas posições com apropriações das correntes doutrinárias. É o que faz Fonrouge, que adere à solução proposta pela doutrina Drago sem, no entanto, ignorar as consequências jurídicas decorrentes da decisão do Estado. Deste modo, “[a]unque los Estados en ejercicio de su soberanía pueden adoptar medidas de esta naturaleza [repudiar a dívida], ya que el empréstito es obligación unilateral de derecho público, es indudable que el procedimiento importa una lesión al principio de la buena fé que debe imperar em todos los actos jurídicos” (**Derecho Financiero**. 2. ed. Buenos Aires: Depalma, 1970, vol. 2, p. 1144).

¹¹² Cf. JÈZE, G. **Cours de Science des Finances et de Législation Financière Française**. 6. ed. Paris: Marcel Giard, 1922, p. 297-298. Ao se referir à doutrina dos empréstimos públicos como atos unilaterais, o autor afirma que, “[d]ans une démocratie, tout ce mysticisme est inintelligible; Le governments ne tiennent pas leur pouvoir de la divinité: ce sont des individus comme les autres, qui, pour um temps, sont chargés de gérer les affaires publiques. On ne leur confère de pouvoirs que parce qu’ils ont des devoirs à remplir; dans ces conditions, le

O que constitui uma particularidade dos contratos de empréstimos públicos é que, a despeito da impenhorabilidade dos bens públicos, o crédito se baseia na boa-fé de que goza o governante – e, seria possível acrescentar, na segurança que se tem quanto ao cumprimento voluntário das obrigações. Empréstimos a governos menos confiáveis são empréstimos mais caros em razão do risco que representam, pelo que Jèze aponta para uma inversão do raciocínio subjacente à natureza jurídica dos empréstimos públicos como atos de soberania, passíveis de descumprimento se o interesse do povo assim recomendasse. Contrária ao interesse público seria a ameaça constante de que a soberania pode ser a todo momento utilizada para romper o pacto com os credores, o que acrescenta custos às operações financeiras que tornam mais escassas as fontes de financiamento para Estados normalmente incapazes de atender a suas despesas exclusivamente com as receitas do seu orçamento. A preservação do interesse público passaria a residir, então, não no poder de se liberar arbitrariamente de obrigações financeiras, mas na estabilização das expectativas sobre o seu cumprimento. Ao recorrer ao crédito, portanto, é possível que, sob critérios predominantemente econômicos, um Estado com pior reputação sobre sua boa-fé no cumprimento dos contratos deva destinar uma quantidade maior de recursos para obtê-lo. De outra parte, a base material desta confiabilidade está no patrimônio permanente do Estado, e não na vontade de cada novo governo.¹¹³ Estes elementos conferem estabilidade às relações jurídicas contratuais, as quais, no entanto, são formadas por razões em que predomine o interesse público, e não o interesse do governante.

As divergências sobre a natureza jurídica dos empréstimos públicos colocam em relevo, neste âmbito, as funções do Direito e a própria inclusão da dívida pública como elemento material do sistema jurídico. No entanto, quer se afaste o propósito de ações institucionais ao afirmar as características políticas da decisão de pagar a dívida, quer se entendam aplicáveis normas que disciplinem os negócios jurídicos de forma mais irrestrita ou mais matizada, são muitas as questões sobre o inadimplemento da dívida pública que ficam sem resposta nesta etapa das discussões. De um lado, as teorias que apontam para a soberania do Estado eliminam a necessidade de outras considerações institucionais porque tomam os métodos de solução de conflitos como eminentemente políticos, insubordinados a considerações

respect de la parole donnée reste, pour eux comme pour tous les individus, le principe social fondamental. Si on ne l'admet pas, il ne reste que la *force brutale*; il n'y a pas non plus de raison pour que les *individus*, simples particuliers, tiennent leur parole envers qui que ce soit" (p. 298, grifos do autor).

¹¹³ JÈZE, G. **Cours de Science des Finances et de Législation Financière Française**. 6. ed. Paris: Marcel Giard, 1922, p. 301-302.

normativas. De outra parte, as ideias contratuais, quaisquer que sejam sua extensão, não oferecem respostas suficientes para diversas perguntas fundamentais sobre o inexecução da dívida pública, como a lei aplicável, a incidência de normas internas ou internacionais, a superposição de competências, os instrumentos de solução de controvérsias, os meios de defesa dos credores e, sobretudo, a relação das soluções jurídicas com os critérios políticos e econômicos envolvidos, os quais, se não são exclusivos como pretendiam outras doutrinas, não podem ser ignorados. A ausência dessa exploração mais minuciosa da regulação jurídica do inadimplemento da dívida pública rende considerações genéricas e anacrônicas sobre sua natureza jurídica a um debate “necessariamente fútil”,¹¹⁴ ou, ao menos, pendente de maior aprofundamento.

O eixo do debate normativo sobre a dívida externa merece, então, um deslocamento: mais importante do que as afirmações ontológicas sobre a natureza das operações de crédito do Estado em âmbito internacional são os aspectos institucionais do problema: a forma de organização e os procedimentos em cujo interior se estabelecem procedimentos formais ou informais para a resolução de conflitos com os credores e o próprio direito material aplicável. A lesão a princípios caros ao Direito, tais como o da boa-fé, não permite escapar de aspectos atuais do problema, em que se desenvolveram aspectos relativos às diversas formas de inexecução das obrigações financeiras que merecem uma tipologia mais consistente com as atuais consequências jurídicas do descumprimento do pactuado e com a emergência de centros de emanação normativa de que não se podia cogitar quando ainda se iniciavam, nos termos acima expostos, a discussão sobre os regimes jurídicos aplicáveis aos empréstimos públicos.

¹¹⁴ FEILCHENFELD, E. **Public Debts and State Succession**. Nova Iorque: Macmillan, 1931, p. 653.

A INEXECUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Se a dívida pública comporta a análise jurídica a partir das instituições que dela participam, as situações de inadimplemento são, em alguma extensão objeto de incidência normativa, ainda que, em alguns setores, o fenômeno jurídico seja pouco consistente. Identificar quais são os setores objeto de normatividade e, além disso, quase são as normas materiais ou procedimentos aplicáveis não chega a ser tarefa das mais esperançosas, a ponto de já se ter afirmado que esta é uma tarefa extremamente complexa, mas inútil em razão da fragilidade com que o direito se apresenta, quando se apresenta.¹¹⁵ As transações com instrumentos de endividamento público ocorrem em cenários nos quais a aplicação de categorias normativas tais como o lícito e o ilícito, bem como as regras de procedimento e distribuição de competências para a solução de conflitos, afeta os resultados esperados por cada uma das partes. Estas categorias jurídicas, no entanto, como parte de um cenário global fragmentado, assumem feições híbridas. Assim, os resultados das transações dependem da capacidade dos diversos atores de lidar com elementos normativos que não se prendem à tábua tradicional de distribuição das matérias jurídicas, mas que se situam ora entre atos jurídicos bilaterais e multilaterais, de direito público e privado, de direito internacional ou interno.¹¹⁶ A complexidade resultante retoma a

¹¹⁵ Cf. DOLZER, R. Staatliche Zahlungsunfähigkeit: zum Begriff und zu den Rechtsfolgen im Völkerrecht. In: JEKEWITZ, J. (Coord.). **Des Menschen Recht zwischen Freiheit und Verantwortung**. Berlin: Duncker und Humblot, 1989, p. 531.

¹¹⁶ FISCHER-LESCANO, A.; TEUBNER, G. **Regime-Kollisionen: zur Fragmentierung des globalen Rechts**. Frankfurt a.M.: Suhrkamp, 2006, p. 137.

ideia de que o cenário global propõe desafios que surgem de vários contextos normativos específicos e simultâneos.

Este capítulo apresenta as formas de extinção da dívida pública e distingue aquelas que resultam do curso normal do cumprimento das obrigações de outras que configuram casos de inadimplemento. O tema da reestruturação da dívida pública será adequadamente delimitado para que se distingam seus tipos mais relevantes, entendendo-se que, a despeito de certa ficção de que o direito não se ocupa de revisões das obrigações do Estado porque sua capacidade de pagamento não se extingue, é possível não apenas identificar características jurídicas, mas também apontar a diversidade das fontes de normatividade da regulação das formas de inexecução da dívida pública.

2.1. A FREQUÊNCIA DAS CRISES

O poder financeiro do Estado é muitas vezes confundido, em algumas de suas características, com a base material sobre a qual é exercido. A permanência dos meios disponíveis ao exercício da atividade financeira, que ressoa a canônica descrição da soberania como um poder absoluto e perpétuo,¹¹⁷ pode ser erroneamente equiparada à inesgotabilidade dos meios de que dispõe o Estado. Se, por um lado, o poder de tributar não se exaure com a efetiva arrecadação dos tributos, ou se o poder monetário prossegue ainda além da colocação de papel-moeda em poder do público, isto não quer dizer que os recursos designados como públicos sejam da mesma forma perenes. A capacidade de pagamento do Estado, no entanto, é assumida como um dos traços mais elementares das finanças públicas, ou um verdadeiro dogma,¹¹⁸ cuja plausibilidade inspira legislações jurídico-financeiras a não considerar como indispensável o condicionamento das despesas públicas ao volume das receitas. A despeito de políticas supranacionais procurarem, com mais ou menos eficácia, conter o “viés deficitário” dos orçamentos públicos, ou a continuidade de políticas financeiras insustentáveis, por meio de instrumentos como o planejamento plurianual,¹¹⁹ a incapacidade de pagamento do Estado é vista com algum

¹¹⁷ “La souveraineté est la puissance absolue et perpétuelle d’une République” BODIN, J. **Le Six Livres de la République**. Paris: Librairie Générale Française, 1993 (1583), p. 74.

¹¹⁸ É assim que K. v. LEWINSKI refere-se à crença na ilimitada capacidade de pagamento do Estado (cf. **Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott**. Tübingen: Mohr Siebeck, 2011, p. 4).

¹¹⁹ Sobre a governança fiscal da União Europeia e as diretrizes para políticas orçamentárias sustentáveis, ver HALLERBERG, M.; STRAUCH, R.; von HAGEN, J. *The Design of Fiscal Rules and Forms of Governance in European Union Countries*. **Governance and the Efficiency of Economic Systems Discussion Paper n. 150**, Mannheim, jun. 2006.

ceticismo – senão como algo impossível, ao menos como um evento improvável. Mesmo nas perspectivas mais moderadas, fala-se não em imunidade à insolvência (*bankruptcy proofness*), mas na sua ocorrência remota (*bankruptcy remoteness*).¹²⁰

Algumas técnicas de emissão da dívida pública mostram, ainda, que não é de todo incomum o recurso à dívida perpétua, em que não há prazo de maturidade fixado e, em consequência, o adimplemento não se dá pelo reembolso do capital emprestado, mas pelo pagamento de juros ou rendas por longuíssimo período. De um lado, a promessa de pagamento apenas de juros, mas a escusa de devolução do principal, apenas soa possível se o devedor é dotado de características bastante peculiares.¹²¹ A dívida perpétua representa, com sua configuração inusual, a particularidade da confiança de que goza o Estado. Se ela aponta, de um lado, que o devedor poderá não pagar a totalidade do capital emprestado, ainda assim empréstimos são concedidos com a previsão de que retorno se dará sob apenas pela incidência de determinadas taxas de interesse sobre o capital.¹²² O crédito público, portanto, pode ainda ser suficiente para a participação ativa nos mercados mesmo diante de perspectivas desfavoráveis de cumprimento dos compromissos, confiança que nem sempre pode ser cogitada para devedores privados.

Estas peculiares características do crédito público são adequadamente explicadas pelo poder financeiro de que dispõe o Estado. Mas não apenas no âmbito do direito financeiro se poderia identificar, em caráter subjacente a diversas de suas normas, o reconhecimento de que os déficits públicos apresentam finalidades específicas em determinadas quadras conjunturais que não comprometem, se responsabilmente empregados, a solvabilidade de um país. A regulação internacional do setor bancário sistemicamente relevante atribui um risco consideravelmente menor aos investimentos em papéis soberanos mais confiáveis, conforme assim determinem as agências de classificação de risco. Estas medidas impactam os requerimentos de capital das instituições financeiras, menores para investimentos de menor risco. No âmbito do Banco de Compensações Internacionais (BIS), os acordos de Basileia II e III aperfeiçoaram o corte mais linear entre o risco-país de membros e não membros da OCDE, que havia sido anteriormente estabelecido pelo acordo de

¹²⁰ LEWINSKI, K. v. *Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2011, p. 2.

¹²¹ JARACH, Dino. *Finanzas Publicas y Derecho Tributario*. ed. Buenos Aires: Editorial Caggallo, 1993, p. 886.

¹²² A emissão da dívida perpétua se apresentou mais recentemente, por exemplo, como alternativa de financiamento da Grécia. Cf. SPIEGEL, P. Leaked: Greece's New Debt Restructured Plans. *Financial Times*, 5 de jun. de 2015.

Basileia I para a relação entre as exigências de capital mínimo e o risco do investimento (então considerado nulo para os países-membros).¹²³ Este quadro regulatório considera a capacidade de pagamento do Estado como um pressuposto ao qual as situações de crise são descritas como eventos excepcionais.

E, no entanto, os Estados não poucas vezes deixam de pagar a dívida pública, seja porque não reúnem os meios disponíveis para isso no prazo previsto, seja porque não o desejam fazer. As políticas de que se dispõe mostram ter certos limites, tais como uma carga tributária já excessivamente elevada, os efeitos inflacionários da política monetária e a escassez do patrimônio público alienável para a satisfação dos credores. Diante destes contextos de saturação, a suspensão dos pagamentos da dívida pode se mostrar como uma alternativa mais viável do que o aumento politicamente intolerável de uma tributação já excessiva, medidas inflacionárias ou a alienação de bens públicos, que poderiam chegar ao extremo de uma cessão de parte do território que dificilmente um Estado empreenderia voluntariamente.¹²⁴ Os limites do poder financeiro se mostraram também universais com as recentes crises financeiras globais desencadeadas após o ano de 2008. Não apenas os países em desenvolvimento enfrentaram crises de pagamento, com as habituais acusações de corrupção e má gestão, mas também as nações desenvolvidas viram sua capacidade financeira sob risco. Nas décadas mais recentes, após as crises latino-americanas dos 80, russa e asiática dos 90 e argentina do começo do século, o significativo endividamento do setor público e privado de países industriais, não raro com a absorção da dívida de setores bancários em crise pelos orçamentos públicos nacionais, retomaram o debate global sobre a solvência do Estado.¹²⁵ As crises podem ter causas variadas, desde aquelas puramente financeiras ou relacionadas a choques na economia real até eventos de natureza política e militar. Em qualquer delas, os níveis excessivos da dívida pública combinados com a instabilidade dos fluxos de capitais gerariam situações dramáticas de crise.

¹²³ STEPHANOU, C.; MENDOZA, J. C. Credit Risk Measurement under Basel II: an Overview and Implementation Issues for Developing Countries. **World Bank Policy Research Working Paper n. 3556**, Washington, D.C., 2005, p. 3-4. Para conferir os métodos de mensuração de risco, v. HANNOUN, H. Sovereign Risk in Bank Regulation and Supervision. **Bank for International Settlements**, Basileia, 2011, p. 12; e KASSOW, Achim. **The Interaction Between Sovereign Debt and Risk Weighting under the Capital Requirements Directive (CRD) as an Incentive to Limit Government Exposures**. European Parliament, Bruxelas, 2010, p. 5.

¹²⁴ BORCHARD, P. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 118.

¹²⁵ WAIBEL, M. Staateninsolvenzen in Historischer Sicht. In: KODEK, G.; REINISCH, A. (Coord.). **Staateninsolvenz**. Viena: Bank Verlag, 2012, p. 56.

Alguma informação histórica pode mostrar que a solvência do Estado é uma presunção relativa. Um preocupado David Hume alertava contra o endividamento irresponsável, que tenderia ao abuso ante a possibilidade que confere ao governante de fazer uma grande figura de sua administração a despeito das consequências de longo prazo.¹²⁶ O uso e o abuso da dívida pública marcavam uma época em que ela fora para o Estado um agente mais poderoso do que a pólvora.¹²⁷ Ao escrever sobre a bancarrota de Estados, um importante autor alemão do início das primeiras décadas do século XX havia descrito o centênio anterior como uma sucessão de moratórias e cancelamentos dos pagamentos do Estado, fossem na Europa, na África ou na América Latina. Estima-se que a França tenha declarado moratória ao menos uma vez a cada geração, mas diversos outros países a apresentaram com elevada frequência. No império alemão, diversos de seus estados, tais como a Prússia (1807 e 1813), Vestfália (1812), Kurhessen (1814) e Schleswig-Holstein (1850). Ainda no continente europeu, Áustria (1802, 1805/1806, 1811, 1816 e 1868), Holanda (1814), Espanha (1820, 1831, 1834, 1851, 1867, 1872 e 1882), Portugal (1837, 1852 e 1892), Rússia (1839), Turquia (1875, 1876 e 1881) e, para pouco surpreender a um contemporâneo, a Grécia (1826 e 1893). Na África, a crise financeira do Egito, de 1876. E, na América, os abundantes exemplos da sequência de moratórias de doze estados-membros dos Estados Unidos após a Guerra de Secessão e praticamente todos os países sul-americanos. O final do século XIX se transformaria na era da *débâcle* financeira dos governos, diria Politis.¹²⁸

Os credores não seriam imediatamente aliviados nos anos seguintes. Já nas primeiras décadas do século XX, dos 61 Estados estrangeiros (incluindo entes sub-nacionais) que colocaram títulos em negociação na bolsa de Londres, apenas pouco mais da metade (um total de 35) era considerada confiável, porque em cumprimento de suas obrigações financeiras (aí incluídos os estados de Alagoas, Rio de

¹²⁶ **Essays, Moral, Political and Literary.** Indianapolis: Liberty Fund, 1987 (1889), p. 350. “It is very tempting to a minister to employ such an expedient, as enables him to make a great figure during his administration, without overburthening the people with taxes, or exciting any immediate clamours against himself. The practice, therefore, of contracting debt will almost infallibly be abused, in every government. It would scarcely be more imprudent to give a prodigal son a credit in every banker’s shop in London, than to empower a statesman to draw bills, in this manner, upon posterity.”

¹²⁷ O comentário é de Jean-Baptiste Say, em **A Treatise on Political Economy.** Filadélfia: Claxton, Remsen & Hattelfinger 1821, p. 480. “The faculty of borrowing is a more powerful agent, than even gun-powder; but probably the gross abuse that is made of it, will soon destroy its efficacy.”

¹²⁸ **Les Emprunts d’État en Droit International.** Paris: Durand et Pedone-Lauriel, 1894, p. 1.

Janeiro e São Paulo), 11 com atendimento parcial dos compromissos (entre eles os estados da Bahia e Pará e o próprio Brasil) e 15 com interrupção total (nenhum ente brasileiro, porém todos, com exceção de Montenegro, pertencentes ao continente americano).¹²⁹ A Revolução Russa de 1917 teria por resultado a instalação de um novo regime que repudiaria toda a dívida do período czarista, e esta experiência demonstra como os processos de renegociação podem ser longos. Os conflitos com os credores franceses seriam resolvidos apenas após o fim da União Soviética, por um acordo franco-russo de 1997 sobre o cancelamento de dívidas recíprocas anteriores a 1945.¹³⁰ Credores públicos e privados foram afetados pelas consequências financeiras das duas guerras mundiais, um período em que o alto endividamento e as soluções tentadas deixariam consequências graves. As reparações de guerra impostas à Alemanha pelo Tratado de Versalhes, avaliadas por Keynes como muito além de sua capacidade financeira e cujas provisões irreais representariam um perigo para o futuro, impuseram ao país elevados níveis de uma dívida que seria administrada pela hiperinflação.¹³¹ O alto estoque de débitos dos Estados nacionais após o final da segunda guerra teria ainda que ser resolvido por subsequentes tratativas, após a ocorrência de numerosas interrupções dos pagamentos. O acordo de Londres sobre a dívida alemã, de 1953, se preocupou em reduzir o nível de endividamento daquele país como condição para a reconstrução de sua economia, levando em conta as perspectivas futuras e a real capacidade de pagamento.¹³² Os regimes comunistas instalados na China (1949), na Tchecoslováquia (1952) e em Cuba (1960), por sua vez, também cancelariam os pagamentos das dívidas anteriores.¹³³

Os anos de 1970 veriam ainda alterações na qualidade e na quantidade do financiamento externo do Estado. O crédito privado ganhou importância cada vez

¹²⁹ O ano de referência é o de 1916. Um relato abrangente das crises de endividamento do século XIX e início do século XX pode ser lido em MANES, A. **Staatsbankrotte: Wirtschaftliche und Rechtliche Betrachtungen**. 2. ed. Berlim: Karl Siegismund, 1919, p. 15 e seguintes. Para experiências anteriores, que retomam as inúmeras declarações de moratória de Estados desde o século XVI, v. WAIBEL, M. Staateninsolvenzen in Historischer Sicht. In: KODEK, G.; REINISCH, A. (Coord.). **Staateninsolvenz**. Viena: Bank Verlag, 2012.

¹³⁰ SZUREK, S. Épilogue d'un Contentieux Historique. **Annuaire Français de Droit International**, Paris, n. 44, 1998, p. 144-66.

¹³¹ **The Economic Consequences of the Peace**. Nova Iorque: Harcourt, Brace and Howe, 1920, p. 92.

¹³² DELAUME, G. **Legal Aspects of International Lending and Economic Development Financing**. Nova Iorque: Oceana, 1967, p. 53.

¹³³ STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises**. Cambridge: the MIT Press, 2006, p. 4.

maior, com o crescimento dos canais de transmissão de capitais pela via dos bancos comerciais. A dívida sindicada tornou-se parte da agenda de desenvolvimento de muitos países, em razão, principalmente, do aumento da disponibilidade de recursos e das baixas taxas de juros. Estados latino-americanos passariam a se valer dessas fontes. A reversão das tendências internacionais favoráveis nos anos seguintes provocaria a generalizada crise da dívida latino-americana,¹³⁴ em continuação a uma longa experiência de moratórias vinda de décadas anteriores. Sobre os casos pretéritos, bastaria lembrar que a fundação do Clube de Paris se deveu à necessidade de formular um acordo entre a Argentina em moratória e Estados europeus credores, em 1956.¹³⁵

Ainda que a dívida pública e os instrumentos jurídicos da suspensão dos pagamentos e eventual reestruturação tenham características variáveis ao longo dos períodos narrados, o que estes casos demonstram é que não deve passar como uma anormalidade que a capacidade de pagamento do Estado se esgote, ainda que temporariamente. Entre as crises recentes, podem-se destacar o superlativo exemplo argentino, a partir de 2001, e as idas e vindas dos países-membros da União Europeia em torno das negociações com os credores, sob a constante ameaça de moratórias de efeitos imprevisíveis. A diversificação dos instrumentos de endividamento acrescenta outros níveis de complexidade à configuração atual do problema. A dívida contratual entre Estados, que se associava aos critérios estratégicos de relacionamento, tem cedido importância para os vínculos predominantemente econômicos entre o Estado e agentes privados, notadamente aqueles que negociam títulos públicos em mercados abertos. A multiplicação dos credores, não poucas vezes de identidade desconhecida pelo receptor do crédito, potencializa a instabilidade das relações em razão da maior dificuldade de coordenação de interesses. A tese de que este é um tema sem qualquer consequência jurídica, como se concluiria da Doutrina Drago e da caracterização da dívida pública como uma mera dívida de honra, é insustentável. A diversificação do cenário jurídico exhibe, no entanto, um aparente paradoxo: ao mesmo tempo em que se notam fragmentos de regimes normativos aplicáveis (o que poderia dar a impressão imprecisa de um excesso de normatividade), as lacunas evidenciam um amplo espaço de formulação que estimula propostas de organização dos mecanismos ordenados de resolução das crises.

¹³⁴ DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. The Great Latin America Debt Crisis. **Revista de Economia Política**, v. 15, n. 3, jul.-set. 1995.

¹³⁵ Cf. SOURROUILLE, J. V. Activos y Pasivos Externos de la Argentina desde Fines de la Segunda Guerra Mundial hasta 1958. **Desarrollo Económico**, vol. 47, n. 185, abr.-jun. 2007, p. 25-71.

2.2. A IMPRECISÃO CONCEITUAL: BANCARROTA, INSOLVÊNCIA, DEFAULT

A ideia de crise financeira do Estado traduz um conjunto de fenômenos diversos, o que se reflete na imprecisão dos conceitos usualmente aplicados para caracterizá-la. Termos de múltipla significação são utilizados em paralelismo a categorias de ramos jurídicos cuja primeira preocupação não é a situação financeira do Estado, ou ainda em desconsideração a elementos propriamente normativos com a excessiva remissão ao vocabulário econômico. Termos desse tipo são capazes de descrever situações de fato, mas não são unívocos e tampouco têm sentido jurídico preciso. Fala-se em bancarrota, insolvência ou default para referir realidades diferenciadas que guardam diferenças quanto à conformação jurídica. Apesar de todos se referirem à manifestação de determinados momentos críticos nas finanças públicas, sua frequente utilização não significa um grau elevado de precisão conceitual, ainda que descrevam determinados fenômenos. Todos estes termos são capazes, no entanto, de ir além de seu sentido descritivo. Os mercados financeiros lidam com expectativas, e a sua simples pronúncia por uma voz autorizada (um representante do governo ou agências de avaliação de risco) poderia produzir o resultado que o enunciado pretendia significar. A menção séria à insolvência do Estado poderia rendê-lo insolvente na medida em que induzisse os diversos atores a tratá-lo como tal. As palavras não apenas descrevem realidades, mas são também capazes de produzi-las.

Daí as dificuldades terminológicas do tema. Não é apenas tecnicamente delicada a transposição intersistêmica de categorias conceituais ou o emprego de termos cujo sentido comum aponta para realidades jurídicas muito variadas; há um aspecto pragmático a ser considerado. A carga valorativa que se foi acumulando é capaz de tornar o uso de determinadas palavras de tal sorte inconveniente que os debates mais propositivos sobre cenários alternativos de configuração da arquitetura internacional da resolução de crises de dívida pública poderiam ser bloqueadas por questões de terminologia.

Tome-se como primeiro caso a palavra de sentido mais drástico. *Bancarrota*, que vem do italiano *banca rotta* (banco quebrado), possuía uma conotação bastante concreta antes que fosse tomada pelo sentido metafórico de falência de uma instituição financeira. Os bancos de madeira em que se negociavam as trocas de moeda durante a Renascença eram quebrados (no sentido literal) caso aqueles que os operassem não pudessem efetuar as trocas combinadas.¹³⁶ Com isto, a bancarrota não

¹³⁶ LEWINSKI, K. v. *Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott*. Tübingen: Mohr Siebeck, 2011, p. 16-7.

significava apenas o esgotamento financeiro, temporário ou permanente, de uma pessoa, mas a sua estigmatização, construída pelo humilhante rito público de destruição de suas instalações comerciais. A mancha da bancarrota não seria completamente afastada das instituições jurídicas, que ainda a preservariam como uma espécie de sanção ao devedor incapaz de pagar. Uma notável exceção é o direito falimentar norte-americano, para o qual a necessidade de retomar as funções econômicas do patrimônio paralisado do insolvente conduziria a uma abordagem mais pragmática e menos gravosa sobre a continuidade de suas atividades. Esta orientação difere, no entanto, daquela que se encontra em outras ordens jurídicas. É sintomático que o termo bancarrota apareça explicitamente, no direito alemão, apenas no Código Penal.¹³⁷

Quando aplicada a qualquer forma de esgotamento ou impossibilidade de disposição dos meios de pagamento do Estado, esta marca negativa da palavra dissemina algumas resistências ao seu emprego, ainda que isso não impeça seu uso mais ou menos intensivo na literatura jurídica. Em trabalhos doutrinários alemães, a frequência do uso consagrou a bancarrota estatal como uma expressão de sentido corrente, definida por Manes como a “situação de não cumprimento das obrigações financeiras de um Estado”.¹³⁸ Algum deslocamento histórico e geográfico, porém, retomaria sua dimensão pejorativa. Na França, a menção à bancarrota do Estado fora à época revolucionária proibida em lei, pois aquela que Mirabeau chamaria de *mot infâme* era desonrosa à fé pública.¹³⁹ Não menos radical é a opinião de um jurista holandês que, muito mais tarde, compararia os efeitos da bancarrota sobre a população civil em tempos de paz aos da lei marcial em tempos de guerra, com um agravante: a guerra poderia ser justa, a bancarrota jamais.¹⁴⁰ A declaração

¹³⁷ §§ 283 e 283a StGB.

¹³⁸ **Staatsbankrotte: Wirtschaftliche und Rechtliche Betrachtungen.** 2. ed. Berlim: Verlag Von Karl Siegismund, 1919, p. 22. Ver, além disso, as seguintes obras já citadas: HUGO, G. **Lehrbuch des Naturrechts.** 4. ed. Berlim: August Mylius, 1819; LABAND, P. **Das Staatsrecht des Deutschen Reiches.** Friburgo: J. C. B. Mohr, 1891, vol. 4; FREUND, G. **Die Rechtsverhältnisse der Öffentlichen Anleihen.** Berlim: J. Guttentag, 1907. Mais recentemente, ver o amplo trabalho de LEWINSKI, K. v. **Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott.** Tübingen: Mohr Siebeck, 2011.

¹³⁹ Ver o discurso de Mirabeau em REICH, E. **Selected Documents Illustrating Medieval and Modern History.** Honolulu: University Press of the Pacific, 2004 (1905), p. 420.

¹⁴⁰ VON DAEHNE VAN VARICK, A. **Le Droit Financier International devant la Conférence de la Haie.** Haia: M. Nijhoff, 1907, p. 4. “Mais la banqueroute est plus funeste que la guerre: celle-ci peut être juste, celle-là ne l’est jamais, et ajoute donc un mal moral au mal matériel. L’atteinte au bien d’autrui, partant de si haut, trouble la notion de la propriété dans toutes les classes de la société, et ébranle, par conséquent, une des bases de l’ordre intérieur”.

de bancarrota acrescentaria ao mal-estar material um problema moral, com que o Estado não poderia ser indulgente por ameaçar a propriedade privada e a paz internacional. Se a dogmática jurídica alemã utilizaria a expressão para descrever sem meias palavras uma situação de crise e, por outro lado, o senso político francês rejeitaria a conveniência de que o Estado declarasse expressamente a própria penúria, Adam Smith optaria pela transparência do seu emprego, ainda que condenasse o excesso de endividamento que tenha levado à sua necessidade. “Quando é necessário para o Estado se declarar falido (...), uma justa, aberta e confessa bancarrota é sempre a medida menos desfavorável ao devedor e menos danosa ao credor”, dizia o economista escocês. A honra do Estado seria mais bem atendida por uma declaração transparente do que pelos truques econômicos usados para diminuir os pagamentos aos credores sem que o Estado o confessasse.¹⁴¹

O problema é que os casos e interpretações acima, que apenas incompletamente exemplificam o argumento, não demonstram, por si mesmos, que sob o termo bancarrota se entreveja alguma institucionalidade das crises financeiras do setor público em suas relações com o exterior. Os procedimentos que existem nas ordens jurídicas internas, ao tratarem da bancarrota, não existem em relação aos Estados; os problemas morais não necessariamente se traduzem em formas jurídicas; o direito existente tem fontes diversas que nem sempre encontram canais de diálogo; e, não menos importante, as propostas de mecanismos jurídicos tais como convenções internacionais que disciplinem a bancarrota do Estado esbarram na indisposição dos soberanos em usar uma palavra cuja simples menção afugentaria boa parte de suas fontes de financiamento. O conceito é puramente descritivo de fenômenos financeiros, sem um sentido jurídico preciso, além de ter uma conotação política que por vezes o desaconselha.

Outras noções não são menos problemáticas. A incapacidade de pagamento do Estado, decorra do motivo que for, encontra-se também tratada como uma situação de *insolvência*, que transpõe ao setor público um conceito de direito privado e se afasta das diferenças que existem entre os instrumentos de política financeira do Estado e a administração das finanças pessoais dos particulares. A esta relativa inaptidão do conceito para se referir com precisão à suspensão da dívida pública do

¹⁴¹ SMITH, A. **The Wealth of Nations**. Londres: Bantam Classic, 2003 (1776), p. 1185-6. No original, “[w]hen it becomes necessary for a state to declare itself bankrupt, in the same manner as when it becomes necessary for an individual to do so, a fair, open, and avowed bankruptcy is always the measure which is both least dishonourable to the debtor, and least hurtful to the creditor.”

Estado se somam outras dificuldades. Se nos sistemas jurídico-falimentares as declarações falsas de insolvência costumam ser consideradas ilícitas, os credores do Estado, ao lidar com informações financeiras complexas e opacas, teriam dificuldades de monta para aferir se o ente público deixou de pagar suas dívidas por mera vontade ou porque seus balanços não o permitem. A construção de um arcabouço institucional para lidar com a dívida pública dependeria, portanto, de organismos autorizados a decidir esta questão com imparcialidade,¹⁴² mas mesmo isso não bastaria. O Estado tem competências que não equivalem às possibilidades dos particulares. O poder tributário, as desapropriações, a emissão de moeda, emissão de novas dívidas, tudo amplia a margem de manobra com que conta o setor público. Uma demonstração irrefutável de que o Estado é insolvente por esgotamento da capacidade financeira é de demonstração dificultosa, uma *probatio diabolica*, e com algum cinismo se poderia dizer, com apelo às hipóteses extremas, que a incapacidade de pagamento do Estado poderia ocorrer apenas se todos os cidadãos também se tornassem insolventes, portanto incapazes de entregar voluntária ou compulsoriamente recursos aos cofres públicos, e, sobretudo, se a máquina de emissão de moeda parasse de funcionar.¹⁴³ As iniciativas para mitigar o problema da incapacidade de pagamento do Estado, no entanto, indicam a necessidade de considerar as particularidades do setor público sem que se desconsidere totalmente a importância de alguns princípios do direito falimentar. O tema será desenvolvido no último capítulo.

Mas também aqui se repete o problema não jurídico, e sim político, do estigma conceitual. Muito recentemente, no ano de 2011, o vice-chanceler alemão Philipp Roesler sugeriria procedimentos de “insolvência ordenada” como resposta à crise grega. O pânico gerado no mercado pela declaração seria posteriormente revertido com a atuação do presidente francês Nicolas Sarkozy, que naquela ocasião poderia concordar com Mirabeau a respeito dos efeitos da palavra bancarrota sobre a reputação financeira dos Estados.¹⁴⁴ *Caesar dominus et supra grammaticam*: César impera também sobre a gramática, enfatizaria Carl Schmitt a respeito de conceitos

¹⁴² É o que já falava BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, p. 116.

¹⁴³ A crítica ao cinismo desta concepção se encontra em PAULUS, C. *Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten*. **Recht der Internationalen Wirtschaft**, Frankfurt, s. n., 2009, p. 12.

¹⁴⁴ Os eventos desta fase da crise financeira europeia podem ser consultados em SHARMA, S. **Global Financial Contagion: Building a Resilient World Economy after the Subprime Crisis**. Nova Iorque: Cambridge University Press, 2014, p. 163.

políticos cuja interpretação depende de quem tem o poder de decidir sobre seu uso, bem como seu conteúdo e abrangência.¹⁴⁵ A composição de um quadro jurídico para a regulação da “insolvência” ou da “bancarrota de Estado” poderia ser assim dificultada pelos processos políticos de decisão sobre o seu significado.

Por fim, quando se fala em *default* deve-se levar em conta a alteração de seu significado no decorrer do tempo. De origem francesa (do verbo *défaillir*), a palavra se tornou sinônimo de incapacidade de pagamento quando aplicada às finanças públicas ou pessoais.¹⁴⁶ Nos sistemas jurídicos anglo-saxões, porém, seu sentido é mais amplo, mais neutro e mais vago. Conquanto possa se referir também à suspensão dos pagamentos de uma dívida em razão do esgotamento dos meios financeiros, a falha no cumprimento de obrigações jurídicas, materiais ou processuais, já poderia caracterizá-lo. Uma prestigiada enciclopédia jurídica inglesa, em edição de 1935, definia o default como “(...) um termo puramente relativo, assim como negligência, não significando nem mais nem menos que o ato de não fazer o que é razoável sob dadas circunstâncias, o ato de não fazer aquilo que se deve, tendo em vista as relações que se estabelecem com outras pessoas interessadas em uma determinada transação.”¹⁴⁷ Por default se costuma entender qualquer violação das obrigações contratuais (não apenas das principais, mas também das acessórias), e ainda a omissão em atos processuais. É por isso que seu significado pode incluir a interrupção do pagamento do principal e dos juros devidos, caso em que coincide com o sentido de bancarrota ou de insolvência, mas a ele não se limita.

A alteração das circunstâncias em que se dará o pagamento e a modificação de obrigações contratuais que não acarretam a demora ou o cancelamento do adimplemento da prestação principal também são descritas como casos de default. Nem todo default, assim, corresponde a uma declaração de insolvência. A substituição de uma garantia contratual, o pagamento em local diferente do estabelecido, ou a alteração da moeda em que a obrigação é denominada são situações amplamente chamadas de default, ainda que não acarretem necessariamente a suspensão dos pagamentos aos credores. Isto não significa que estas alterações possam ter impactos menores sob a percepção do risco das operações de crédito.

¹⁴⁵ **Positionen und Begriffe** (1940). 4. ed. Berlin: Duncker & Humblodt, 2004, p. 202.

¹⁴⁶ Ver, por exemplo, o trabalho de JÈZE, G. Les Défaillances d'État. **Recueil des Cours**, Leiden, vol. 53, n. 3, 1935, p. 381-434.

¹⁴⁷ **Halsbury's Laws of England**. 2. ed. Londres, 1935, XVI. Tradução livre. No original, o default, “(...) apart from its statutory signification, is a purely relative term, just like negligence, meaning nothing more, nothing less, than not doing what is reasonable under the circumstances, not doing something which one ought to do, having regard to the relations which he occupies towards other persons interested in a particular transaction”

Tome-se o caso de um Estado que efetue os reembolsos em moeda doméstica, mas proíba a sua conversão ou sua transferência para o exterior. O exemplo não é hipotético. A estratégia econômica do governo dos Estados Unidos para o continente europeu, no início dos anos 30, pretendia evitar a paralisação econômica daquele continente. Para isso foi negociada a moratória Hoover em julho de 1931, que incluía uma série de acordos de suspensão dos pagamentos da dívida (os acordos de *standstill*) pelo prazo de um ano, o que incluía as reparações de guerra devidas pela Alemanha. A despeito disso, o governo alemão prometera manter os pagamentos denominados em moeda estrangeira, implementando, no entanto, uma série de controles de capitais que pretendiam limitar sua fuga para o exterior.¹⁴⁸ O default pode se definir, desse modo, não apenas pela interrupção dos pagamentos, mas por medidas tomadas por um Estado que alterem as circunstâncias em que ele deve ocorrer, tais como por meio do controle de transferências.

Referências mais recentes qualificam o default, no entanto, como a demora ou a interrupção dos pagamentos, o que lhe confere uma conceituação acentuadamente financeira. Fala-se em *default parcial* nos casos de interrupção do serviço de uma parte da dívida pública, como ocorre, por exemplo, com o não pagamento do principal no período aventado, mas com a continuidade do adimplemento dos juros incidentes. A noção correlata, de *default total*, se identifica com a paralisação de todos os pagamentos aos credores das obrigações financeiras do Estado. Neste último sentido, o default se aproxima da ideia de moratória, que bem o traduziria em sua acepção pragmática contemporânea.¹⁴⁹ A agência de avaliação de riscos Moody's define a situação de default como aquela em que se cancela ou se atrasa o reembolso do principal ou dos juros devidos, mesmo que o pagamento seja feito dentro de um período de graça, caso houver. De modo similar, a conceituação oferecida pela Standard and Poor's é a de falha em atender ao pagamento do principal ou dos juros no prazo devido (ou dentro do período de graça) previsto nos termos iniciais da emissão da dívida.¹⁵⁰ Com este sentido, o default se aproxima de bancarrota ou

¹⁴⁸ KLUG, A. The German Buybacks, 1932-1939: a Cure for Overhang?. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 75, nov. 1993, p. 1-80.

¹⁴⁹ DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012, p. 8.

¹⁵⁰ Ver a compilação destas definições em PESCATORI, A.; SY, A. Are Debt Crisis Adequately Defined? **IMF Staff Papers**, Washington, D.C., vol. 54, n. 2, 2007, p. 308-309. Pela Moody's, surge o default quando "there is a *missed or delayed disbursement of interest and/or principal*, even if the delayed payment is made within the grace period, if any" (destaque do original). Pela Standard & Poor's, qualifica-se o default por "the failure of an obligor to meet a principal or interest payment on the due date (or within the specified grace period) contained in the original terms of the debt issued".

insolvência, ainda que eventualmente possa se referir a alterações em formas e condições de pagamento que não signifiquem (ao menos imediatamente) uma desvantagem patrimonial aos credores.

Os três conceitos aqui tratados remetem a um dado estado de coisas que, aproximativamente, pode ser como uma situação de inadimplemento da dívida pública – seja porque os pagamentos não foram feitos, seja porque se deram em condições diferentes daquelas inicialmente pactuadas. A bancarrota, a insolvência e o default são conceitos descritos que indicam a interrupção do serviço da dívida, o que ao menos parte da literatura econômica chamaria de crise da dívida pública.¹⁵¹ Em análises nas quais importa mais a capacidade descritiva dos conceitos do que a referência a características tecnicamente mais bem definidas, o uso corriqueiro e a capacidade conotativa desses termos não podem ser desprezados. Há, no entanto, contextos que requerem maior especificação, como aqueles em que se busca a identificação de um regime jurídico próprio da dívida pública. Neste caso, os termos acima têm um significado amplo e vago, ainda que consigam apontar para algumas características relevantes e confirmam uma noção mais ou menos competente sobre suas configurações mais gerais. As crises da dívida pública têm, para o direito financeiro, um sentido próprio, que se desloca em algumas de suas categorias operacionais contidas no conceito mais amplo de inexecução da dívida pública. As crises no serviço da dívida podem ter um sentido delimitado na linguagem do sistema econômico (de onde advém seu potencial denotativo), assim como fica sujeita à calibragem da linguagem política utilizada pelos diversos atores envolvidos na denominação de determinados eventos como bancarrota, insolvência ou default do Estado. É o sistema jurídico, por sua vez, que permite qualificar as estruturas formais de modificação e extinção das obrigações que constituem a dívida pública, aqui amplamente tratadas como hipóteses de sua inexecução, por meio das quais o Estado não as sirva no modo ou tempo originalmente estabelecidos.

2.3. FORMAS DE INEXECUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Ainda que seja possível cogitar de casos em que o Estado cancele, pura e simplesmente, o pagamento da dívida pública, não é esta a única forma pela qual a

¹⁵¹ É o que faz J. Sachs, ao analisar os riscos na continuidade do serviço da dívida a partir de diversas hipóteses de default. Cf. *Theoretical Issues in International Borrowing*. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 54, jul. 1984, p. 1-46. Em sentido contrário, aponta-se que nem todas as crises da dívida pública decorrem de dificuldades em manter o seu serviço (vide PESCATORI, A.; SY, A. *Are Debt Crisis Adequately Defined?* **IMF Staff Papers**, Washington, D.C., vol. 54, n. 2, 2007, p. 306-337).

situação de default acima descrita passa a existir. Também a demora no pagamento e as modificações contratuais comprometem o serviço da dívida. Podem ser preliminarmente descritas, portanto, três hipóteses de inexecução: aquela em que a obrigação se extingue por ato unilateral; aquela em que os pagamentos são adiados com prazo certo ou indeterminado; e ainda aquela em que as obrigações originais são convertidas em novas obrigações, normalmente com a intenção de modificar o principal ou os juros devidos.

Seria desnecessário dizer que o tema se situa, portanto, na fase de cumprimento ou de execução das obrigações, campo em que aquelas que constituem a dívida pública financeira do Estado obedecem aos elementos gerais das obrigações tais como analisadas pela teoria jurídica. Todas se desenvolvem em etapas encadeadas, como um processo que se sucede em fases. Após o surgimento das obrigações, é lícito esperar que, em suas fases finais, o adimplemento represente a solução natural da obrigação, o cumprimento do fim para o qual ela foi criada. Neste ponto, um critério classificatório é útil para que se possam colocar em uma sistematização coerente as formas de inexecução da dívida pública. As obrigações se extinguem de forma satisfatória ou de forma não satisfatória. Interessa, aqui, saber do quadro jurídico para as soluções não satisfatórias aos interesses que serviram de base à conformação primeira da relação jurídica entre o Estado e seus credores.

Se, de um lado, o adimplemento da obrigação é causa extintiva satisfatória, que atende à finalidade do acordo entre as partes, os modos não satisfatórios são aqueles em que o adimplemento tardio ou o inadimplemento absoluto, ou ainda alterações unilaterais obrigatórias ou forçadas, contrariam as pretensões iniciais.¹⁵² Uma referência essencial sobre o assunto na doutrina jurídica brasileira qualificaria ambos os contextos com uma imagem orgânica, e falaria de um estado fisiológico das obrigações, que supõe a normalidade de seu curso, e de seu fenômeno oposto, o estado patológico, em que o combinado é infringido e cuja infração provoca o surgimento de determinadas consequências jurídicas.¹⁵³ As muitas crises da dívida pública atestam a frequência da patologia, o fato comum do descumprimento das obrigações, que lança às estruturas que formalmente lidam com estes casos a necessidade de distinguir as formas pelas quais a inexecução se manifesta. Elas são esquematizadas como situações de modificação, de um lado, e de inadimplemento das obrigações, com ou sem sua extinção, de outro.

¹⁵² MAJO, A. d. *Obbligazione*. In: **Enciclopedia Giuridica**. Roma: Instituto della Enciclopedia Italiana, 2007, vol. XXIV, p. 33 e seguintes.

¹⁵³ AGOSTINHO ALVIM. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. São Paulo: Saraiva, 1949, p. 11.

Algo deve, ainda, ficar claro. Ao se falar, por exemplo, em extinção de uma obrigação financeira do Estado, fala-se de uma dada obrigação, aquela estabelecida entre o Estado e outra parte, seja ela qual for; não se quer com isso dizer, necessariamente, que se tenha extinguido a totalidade da dívida pública, aqui tomada como o estoque acumulado até dado momento. Interessa, juridicamente, o modo como se extinguem as obrigações específicas, e ela corresponderia à extinção da dívida pública apenas se o Estado tivesse somente um credor e com ele houvesse firmado apenas uma operação de crédito. Esta ressalva deve evitar que expressões como modificação ou extinção da dívida pública sejam tomadas em sentido demasiadamente literal. Pretende também evitar a impressão de que este trabalho teorizasse de alguma forma sobre conceitos econômicos de redução ou gestão da dívida pública. Com seu sentido jurídico, as obrigações que a compõem serão tomadas isoladamente, pois as diferentes categorias já expostas submetem-se também a distintos regimes que não podem ser tomados em sua globalidade.

2.3.1. Formas modificativas

As obrigações financeiras do Estado podem ser modificadas quanto ao seu objeto ou quanto a seus sujeitos. Ao falar de modificações objetivas, serão analisadas as reestruturações ou conversões da dívida pública. As modificações subjetivas, por sua vez, referem-se aos casos de sucessão de Estados.

2.3.1.1. Modificações objetivas explícitas. Reestruturação, conversão e consolidação

Independentemente da denominação que se dê à inexecução do serviço da dívida pública, os Estados, ao afirmarem que sua carga de endividamento insustentável, com alguma rotina decidem por alterar o modo de pagamento de seus débitos. Haveria outras formas pelas quais um Estado altamente endividado, cuja capacidade financeira alegue estar esgotada, ou indisposto a satisfazer as obrigações financeiras em detrimento de outras finalidades que resolva dar a seus recursos, poderia interromper, temporária ou definitivamente, os pagamentos da dívida pública. Os meios de extinção de uma obrigação financeira, tais como a declaração formal da não intenção de pagar determinada classe de credores, não excluem, no entanto, formas menos drásticas de descumprimento dos contratos inicialmente firmados. Nestes casos, um Estado pode alterar as condições originais de pagamento. Estas modificações constituem os procedimentos de *reestruturação* da dívida pública, de que se fala quando o Estado altera os pagamentos inicialmente fixa-

dos, com ou sem sua suspensão, ainda que, normalmente, sob a ameaça de fazê-lo.¹⁵⁴ O propósito de uma modificação desse tipo é tornar a dívida pública administrável em um contexto no qual a preservação das condições iniciais de pagamento colocaria a continuidade das atividades do Estado sob excessiva pressão; isto é, confere-se aos passivos públicos um perfil mais gerenciável. Outra finalidade que se poderia alcançar é a redução do valor líquido da dívida pública. É inevitável associar este processo de reestruturação a crises financeiras do Estado, que se manifestem pela insuficiência dos recursos orçamentários ou por gastos públicos pressionados. A ideia de crise é plurívoca, mas, ao menos sob a perspectiva fiscal, qualquer uma das duas finalidades acima, que se apresentam como resposta a dificuldades financeiras, poderia ser atingida se, tudo o mais constante, o Estado reestruturasse satisfatoriamente sua dívida. Pode ser que o faça de forma mais ou menos abrangente, com ou sem o consenso dos credores, dispondo de maior ou menor confiança sobre a sinceridade de sua afirmação de que a dívida pública é, de fato, insustentável. Quer modifique os pagamentos por não ser financeiramente capaz de lhes dar continuidade ou porque entenda que seja esta a forma mais adequada de liberar recursos para outros fins, as receitas públicas podem ser aliviadas com as medidas de reestruturação.

A terminologia não é uniforme. Reestruturação e conversão podem ser tomadas como palavras sinônimas, pois se referem a um mesmo grupo de estruturas formais de modificação das obrigações financeiras.¹⁵⁵ Conquanto o primeiro termo tenha se tornado recentemente mais comum, ambos tratam da novação de determinadas obrigações, com sua transformação em outras menos onerosas.¹⁵⁶ A mudança da nomenclatura pode indicar também uma alteração de ênfase. Se a categoria técnica das conversões parece indicar os procedimentos adotados pela autoridade pública para transformar pontualmente determinadas obrigações, a reestruturação transmite a ideia mais ampla de redefinição de toda uma classe da

¹⁵⁴ STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises**. Cambridge: the MIT Press, 2006, p. 3; WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 14.

¹⁵⁵ Entre as obras clássicas que tratam do assunto, v. JÈZE, G. **Science des Finances et de Législation Financière Française**. 6. ed. Paris: Marcel Giard, 1922, p. 307 e seguintes; LABEYRIE, H. **Théorie et Histoire des Conversions de Rentes**. Paris: Guillaumin et Cie., 1878, p. 57. Ambos se referem à conversão da dívida pública, e não mencionam o termo reestruturação.

¹⁵⁶ Sobre a equivalência de efeitos da conversão e da novação tal como tratada pelo direito das obrigações, ver FONROUGE, C. **Derecho Financiero**. 3. ed. Buenos Aires: Depalma, 1977, vol. 2, p. 1046.

dívida pública que apresente um dado perfil, de uma abrangente política de alteração dos pagamentos da dívida pública de que o espetacular default argentino de 2001 seria o exemplo emblemático. Tanto o volume da dívida reestruturada como os conflitos de interesses entre o Estado e algumas das classes de credores indicam a amplitude do problema, que não se deixaria entrever por denominações mais tímidas que se referissem a contratos individualizados. De fato, por vezes o termo conversão é utilizado de forma muito restrita para algumas modalidades de modificações objetivas dos contratos, ora exclusivamente à alteração do capital, ora apenas à mudança dos juros nominais.¹⁵⁷ Por esta razão fala-se mais frequentemente em reestruturação, ainda que não houvesse ambiguidade caso o termo conversão fosse tomado de forma menos restrita.

Por meio da reestruturação, o Estado reembolsa uma dada categoria de credores pela emissão de um novo título constituído em diferentes condições. Sob o ponto de vista cronológico, a modificação das obrigações originais representa também sua extinção; estas obrigações são, no entanto, substituídas por outras de modalidade distinta. A relação jurídica do Estado com os credores e os efeitos financeiros do endividamento sobre as finanças públicas prosseguem, portanto. Por esta razão as formas modificativas serão aqui tratadas separadamente dos modos de extinção das obrigações.

Em que consistem, porém, tais modificações? Não há, na realidade, um só fim, ou um só modo. Quanto às finalidades, as reestruturações podem se destinar a reduzir os juros, o principal, ou ambos, e ainda estender os prazos de pagamento; e, quanto ao modo, podem ser forçadas ou voluntárias. Em todo caso o Estado deixará de atender ao propósito primeiro ao qual as partes aderiram no momento de constituição das obrigações. Tome-se primeiramente a finalidade das reestruturações, a redução dos juros ou do principal, um modo não satisfatório de transformação das obrigações originais se levados em conta os valores financeiros inicialmente estipulados, bem como os prazos de pagamento.¹⁵⁸ Trata-se, portanto, de

¹⁵⁷ LAPATZA, J. **Curso de Derecho Financiero Español**. 23. ed. Madri: Marcial Pons, 2003, vol. I, p. 279. Como exemplo de conceituação da conversão apenas como a transformação das taxas de juros, ver INGROSSO, G. **Corso di Finanza Pubblica**. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1969, p. 576: “[I]a conversione (...) consiste nel sostituire ad un determinato tasso di interesse, un debito da contrarsi ad un tasso d’interesse inferiore”.

¹⁵⁸ Para a distinção entre o default do principal e dos juros, cf. BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 123-8; MADDEN, J.; NADLER, M. **Foreign Securities: Public and Mortgage Bank Bonds – an Analysis of the Financial, Legal and Political Factors**. Nova Iorque: The Ronald Press Company, 1929, p. 264 e seguintes.

uma operação financeira de transformação da relação jurídica inicial entre o Estado e o credor. Aqui algo deve ser apontado com mais cuidado. Toda reestruturação seria desfavorável aos credores? Dois aspectos precisam ser aqui considerados.

Seria possível, ao menos em tese, cogitar de reestruturações favoráveis aos credores, ou seja, de casos em que as obrigações originais fossem alteradas em vantagem daqueles a quem os pagamentos devem ser feitos. É verdade que haveria poucos exemplos históricos, os quais, no entanto, existem. Em 1949, o governo francês ofereceu a alguns dos detentores de títulos de menor valor a possibilidade de trocar papéis a 3% por outros a 5%, e a Argentina, em 1960, abriu a possibilidade de que alguns títulos novos a 8% fossem dados em pagamento a portadores de outros certificados com juros menores, caso optassem por fazê-lo durante o período de subscrição dos novos títulos. A intenção, nestes casos, foi conferir um auxílio direto para a recuperação econômica de algumas classes especiais de credores (notadamente aqueles com problemas econômicos agudos) ou readequar o perfil da dívida pública a circunstâncias mais atuais.¹⁵⁹

Estes casos, porém, são tão atípicos que recebem o nome de *anti-conversões*. Eles tomam uma considerável distância do propósito normal das operações de reestruturação da dívida pública, que têm normalmente o objetivo de reduzir os pagamentos devidos pelo Estado, e não os aumentar. As reestruturações costumam se dar com algum prejuízo para os interesses dos credores, o que parece ter se agravado ao longo do tempo. Há estudos que procuraram quantificar, em determinados períodos, a dimensão das perdas em processos de reestruturação. Veja-se o extenso trabalho de Suter, que compara as reestruturações nos períodos de 1820 a 1870, de 1871 a 1925 e de 1926 a 1975.¹⁶⁰ Considerando o pagamento dos juros em atraso, a redução das taxas de juros e a diminuição do valor de face dos títulos, as modificações se tornaram mais desvantajosas aos credores ao longo do tempo. No primeiro desses períodos, mal se podia falar em cortes no valor nominal dos títulos, com reduções de juros da ordem de 15% e cerca de 81% dos reembolsos atrasados transformados em novos títulos. No segundo período, os percentuais da redução do valor de face, dos juros e da capitalização dos pagamentos em atraso foram, respectivamente, de 23%, 16% e 72% (com a ressalva de que a diminuição do valor nominal teria sido um reflexo da substituição do pagamento em dinheiro por terras e concessões públicas do setor de infraestrutura). O período do entreguerras,

¹⁵⁹ Os casos são citados em FONROUGE, C. **Derecho Financiero**. 3. ed. Buenos Aires: Depalma, 1977, vol. 2, p. 1048.

¹⁶⁰ **Debt Cycles in the World Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820-1990**. Boulder: Westview, 1992.

por sua vez, foi aquele em que as perdas se mostraram ainda mais volumosas, com valores de face em média 23% menores, decréscimo de 34% nos índices de juros e o reconhecimento de apenas 35% dos pagamentos atrasados. Outras pesquisas acompanham as perdas em tempos mais recentes. Na década de 1980, as negociações no bojo do plano Brady significaram descontos que variaram de 35% no caso do México até 76% no da Costa do Marfim, algo que, ao menos para a perspectiva dos credores, se agravaria ainda mais com a redefinição dos prazos de maturidade para períodos mais longos.¹⁶¹ De 1998 a 2005, os investidores em títulos públicos sofreram perdas significativas no valor de face dos títulos nos processos de reestruturação da dívida russa (2000), ucraniana (2000), equatoriana (2000) e argentina (2005), e significativas extensões na maturidade dos empréstimos nas renegociações paquistanesa (1999) e uruguaia (2003). A redução no valor ao par variou de 5 a 20% no caso do Uruguai até 70% no exemplo da Argentina.¹⁶²

Não surpreende que, diante de perdas que se avolumam, as reestruturações tenham se tornado um problema jurídico relevante em razão da litigiosidade que incentivam. Trata-se de um problema que diversas instâncias nacionais e instituições internacionais são chamadas a enfrentar. Mas não apenas a pressão sobre os valores, os rendimentos, os juros e o pagamento de parcelas em atraso dos empréstimos públicos são potenciais elementos conflitivos. Outro fator estrutural que caracteriza os procedimentos de reestruturação pode ser responsabilizado pelo papel mais atuante de instituições jurídicas nas reestruturações, e esse elemento é o consentimento dos credores. O acorrimento de sua vontade permite distinguir diferentes tipos de reestruturação, e aqui se chega a um aspecto. É preciso distinguir as conversões por uma classificação que as caracterize como forçadas ou voluntárias, nesta segunda categoria compreendidas aquelas de natureza facultativa ou obrigatória. Não deve estranhar que se fale, nestes casos, de conversões simultaneamente voluntárias e obrigatórias, desde que compreendido seu exato significado.¹⁶³

As reestruturações forçadas são tomadas por decisão unilateral do Estado, por meio de ato de autoridade, e não oferecem ao credor a possibilidade de se subtrair à determinação estatal. Assim, por exemplo, as reduções unilaterais de juros. Está

¹⁶¹ RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 171.

¹⁶² STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005**. Washington, D.C.: FMI, 2005.

¹⁶³ Ao menos quanto a este critério, a classificação não encontra alterações significativas na doutrina do direito financeiro. A referência fundamental continua a ser JÈZE, G. **Science des Finances et de Législation Financière Française**. 6. ed. Paris: Marcel Giard, 1922, p. 390-391.

claro que, nestes casos, ocorre um ato antijurídico, uma violação dos contratos, algo que reconheceriam, já desde muito tempo, até mesmo aqueles que afirmam a natureza de ato jurídico unilateral dos empréstimos públicos.¹⁶⁴

As reestruturações voluntárias, por sua vez, oferecem duas alternativas aos credores. A primeira delas é deixar livre o caminho da adesão à oferta pública de troca dos títulos, que não é obrigatória, e aqui se fala em reestruturação facultativa. Outra possibilidade é apresentar aos investidores o “dilema financeiro clássico”¹⁶⁵ de ter que escolher entre aceitar a oferta de reestruturação do Estado ou a extinção das obrigações originais com o recebimento dos valores nominais. As ofertas de troca do tipo “pegar ou largar”¹⁶⁶ são conversões que não perdem seu caráter voluntário (pois ainda dependem do consentimento do credor), mas que o colocam diante de uma escolha que será apenas a menos pior diante de determinadas circunstâncias econômicas. O sucesso de uma conversão obrigatória dependeria do cumprimento de condições objetivas, entre as quais já se apontou a credibilidade do Estado, a cotação dos títulos convertíveis acima do valor nominal (de modo que o credor que não aceite a oferta se coloque diante de uma desvantagem financeira) e a cotação das taxas de juros de mercado inferiores àquela oferecida aos possuidores dos títulos.¹⁶⁷ Mas, nestes casos, ainda que o credor adira à oferta, haverá algum grau de coercitividade que dificilmente permitiria concluir que a solução consensual era aquela pretendida pelos portadores dos títulos quando o adquiriram. Neste sentido, a não ser nas raras hipóteses de anti-conversões destacadas previamente, as reestruturações costumam se dar em detrimento dos interesses dos credores.

É possível encontrar, ainda, diferentes denominações para cada um dos fenômenos aqui referidos como reestruturações, o que admite partir a uma tipologia de cada uma destas categorias de acordo com a sua denominação menos infrequente. A maior parte das reestruturações se dá sob a forma de *reescalamento*, que são os prolongamentos da maturidade das obrigações antigas, com o possível envolvimento de taxas de juros menores. Como estes diferimentos negociados implicam a extensão dos prazos de pagamento, representam também uma forma de amenização

¹⁶⁴ FONROUGE, C. **Derecho Financiero**. 3. ed. Buenos Aires: Depalma, 1977, vol. 2, p. 1047.

¹⁶⁵ A expressão é de LAPATZA, J. **Curso de Derecho Financiero Español**. 23. ed. Madrid: Marcial Pons, 2003, vol. I, p. 279.

¹⁶⁶ Cf. WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 14.

¹⁶⁷ INGROSSO, G. **Corso di Finanza Pubblica**. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1969, p. 578-580; GRIZIOTTI, B. **Principios de Ciencia de las Finanzas**. Buenos Aires: Depalma, 1959, p. 392.

do impacto do serviço da dívida, e daí que sejam mencionadas como instrumentos de alívio do endividamento. Há, no entanto, formas mais diretas de promoção de *reduções* nos pagamentos, com a diminuição *ipso facto* do valor de face dos títulos e dos juros incidentes, vencidos ou vincendos. Os reescalamentos são formas de reestruturação mais comum que as reduções diretas, ainda que ambos acarretem algum tipo de diferença entre os valores atuais de mercado de compra e de venda do título (o que se chama de *haircut*). Finalmente, uma terceira categoria referida entre as formas de reestruturação é a *recompra* de títulos da dívida pública (*debt buybacks*), por meio da qual as obrigações pendentes são trocadas por pagamento em espécie, geralmente com descontos. Trata-se de uma resposta mais incomum às potenciais crises de pagamento da dívida pública.¹⁶⁸

2.3.1.2. *Modificações objetivas implícitas: reforma monetária*

Nem todas as modificações contratuais são, porém, declaradas. Instrumentos financeiros da soberania do Estado são utilizados para reduzir o valor dos pagamentos aos credores sem que se efetue um procedimento formal de reestruturação, com ofertas de trocas dos títulos. Pelo seu poder de promover alguma forma de *reforma monetária* que recaia sobre os títulos da dívida pública, o Estado pode reduzir o valor dos reembolsos em detrimento do inicialmente pactuado, sem que assim o declare.

A primeira das competências acima mencionada, a soberania monetária do Estado, é reconhecida pelo direito internacional público, e, por consequência, o valor da moeda é passível de determinação pelo Estado que a emite. O exercício do poder de regular a própria moeda atende a diferentes objetivos macroeconômicos, um dos mais comuns a manutenção da inflação sob controle. A dívida pública pode também ser administrada por meio de ajustes no valor da moeda, desde que aptos a conduzi-la a níveis sustentáveis. Há, na regulação monetária, um aspecto da soberania do Estado que diz respeito à preservação de seu equilíbrio econômico. O reconhecimento desta competência faz parte da opinião comum, de um “princípio universalmente aceito”, como menciona a Resolução n. 1.103/97 da Comissão Europeia, ao tratar de medidas para a introdução do euro no bloco comunitário.¹⁶⁹

¹⁶⁸ A propósito destas distinções e de uma extensa documentação de casos de reescalamento e reduções, cf. DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012, p. 7 e seguintes.

¹⁶⁹ COMISSÃO EUROPEIA. Council Regulation n. 1.103/97, de 17 de junho de 1997. **OJ L 162**, 19/06/1997, p. 3. No original, “[w]hereas the introduction of the euro constitutes a

Além disso, adota-se o nominalismo como regime aceito para as obrigações de pagar em dinheiro, que devem ser adimplidas, como regra, pelo seu valor nominal.¹⁷⁰ Isto significa que uma obrigação de pagar é adimplida se o credor, no momento de seu vencimento, pagar ao devedor o valor nominalmente fixado, independentemente das variações no valor intrínseco da moeda eventualmente ocorridas entre a constituição e o fim da obrigação, ainda que, em alguns casos, se possa determinar, por imposição legal ou convencional, o ajuste monetário às variações no valor monetário real.

Tudo até aqui poderia indicar que o exercício das competências monetárias do Estado e a aceitação do nominalismo nas obrigações de pagar como uma norma amplamente reconhecida em diversas ordens jurídicas fariam das variações no valor real da unidade de pagamento algo incapaz de caracterizar o não cumprimento dos contratos. Pela *lex monetae* válida em determinado lugar, aqueles que portam, transferem e recebem o papel-moeda se sujeitam à regulação de seu valor pela autoridade que o emitiu. Há casos, no entanto, em que as mudanças monetárias extrapolam o exercício normal da regulação e, alterando significativamente a estrutura do sistema monetário até então vigente, podem configurar violação das obrigações financeiras do Estado. Nestes casos, atenta-se não apenas para a *lex monetae*, mas também para a *lex contractus*, de maneira que o direito do local em que se celebrou o contrato defina o eventual descumprimento de deveres estabelecidos entre as partes. Os limites entre o exercício legítimo da competência monetária e a prática ilícita, que se chamaria de um default implícito, foi o que tentaram definir algumas decisões judiciais fundamentais da Corte Permanente de Justiça Internacional (CPJI). Os casos dos empréstimos sérvios e brasileiros, ambos julgados em 1929, trataram de alterações substanciais na unidade monetária adotada como meio de pagamento de parte da dívida pública e de suas consequências sobre obrigações financeiras anteriormente firmadas.

Diversas questões relevantes ao regime jurídico das alterações monetárias no pagamento da dívida pública foram decididas nesses casos, algumas das quais pertinentes à lei aplicável aos contratos (e enquadráveis, neste sentido, no direito internacional privado de algum Estado nacional) e outras que dizem respeito à licitude da conduta dos Estados sérvio e brasileiro perante princípios gerais de Direito

change in the monetary law of each participating Member State; whereas the recognition of the monetary law of a State is a universally accepted principle (...)"

¹⁷⁰ F. Mann aponta o nominalismo como um princípio fundamental dos regimes jurídicos da moeda nos países ocidentais. Cf. **The Legal Aspect of Money**, ed. Londres: Oxford University Press, 1938, p. 60-61.

válidos para a comunidade internacional, tais como o dever de boa-fé e de tratamento equitativo. Os casos podem ser examinados em conjunto, por se referirem a fatos bastante semelhantes.¹⁷¹

A primeira questão a ser analisada diz respeito ao direito aplicável a contratos cujo cumprimento deve se dar em conjunturas nas quais os pagamentos são feitos em moeda que sofreram alterações profundas de valor. Caso se tratasse de uma desvalorização não amparada por cláusulas contratuais protetivas, as flutuações monetárias seriam um risco inerente a qualquer operação em papel-moeda, uma parte das vicissitudes a que se submetem tanto credores como devedores ao lidarem com taxas internacionais de câmbio e com os poderes de um Estado estrangeiro sobre a emissão de sua moeda.¹⁷² Havia nos contratos firmados entre os governos sérvio e brasileiro com credores franceses, entretanto, a previsão contratual de cláusulas-ouro, que asseguravam a manutenção do valor real do dinheiro devido pelo seu atrelamento a uma moeda que tivesse por base o padrão-ouro. No caso dos empréstimos brasileiros, esta moeda seria o próprio ouro para os juros *payable en or* de empréstimos tomados em 1909 e para o principal e juros de outras operações realizadas em 1910 e 1911, cujos recursos haviam sido destinados à construção do porto de Recife e de estradas de ferro em Goiás e na Bahia.¹⁷³ O caso sérvio, a seu turno, girava em torno da disputa pelo pagamento de títulos lançados pelo governo daquele país, em 1895, em favor de consórcios bancários em sua maioria sediados em Paris, os quais continham cláusula-ouro segundo a qual o pagamento seria feito em francos-ouro (*i.e.*, francos conversíveis em ouro). A Sérvia concordava em usar o ouro ou moeda equivalente (como o franco-ouro) para a amortização e o serviço da dívida, medida necessária para neutralizar a inflação e a manipulação cambial.¹⁷⁴

¹⁷¹ Segundo WAIBEL, contemporaneamente os casos seriam unificados como o caso dos empréstimos sérvios e brasileiros (**Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 60).

¹⁷² BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1, p. 137. Segundo o autor, “[b]ondholders frequently sustain injury because the currency in which the debt is expressed depreciates during the life of the loan by changes in the monetary standard. In the absence of special devices in the loan contract designed to guard against this contingency, such as gold clauses or currency options, the risk of currency depreciation must be borne by the creditor”.

¹⁷³ CPJI, **Case Concerning the Payment in Gold of the Brazilian Federal Loans Issued in France**, série A, n. 15, 1929, p. 97-99.

¹⁷⁴ CPJI, **Case Concerning the Payment in Gold of the Brazilian Federal Loans Issued in France**, série A, n. 15, 1929, p. 9-14.

Depois da Primeira Guerra, no entanto, grande parte dos países enfrentou problemas para sustentar os pagamentos financeiros, o que se agravou com os elevados índices de inflação. O resultado foi que o franco francês perdeu cerca de 80% de seu valor. Até 1924, o governo sérvio pagava estes empréstimos em francos franceses, a moeda corrente emitida pela França, sem que isto significasse desvantagens aos credores, pois se tratava de uma moeda cujo valor tinha o ouro como lastro.¹⁷⁵ O mesmo fizera o governo brasileiro até aquele ano.¹⁷⁶ A partir da grande desvalorização do franco, no entanto, os credores passaram a recusar o pagamento em papel-moeda e exigiram o cumprimento da cláusula-ouro que assegurava a preservação do valor real dos meios de pagamento. Após alguma relutância, o governo francês decidiu exercer a proteção diplomática de seus nacionais, em litígio com os governos brasileiro e sérvio. Mediante os pedidos de Sérvia e França, em um caso, e do Brasil e França, em outro, a Corte Permanente foi chamada a se pronunciar sobre a disputa. Ainda que se tratasse de um litígio contratual, a Corte reconheceu sua competência por não poder se furtar à apreciação de uma controvérsia submetida por dois Estados.¹⁷⁷

Após o reconhecimento da própria competência, a questão a ser decidida pela Corte era a validade dos pagamentos em moeda desvalorizada, que tanto o governo brasileiro como o governo sérvio defendiam em razão do princípio do nominalismo, amparado pelo Código Civil francês.¹⁷⁸ Como os credores haviam aceitado o

¹⁷⁵ CPJI, **Case Concerning the Payment in Gold of the Brazilian Federal Loans Issued in France**, série A, n. 15, 1929, p. 14.

¹⁷⁶ CPJI, **Case Concerning the Payment in Gold of the Brazilian Federal Loans Issued in France**, série A, n. 15, 1929, p. 100.

¹⁷⁷ Nos termos do que dispunha o art. 36(1) do Estatuto CPJI, The jurisdiction of the Court comprises all cases which the parties refer to it and all matters specially provided for in treaties and conventions in force. The Members of the League of Nations and the States mentioned in the Annex to the Covenant may, either when signing or ratifying the Protocol to which the present Statute is adjoined, or at a later moment, declare that they recognize as compulsory ipso facto and without special agreement, in relation to any other Member or State accepting the same obligation, the jurisdiction of the Court in all or any of the classes of legal disputes concerning: (a) the interpretation of a treaty; (b) any question of international law; (c) the existence of any fact which, if established, would constitute a breach of an international obligation; (d) the nature or extent of the reparation to be made for the breach of an international obligation.” (**Statute of the Permanent Court of International Justice**, de 16 de dezembro de 1920).

¹⁷⁸ Segundo o artigo 1895, “[l]’obligation qui résulte d’un prêt en argent n’est toujours que la somme numérique énoncée au contrat. S’il y a eu augmentation ou diminution d’espèces avant l’époque du paiement, le débiteur doit rendre la somme numérique prêtée, et ne doit rendre que cette somme dans les espèces ayant cours au moment de paiement.”

recebimento em francos em papel até aquele momento, alegava-se ainda o *estoppel*, que precluía a invocação da cláusula-ouro em sua defesa. A primeira matéria a ser decidida pela Corte seria, por conseguinte, o parâmetro normativo que definiria a licitude dos pagamentos em moeda não lastrada pelo ouro.

No caso dos empréstimos sérvios, estabeleceu-se o conhecido princípio de que um contrato que não é firmado entre Estados está sujeito à lei interna de algum país.¹⁷⁹ A questão se tornava saber se a obrigação financeira se sujeitava, então, à lei sérvia e brasileira, conforme o caso, ou à lei francesa. De modo mais concreto, esta pergunta pretendia determinar se à moeda de pagamento da dívida pública se aplicaria o direito interno do Estado emissor dos títulos¹⁸⁰ ou do Estado regulador da moeda em que se realizam os pagamentos. Ambas as decisões cindiram, então, o direito aplicável às obrigações financeiras externas do Estado, por meio de uma distinção, vagamente antevista acima, entre a *lex monetae* e a *lex contractus*; a primeira aplicável ao meio de pagamento, e a segunda ao conteúdo da obrigação.

Não chega a ser alguma excepcionalidade que tribunais aos quais compita a aplicação do direito internacional tenham que examinar normas de direito interno.¹⁸¹ Considerada a intenção dos Estados emissores, dois argumentos foram levados em consideração para a construção da decisão a propósito da lei aplicável ao conteúdo da obrigação. O primeiro, o de que não estava demonstrado que, ao lançar os títulos, os governos sérvio ou brasileiro tinham a intenção de se submeter a alguma ordem jurídica estrangeira. O segundo remetia a um princípio equitativo. Como são muitas as jurisdições em que os títulos são oferecidos, haveria um desigual tratamento entre os credores de diferentes nacionalidades caso ficassem sujeitos a distintas leis aplicáveis. A obrigação financeira do Estado é disciplinada, em sua substância, pela lei interna do Estado emissor.¹⁸² No entanto, a lei do pagamento da obrigação era a lei francesa, dada a soberania monetária da França sobre os

¹⁷⁹ “Any contract which is not a contract between States in their capacity as subjects of international law is based on the municipal law of some country.” (CPJI, **Case Concerning the Payment in Gold of the Serbian Federal Loans Issued in France**, série A, n. 14, 1929, p. 41).

¹⁸⁰ É prudente lembrar que, na época de julgamento, não se distinguiam com clareza os termos *loans e bonds*, razão pela qual o caso dos empréstimos sérvios e brasileiros poderiam ser hoje renomeados, com mais precisão, como o caso dos títulos públicos sérvios e brasileiros.

¹⁸¹ BROWNLEE, I. **Principles of Public International Law**. 7. ed. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010, p. 36.

¹⁸² CPJI, **Case Concerning the Payment in Gold of the Brazilian Federal Loans Issued in France**, série A, n. 15, 1929, p. 121.

francos de sua denominação. Com isto, diferentes partes da obrigação seriam regidas também por ordens jurídico-territoriais distintas.¹⁸³ Assim, as cláusulas monetárias de pagamento da dívida pública teriam a interpretação determinada pelo direito estrangeiro, no caso o francês.

Em aplicação do princípio *pacta sunt servanda*, reconhecido pela jurisprudência da Corte de Cassação francesa, a Corte Permanente decidiu que as cláusulas-ouro, que protegiam os credores franceses contra a desvalorização da unidade de pagamento, receberam o expresso consentimento de todas as partes. Ainda, portanto, que a dívida doméstica francesa não pudesse contar com semelhante lastro monetário, nada obstava sua adoção, pela via contratual, no âmbito externo.¹⁸⁴ Os casos dos empréstimos sérvios e brasileiros apontam para uma limitação ao poder do Estado devedor de definir a moeda em que se realizará o pagamento de suas obrigações externas. Reconhecida a validade das cláusulas-ouro nos contratos internacionais pela lei do Estado emissor da moeda, a preservação do valor das obrigações prevalece sobre a inscrição nominal do montante devido. O curso forçado da moeda doméstica, portanto, era regra que se observaria em contratos internos, mas que não se estenderia de imediato às obrigações internacionais.

Outro caso complementar o tema. O caso dos empréstimos noruegueses, de 1957, apresentado perante a Corte Internacional de Justiça (CIJ) traz elementos que atestam formas de limitação, por contratos internacionais, da decisão do Estado sobre os meios de pagamentos de suas obrigações. Novamente, a disputa se deu com investidores franceses que haviam comprado títulos públicos noruegueses durante o período de 1925 a 1955. Como nos casos dos empréstimos e sérvios, o governo norueguês havia firmado contratos que contavam com cláusulas-ouro. A legislação norueguesa permitia, no entanto, que pagamentos em coroas expressos em ouro fossem satisfeitos em papel pelo valor nominal, e aos credores se oferecia o

¹⁸³ Como ficou dito no caso sérvio, “it is quite possible that the same law may not govern all aspects of the obligation. The distinction which seems indicated for the purposes of this case is more particularly that between the substance of the debt and certain methods of payment thereof” (CPJI, **Case Concerning the Payment in Gold of the Serbian Federal Loans Issued in France**, série A, n. 14, 1929, p. 41).

¹⁸⁴ Por ser potencialmente discriminatório, este é um aspecto da decisão criticado em WÄLDE, T. *The Serbian Loans Case: a Precedent for Investment Treaty Protection of Foreign Debt?* In: WEILER, T. (coord.). **International Investment Law and Arbitration: Leading Cases from the ICSID, NAFTA, Bilateral Treaties and Customary International Law**. Londres: Cameron May, 2005, p. 399. Crítica semelhante pode ser lida em WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 64.

direito de adiar os pagamentos caso discordassem da solução por notas de coroas. A extinção da conversibilidade de pagamentos do Estado ocorreu por leis internas da Noruega em 1909, 1920 e, finalmente, em 1931.¹⁸⁵

A base jurídica da disputa é distinta daquela elaborada nos dois casos anteriores. Isto porque, em sua objeção às alegações do governo francês, a Noruega aduzia a existência de uma reserva feita pela sua contraparte à competência da Corte. A reserva se fundaria na declaração do governo francês de que reconheceria, limitadamente, a competência da Corte apenas sobre as matérias que não estivessem estritamente sob sua jurisdição interna. Por outra forma, o consentimento para o exercício daquela jurisdição se daria exclusivamente quanto a assuntos que se reconhecessem como internacionais.¹⁸⁶ A declaração norueguesa, por sua vez, era menos restritiva sobre a abrangência dos poderes jurisdicionais da CIJ, impondo, como condição básica, apenas a reciprocidade.¹⁸⁷ A Noruega não apresentava, assim, a mesma reserva de competência (*self-judging reservation*) que havia sido colocada pela França.

A alegação francesa de que a emissão dos títulos pela norueguesa em território externo seria matéria internacional, pois vigia um tratado entre as partes a respeito de disputas sobre a dívida pública. Tratava-se da Convenção de Haia de 1907, que havia proscrito o emprego da força para a recuperação de empréstimos públicos internacionais. Foram mencionados, também, inúmeros casos financeiros resolvidos por comissões mistas internacionais, e se recorreu ao argumento de que, sem negociações, não seria lícito que uma decisão unilateral de um Estado tivesse efeitos extraterritoriais sobre direitos contratuais de não residentes. O governo norueguês afirmava, a seu turno, a submissão do tema da unidade monetária de pagamento da dívida pública a sua soberania interna e, para o que interessa particularmente ao caso, pretendeu invocar a reserva de competência francesa em seu favor, em razão da exigência de reciprocidade no reconhecimento da competência da corte internacional.

¹⁸⁵ CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, 1957, p. 9 e seguintes.

¹⁸⁶ CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, 1957, p. 16. Segundo a declaração de consentimento francesa quanto à jurisdição da Corte Internacional de Justiça, ele não se estenderia a “differences relating to matters which are essentially within the national jurisdiction as understood by the Government of the French Republic”.

¹⁸⁷ CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, 1957, p. 16. “(...) the Norwegian Government that Norway recognizes as compulsory ipso facto and without special agreement, in relation to any other State accepting the same obligation, that is to say, on condition of reciprocity, the jurisdiction of the International Court of Justice in conformity with Article 36, paragraph 2, of the Statute of the Court (...)”.

Quanto ao mérito, a Convenção de Haia não criava um dever jurídico de submissão de controvérsias sobre a dívida pública à arbitragem internacional, pois o propósito do documento, segundo a decisão, consistia apenas em limitar a possibilidade do uso da força antes que se tivessem iniciado procedimentos negociais e arbitrais.¹⁸⁸ A Convenção de Haia não obstava, portanto, a invocação norueguesa da reserva da declaração do Estado francês, cuja procedência foi reconhecida pela Corte. Com o que a CIJ afastou a própria competência do caso, por entender que, pela aplicação recíproca da reserva francesa, os títulos públicos noruegueses se submetiam a sua exclusiva jurisdição interna.

Para o desenvolvimento do direito internacional aplicável à dívida pública, é de lamentar que as questões de mérito nunca tenham sido enfrentadas pela Corte Internacional de Justiça. Algumas destas questões podem ser vislumbradas nos votos dissidentes dos juízes Read e Lauterpacht. O primeiro havia observado a existência de tratamento diferenciado dos credores dinamarqueses e suecos, ainda que o governo norueguês alegasse também ter favorecido os credores franceses em determinadas ocasiões e que não havia uma regra jurídica internacional que o obrigasse ao tratamento equitativo. Isto mostra a dificuldade de estabelecer um princípio jurídico de tratamento não favorecido entre credores externos da dívida pública. A eleição discriminatória de moedas de pagamento seria justificável em circunstâncias de necessidade econômica, afirmava a Noruega. Independentemente da procedência do argumento, a dissidência do juiz Read é marcada por uma ideia forte: a de que a equidade no tratamento entre diferentes classes de credores é uma matéria atinente ao direito internacional, e não apenas ao direito interno.¹⁸⁹ Em antecipação a uma discussão que se estabeleceria posteriormente, o voto divergente mencionava, *obiter dictum*, alguns parâmetros jurídicos para o default de Estados: se as circunstâncias econômicas justificariam

¹⁸⁸ CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, 1957, p. 19. “The purpose of the [Hague] Convention in question is that indicated in its title, that is to say, ‘the Limitation of Employment of Force for the Recovery of Contract Debts’. The aim of this Convention is not to introduce compulsory arbitration in the limited field to which it relates. The only obligation imposed by the Convention is that an intervening Power must not have recourse to force before it has tried arbitration”.

¹⁸⁹ CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, Opinião Dissidente do Juiz Read, 1957, p. 91. “It is, of course, impossible for me at the present stage to indicate my views as to whether France or Norway is right, whether the matter is considered from the point of view of discrimination or extraterritoriality. On the other hand, I find insuperable difficulty in reaching the conclusion that a case involving these issues can be treated as being solely one of national law (...).”

alguma forma de inexecução da dívida pública, explícita ou pela via de reforma monetária, a elas deveria corresponder um dever jurídico de igual tratamento entre os credores.¹⁹⁰

Em sentido semelhante foi a dissidência do juiz Lauterpacht, que reconhecia a incidência de duas ordens normativas sobre os empréstimos externos: o direito interno do local de emissão, mas também o direito internacional, que serviria de parâmetro para caracterizar eventuais violações de direitos contratualmente assegurados. O princípio afirmado nos casos dos empréstimos sérvios e brasileiros de que a emissão de títulos públicos no exterior deveria se submeter ao direito interno de algum Estado não significaria que ficasse assim sujeito com exclusividade, como se o direito interno fosse matéria completamente alheia e incompatível com o direito internacional. Notava, então, que “a legislação nacional – incluindo a legislação monetária – pode ser contrária, em sua intenção ou em seus efeitos, às obrigações internacionais do Estado. A questão da conformidade da legislação nacional ao direito internacional é uma matéria do direito internacional”.¹⁹¹ Sobretudo por lidar com direitos de propriedade de estrangeiros, a matéria referente ao pagamento das obrigações externas sem atenção a cláusulas de preservação de valor da moeda deveria obedecer as normas de direito internacional referentes ao tratamento equitativo dos credores. Ainda, portanto, que os tribunais noruegueses tenham competência para aplicar o direito interno a eventuais disputas, a responsabilidade internacional do Estado não estaria afastada sem mais. Aponta, ainda, que as decisões dos casos sérvio e brasileiro não haviam sido uniformemente reproduzidas em tribunais nacionais, alguns dos quais aceitavam o curso forçado para contratos internacionais, e outros que, mais de acordo com a decisão da CPJI, aceitavam as vontades expressas no contrato de manutenção do valor dos pagamentos em função de um lastro cambial.¹⁹² A fragmentação da disciplina jurídica da dívida pública já se mostrava, aí, evidente.

¹⁹⁰ CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, Opinião Dissidente do Juiz Read, 1957, p. 79. “The argument was that Norway, in special circumstances, was justified in suspending gold payments, or the payment of gold equivalents. That justification necessarily involved a correlative obligation to give equal treatment to all creditors involved.”

¹⁹¹ CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, Opinião Dissidente do Juiz Lauterpacht, 1957, p. 32, tradução livre. No original, “[n]ational legislation – including currency legislation – may be contrary, in its intention or effects, to the international obligations of the State. The question of conformity of national legislation with international law is a matter of international law”.

¹⁹² Cf. CIJ, **Certain Norwegian Loans Case**, França v. Noruega, Opinião Dissidente do Juiz Lauterpacht, p. 35.

De um lado, os casos dos empréstimos sérvios e brasileiros foram julgados por uma Corte que encontrou poucas dificuldades para afirmar sua competência, considerada a disposição do governo francês para exercer a proteção diplomática de seus nacionais. A decisão de que os contratos entre Estados e particulares estariam necessariamente sob a disciplina de algum direito interno pareceria indicar, como depois seria colocado no caso dos empréstimos noruegueses, que este poder seria exclusivo. Esta última disputa, no entanto, não chegou a ser decidida no mérito, razão pela qual não se pode afirmar que haja precedentes internacionais sobre a incidência isolada de normas de direito interno sobre as obrigações financeiras externas do Estado, quer sejam elas sobre o conteúdo da obrigação ou sobre a disciplina jurídica dos meios do pagamento. Há elementos de direito internacional, como se apreende dos votos dissidentes desse último caso, que se aplicam a questões como o tratamento discriminatório entre credores residentes e não residentes, entre credores nacionais e estrangeiros e o direito de propriedade de estrangeiros. O poder de um Estado reduzir os pagamentos de sua dívida pública por meio de alterações na gestão da moeda leva em conta, portanto, não apenas o exercício das próprias competências monetárias, mas também o cumprimento de cláusulas internacionais de preservação do valor da moeda e normas de direito internacional aplicáveis à proteção dos direitos dos credores.

Uma última observação sobre estes casos. O sistema monetário internacional na época de julgamento dos casos sérvio e brasileiro, em 1927, seria irreconhecível quando a Corte de Justiça Internacional foi chamada a decidir o conflito entre França e Noruega. Em 1957, o padrão-ouro já se mostrava como uma reminiscência histórica, e isso talvez ajude a explicar o estranhamento que causariam, em uma nova ordem econômica de moedas flutuantes, acordos que previssem a vinculação de uma unidade monetária com curso forçado ao ouro. Sob o impacto da conjuntura econômica do pós-segunda guerra, o risco de uma desvalorização cambial é um elemento integrante dos contratos internacionais. Ao contrário do que afirma Waibel, no entanto, disso não se pode concluir que não existe um dever geral de tratar aos diferentes grupos de credores de forma equitativa.¹⁹³ Embora não seja possível assegurar que os sacrifícios impostos aos diversos grupos de credores sejam absolutamente idênticos, um princípio internacional de tratamento não discriminatório pode significar que o Estado tem ao menos o dever jurídico de promover

¹⁹³ O autor afirma que não chega a constituir uma discriminação que um grupo de credores receba, efetivamente, um pagamento menor do que outro grupo de credores. Cf. WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 87.

negociações que assegurem ajustes mais equânimes. Neste caso, as instituições internacionais, como o local de condução destas negociações e de coordenação de interesses divergentes entre Estados e credores, assim como entre as classes de credores entre si, são indispensáveis para a condução ordenada dos procedimentos de negociação.

Cabe, por fim, lembrar que há limitações mais concretas, no âmbito do FMI, sobre o poder regulatório do Estado sobre a moeda. Sob o Acordo Constitutivo do Fundo, reconhece-se o princípio da soberania monetária dos Estados com algumas limitações. Se, por um lado, o país-membro tem o poder de determinar o valor da própria moeda, atrelando-o a alguma unidade de valor qualquer para dar garantias de preservação de seu valor, o que se poderia fazer tendo os Direitos Especiais de Saque como lastro, o ouro não pode ser adotado como denominador de referência.¹⁹⁴ As taxas de câmbio tampouco podem ser manipuladas para distorcer o balanço de pagamentos¹⁹⁵ e vedam-se, sem a autorização do Fundo, as práticas pluri-monetárias, pelas quais se estabelecem taxas de conversão diversificadas, não unitárias e, por isso mesmo, potencialmente discriminatórias.¹⁹⁶

2.3.1.3. *Modificações subjetivas: sucessão de Estados*

As situações potencialmente conflituosas entre o Estado e os credores da dívida pública nem sempre se originam de modificações das condições de pagamento, sejam elas explícitas, por meio de reestruturações formais, ou implícitas, pelo caminho das alterações monetárias. Em vez das modificações objetivas, o motivo de determinadas colisões de interesses são novações subjetivas das obrigações, isto é, a alteração de uma de suas partes. Não é o caso de se tratar das cessões de títulos

¹⁹⁴ Art. 4, Seção 2, alínea “a”: “[e]ach member shall notify the Fund, within thirty days after the date of the second amendment of this Agreement, of the exchange arrangements it intends to apply in fulfillment of its obligations under Section 1 of this Article, and shall notify the Fund promptly of any changes in its exchange arrangements.” (FMI. **Articles of Agreement of the International Monetary Fund (1944)**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 6).

¹⁹⁵ Art. 4, Seção 1, número “iii”: “(...) each member shall (...) avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members” (FMI. **Articles of Agreement of the International Monetary Fund (1944)**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 5-6).

¹⁹⁶ Art. 8, Seção 3: “[n]o member shall engage in, or permit any of its fiscal agencies referred to in Article V, Section 1 to engage in, any discriminatory currency arrangements or multiple currency practices, whether within or outside margins under Article IV or prescribed by or under Schedule C, except as authorized under this Agreement or approved by the Fund.” (FMI. **Articles of Agreement of the International Monetary Fund (1944)**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 23).

públicos negociáveis no mercado financeiro que os transfiram de uns para outros credores, hipótese que configuraria a modificação subjetiva do polo ativo da obrigação. A análise da validade destas operações variaria conforme a disciplina jurídica específica de cada espécie de título emitido por cada Estado nacional – um estudo que, além de monumentalmente abrangente, seria ainda infrutífero para o objetivo aqui considerado. Isto porque as características objetivas da obrigação seriam mantidas e, se um determinado papel da dívida pública é alienável a terceiros pelo subscritor (sendo, portanto, negociável), este é um elemento essencial da obrigação já previsto desde a sua constituição. O caso não trataria nenhuma contribuição, portanto, para as hipóteses de inexecução da dívida pública que não pudessem ser resolvidas pelos dispositivos contratuais de cada título público.

O mesmo não se passa com as alterações subjetivas do polo passivo da obrigação financeira, isto é, com a transmissão da obrigação de um Estado para outro Estado sucessor. Neste caso, a disciplina é mais imprecisa. Embora a suspensão do pagamento não seja um dado inescapável do problema, pois a transmissão pode se operar sem conflitividade, certos componentes jurídicos do direito internacional levaram alguns Estados a não reconhecer a validade da dívida pública assumida por seus antecessores, ou ainda a tratar sob critérios muito distintos a repartição das obrigações na hipótese de divisão territorial. Também nestes casos, os elementos normativos, e não apenas as considerações de índole política e econômica, estabelecem a conformação complexa do fenômeno da dívida pública. Sob a perspectiva dos credores, é matéria crucial que se saiba, em caso de sucessão de Estados, qual ente passa a ser seu devedor, e em que medida os termos originais da obrigação serão preservados de futuras alterações. Esses elementos propriamente jurídicos foram concretamente enfrentados em casos emblemáticos.

O primeiro deles diz respeito à distribuição da dívida do antigo Império Otomano, disciplinada pelo Tratado de Paz de Lausanne, de 24 de julho de 1923, pelo qual se reconhecia o Estado da Turquia. Ao lado de outras provisões, o tratado previa a repartição dos encargos da dívida pública entre dois grupos de Estados: aqueles que haviam se desmembrado do território otomano em razão das guerras balcânicas de 1912 e 1913, e aqueles separados após a primeira guerra mundial. Assim, aos novos Estados do primeiro grupo seria atribuída uma dada parte dos compromissos financeiros prévios existentes até os conflitos dos Bálcãs, ao passo que as obrigações restantes (isto é, aquelas que haviam ficado com a Turquia, continuadora do Estado otomano, após a primeira distribuição) seriam partilhadas entre os novos Estados surgidos após a sua dissolução total. Ambos os grupos assumiriam a responsabilidade pelo débito de acordo com a proporção de sua contribuição para as receitas totais do Império em dois exercícios fiscais (1910 a 1911 e

1911 a 1912). Na distribuição dos encargos para o segundo grupo, no entanto, as dívidas que haviam sido designadas aos Estados balcânicos deveriam ser excluídas do total das receitas turcas.¹⁹⁷ As estipulações do tratado, ou seja, o valor da dívida pública que seria distribuída aos novos Estados, seriam calculadas pelo conselho da já mencionada *Ottoman Public Debt Administration* e eventuais disputas seriam resolvidas por um árbitro indicado pela Liga das Nações.¹⁹⁸

As disputas a serem resolvidas pelo procedimento arbitral de fato ocorreram, pois parte significativa dos Estados contestou a repartição liquidada pela OPDA, apontando-se para o caso o árbitro Eugène Borel, professor de direito internacional na universidade de Genebra. Recorreram da decisão do conselho da administração da dívida otomana, em primeiro lugar, a Grécia, em 1924, seguida da própria Turquia, que alegava ter o tratado de paz promovido tratamentos desiguais ao não prever deduções nas receitas de outros territórios. Outros Estados sucessores, ainda, apelaram à solução pela via arbitral, juntando-se aos anteriores. Assim o Iraque, a Palestina e a Transjordânia, representados pelo Reino Unido, e Síria e Líbano, representados pela França, além da Bulgária.¹⁹⁹

O árbitro estabeleceu que a distribuição das dívidas públicas entre os sucessores não se daria a partir de princípios gerais de direito internacional, mas de acordo com os termos do tratado que a regule. O Tratado de Lausanne dizia que as quotas da dívida otomana seriam repartidas de modo que cada novo Estado ficasse com a mesma proporção que aquela representada por sua participação nas receitas totais do antigo império, o que se calcularia com base nos exercícios já mencionados. Muitos Estados afirmavam ser esse critério injusto, pois ativos haviam sido transferidos de um território a outro. Alguns postos alfandegários haviam sido deslocados, e terras produtivas haviam sido perdidas por alguns países em favor de outros. A distribuição exclusivamente proporcional descon siderava estas variações nas capacidades econômicas ocorridas desde a dissolução otomana. Outras particularidades, como a diferença no local de pagamento e no local de depósito dos tributos arrecadados, não foram contempladas pelo tratado. Princípios gerais de tratamento

¹⁹⁷ Estas são as previsões do art. 51, números I e II, do documento. Cf. **Tratado de Paz com a Turquia**, 24/7/1923. Disponível em: <http://sam.baskent.edu.tr/belge/Lausanne_ENG.pdf>. Acesso em: 16/9/2015.

¹⁹⁸ Art. 47 do **Tratado de Paz com a Turquia**, 24/6/1923. Disponível em: <http://sam.baskent.edu.tr/belge/Lausanne_ENG.pdf>. Acesso em: 16/9/2015.

¹⁹⁹ Outros detalhes factuais do caso estão em WYNNE, W. **State Insolvency and Foreign Bondholders: Selected Case Histories of Governmental Foreign Bond Defaults and Debt Readjustments**. Washington, DC: Beard Books, vol. II, p. 490 e seguintes.

equitativo, preocupados com alguma forma de justiça substancial na repartição dos encargos financeiros, não estariam aptos, porém, a revogar disposições expressas do tratado regulador da sucessão.²⁰⁰ Outros aspectos precisaram ser ainda enfrentados, pois a Bulgária havia cedido territórios à Grécia, em 1924, mas estes territórios haviam sido militarmente ocupados pelos gregos já em 1918. O governo búlgaro afirmava, então, não ser responsável pelas obrigações financeiras das regiões cedidas desde a data da ocupação militar, enquanto o governo grego defendia sua responsabilidade pelos débitos apenas a partir da formalização da cessão – disputa decidida em favor da data de rendição da Bulgária, em 1919, celebrada pelo Tratado de Neuilly. Inúmeras questões intrincadas foram ainda trazidas à tona, as quais dispensam apresentação detalhada. É suficiente mencionar que a arbitragem foi chamada a se pronunciar sobre situações bastante minuciosas, tais como a legitimidade para a arrecadação das receitas de determinadas ferrovias, a disposição dos fundos pessoais de sultões depostos e os direitos de passagem pagos por barcos a vapor nos rios Tigre e Eufrates. Todas questões da natureza eminentemente técnica,²⁰¹ as quais, contudo, exigiam a demonstração da existência de certos benefícios e encargos totais que não haviam sido previstos no tratado.

A despeito do elevado número de questões complexas, a simplicidade do critério de decisão adotado chegou a ser elogiada. Assim, “nunca uma decisão arbitral mais simples foi urdida para a solução de problemas mais intrincados e técnicos. (...) Ela pode servir bem como um modelo para outras arbitragens similares, em que pesados procedimentos e atrasos desnecessários deveriam ser evitados”.²⁰² Nem mesmo o fato da Bulgária não ser signatária do Tratado de Lausanne impediu uma rápida solução vinculante para todos os Estados sucessores – algo que aponta para uma contrariedade com o princípio costumeiro de direito internacional de que os

²⁰⁰ Detalhes da decisão e comentários contemporâneos ao caso podem ser encontrados em BROWN, P. M. Ottoman Public Debt Administration. **The American Journal of International Law**, Washington, D.C., vol. 20, n. 1, jan. 1926, p. 135-9. Para literatura mais recente, ver BANKEN, R. **Die Verträge Von Sèvres 1920 und Lausanne 1923: eine völkerrechtliche Untersuchung zur Beendigung des ersten Weltkrieges und zur Auflösung der sogenannten “Orientalischen Frage” durch die Friedensverträge zwischen den alliierten Mächten und der Türkei**. Berlin: LiT, 2014, p. 468 e seguintes.

²⁰¹ BROWN, P. M. Ottoman Public Debt Administration. **The American Journal of International Law**, Washington, D.C., vol. 20, n. 1, jan. 1926, p. 138 e seguintes.

²⁰² Idem, p. 136, tradução livre. No original, “[n]ever was a simpler device contrived for the solution of more intricate, technical problems. Never was an arbitral decision characterized by greater clarity and good sense. The whole proceeding from start to finish was of the finest simplicity. It may well serve as a model for other similar arbitrations where ponderous procedure and needless delay should be avoided.”

tratados são vinculantes apenas para as partes.²⁰³ A Turquia, por sua vez, foi entendida como continuação do Estado predecessor, razão pela qual se lhe atribuíram as dívidas residuais, não distribuídas a outros Estados.²⁰⁴

Algumas importantes conclusões podem ser extraídas da notavelmente simples decisão arbitral. A primeira delas é que o argumento recorrente de que haveria algum direito a tratamento justo e equitativo na repartição da dívida pública em caso de sucessão de Estados não é uma afirmação evidente. As tentativas de restringir o âmbito de aplicação do princípio *pacta sunt servanda* por um princípio jurídico mais amplo de equidade substancial não tiveram acolhida no caso da sucessão da dívida otomana, com uma larga margem de indeterminação do direito internacional a respeito. Neste ponto, é conveniente, a partir desta afirmação, deixar suspenso o juízo sobre o caso da dívida otomana, em que se refletiu sobre a existência de princípio gerais de direito sobre a continuidade da dívida pública em casos de mudança de soberania, para apontar o interesse da discussão para a doutrina do direito internacional.

As principais tomadas de posição a esse respeito se dividem a partir do questionamento de regras gerais vinculantes do direito internacional sobre a sucessão de Estados em matéria de dívida pública. Em analogia ao direito interno dos Estados, e amplamente baseada em pilares históricos herdados do direito romano, uma primeira categoria doutrinária poderia ser identificada na opinião de que haveria uma *sucessão universal* nas obrigações do Estado predecessor, em relação ao qual o Estado sucessor se comportaria como herdeiro.²⁰⁵ Segundo esta construção, por assim dizer, civilista, as obrigações dos antecessores se transmitem do *de cuius* aos sucessores quer se trate de uma pessoa privada ou de um ente dotado de soberania. A ideia subjacente é a de uma imanente continuidade tanto dos benefícios como dos encargos do ente sucedido, a partir da qual se constrói a doutrina da universalidade da sucessão no patrimônio público. Em seguida a esta opinião bastante influente até o século XIX, desenvolveram-se algumas vertentes que enxergaram na continuidade da população o fundamento para a permanência das obrigações do Estado

²⁰³ Cf. WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, bem como o art. 11 da Convenção de Viena sobre o Direito dos Tratados.

²⁰⁴ MARTHA, R. **The Financial Obligation in International Law**. Oxford: Oxford University Press, 2015, p. 582.

²⁰⁵ Para a recuperação da história do direito internacional a respeito, ver O'CONNELL, D. P. **State Succession in Municipal Law and International Law**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1967, p. 28 e seguintes.

sucedido, pois não teria havido alterações na identidade material do Estado (o povo e outros elementos orgânicos), e sim apenas em seus elementos formais. Nesta situação, se poderia falar de uma sucessão de direito público e de uma *sucessão quase-universal*, pela qual o Estado sucessor, como ente dotado de personalidade unitária e indivisível, gozaria do direito formal de recusar as obrigações advindas do predecessor. O exercício desse direito comprometeria, porém, a estabilidade das relações jurídicas, razão pela qual a comunidade internacional exigiria a necessária proteção das relações assumidas anteriormente à sucessão, que assumiria um caráter sócio jurídico.²⁰⁶

A dificuldade de concepções teóricas fundadas na ideia de que a sucessão nas obrigações constituiria um princípio vinculante do direito internacional, com base em noções apriorísticas de sucessão universal ou de continuidade do substrato social, ainda que possam vir a atingir o efeito de estabilizar as relações jurídicas, não são uma obviedade quando tomadas em consideração as práticas mais correntes em matéria de dívida pública. Tomem-se dois casos, a anexação do território do Texas pelos Estados Unidos, em 1844, e de territórios coloniais pelo Império Britânico. Ambos exibem características bastante distintas da doutrina de uma vinculação do Estado sucessor às obrigações anteriormente assumidas, e estão na base das influentes posições americana e britânica a esse respeito.

A dívida pública da República texana havia sido em grande parte garantida por receitas e terras daquele Estado, e foram parcialmente assumidas pelo governo federal dos Estados Unidos, conforme o tratado de união de 1844. O tratado, porém, foi rejeitado pelo Senado, que formalizou posteriormente a união por meio de uma resolução de 1850 que não tratava do tema da dívida pública. Esta lacuna foi responsável por uma grande margem de insegurança para os credores da dívida texana. Pouco tempo depois, credores britânicos reclamaram o pagamento dos débitos da República do Texas perante comissão arbitral mista entre os Estados Unidos e a Inglaterra, que havia sido formada em 1853 para a solução de disputas internacionais entre cidadãos de um Estado e o governo de outro. A despeito, porém, da assunção anterior da dívida do território anexado e da doutrina dominante no período, o governo dos Estados Unidos alegou que o pedido se dirigia propriamente contra o estado do Texas, e não contra o ente federal. O argumento foi aceito pela comissão, ainda que posteriormente revertido por lei aprovada pelo

²⁰⁶ Ver também O'CONNELL, D. P. Recent Problems of State Succession in Relation to New States. *Recueil des Cours*, Leiden, vol. 130, n. 2, 1970, p. 111. Além dele, BERNARDEZ, S. T. Succession of States. In: BEDJAOUI, M. (Coord.). **International Law: Achievements and Prospects**. Dordrecht: Martinus Nijhoff, 1991, p. 381.

Congresso americano que previa o pagamento *pro rata* aos detentores de títulos texanos.²⁰⁷ A indefinição do governo norte-americano, neste caso, prolongou por anos as incertezas sobre a continuidade das obrigações financeiras do Texas e, ainda que o parlamento daquele país tenha revertido a decisão de não pagar, em muitos casos os valores efetivamente desembolsados foram inferiores àquele previsto nos títulos públicos atingidos. Não se pode dizer, portanto, ter havido certeza jurídica quanto à obrigação dos Estados Unidos de assumir a dívida de um território em decorrência de transmissão da soberania. Esse país seria novamente às voltas com o mesmo problema quando, ao fim da guerra com a Espanha em 1898, deveria ser decidida a questão da dívida dos territórios cedidos e anexados de Cuba, Porto Rico, outras ilhas caribenhas e as Filipinas. As negociações não foram tranquilas quanto à transferência das obrigações, o que levaria E. Feilchenfeld, em análise do caso no monumental estudo sobre o tema da sucessão em matéria de dívida pública, a afirmar que “nem duzentos anos de desenvolvimento dos costumes, nem as várias abstrações e teorias dos escritores criaram regras reconhecidas de direito internacional sobre o tratamento das dívidas em casos de cessão”.²⁰⁸ Nem mesmo argumentos ligados a uma ideia mais abstrata de justiça com os credores da dívida cubana deram sinais mais claros à resolução de uma disputa marcada pela aplicação de critérios mais políticos e menos jurídicos.

O caso da Grã-Bretanha ilustra o desenvolvimento de determinadas práticas que tinham o objetivo explícito de evitar o lançamento de precedentes sobre a vinculação às obrigações anteriormente assumidas pelo predecessor. O exemplo mais significativo diz respeito à anexação das repúblicas bôeres do Transvaal e do Estado Livre de Orange, que atualmente constituem parte da África do Sul, após a conclusão das guerras dos bôeres, em 1902. A política externa britânica consolidou a prática já anteriormente observada de que a assunção das dívidas anteriores pelo Estado sucessor é um ato *ex gratia*, e não *ex lege*.²⁰⁹ A obrigação de absorver as

²⁰⁷ Cf. HOEFLICH, M. Through a Glass, Darkly: Reflections upon the History of the International Law of Public Debt in Connection with State Succession. **University of Illinois Law Review**, Champaign, vol. 39, n. 1, 1982, p. 49 e seguintes.

²⁰⁸ **Public Debts and State Succession**. Nova Iorque: McMillan, 1931, p. 329-230, tradução livre. No original, “[t]hat neither two hundred years’ development of usage, nor the various abstractions and theories of writers had created recognized rules of international Law on the treatment of debts in case of cession, was shown even more clearly in the peace negotiations which followed the Spanish-American War of 1898”.

²⁰⁹ HOEFLICH, M. Through a Glass, Darkly: Reflections upon the History of the International Law of Public Debt in Connection with State Succession. **University of Illinois Law Review**, Champaign, vol. 39, n. 1, 1982, p. 56. Para os casos anteriores de Fiji e Burma Superior, ver

obrigações dos territórios conquistados contrastava, então, com a sucessão nos ativos; isto é, o enriquecimento com a conquista se separava do reconhecimento dos gravames que ela também acarretava. Sobre este pano de fundo se defendia a tese de que a continuação na parcela positiva do patrimônio não se estendia, automaticamente, à substituição subjetiva da posição de devedor nos empréstimos públicos. O estudo histórico de Hoeflich, que teve acesso a documentos que registram debates internos no ministério das relações exteriores britânico, expõe que este tema tinha um direcionamento político claro, e fazia parte da estratégia externa a negação de qualquer princípio jurídico vinculante dirigido à transferência obrigatória da dívida pública em caso de sucessão. A eventual assunção dos débitos seria um ato voluntário, a ser ajustado conforme os interesses em negociação. Outra questão a ser discutida seria a possibilidade de ocorrer uma modificação objetiva das obrigações financeiras; se, entre as hipóteses do tudo ou do nada, negando ou assumindo os débitos em sua totalidade, seria possível a solução intermediária de alterar os valores devidos e alongar os prazos de pagamento.²¹⁰ É difícil avaliar, nestes debates, se havia alguma convicção jurídica paralela às considerações estratégicas. A posição final do governo do Reino Unido foi a de pagar cerca de 10% do valor de face dos papéis bôeres, com exceção daqueles emitidos para financiar as operações militares contra os britânicos. Neste sentido, é uma decisão semelhante à dos Estados Unidos em relação ao Texas, em que, por decisão unilateral e alegadamente não vinculada, houve-se por bem reconhecer parte da dívida pública da república conquistada, convertendo-a, no entanto, em obrigações de menor valor.

O cotejo histórico com outros casos mais recentes exhibe as idas e vindas da prática dos Estados em relação a este tema. Estas idiosincrasias permanecem ao longo do tempo, o que não permite vislumbrar com clareza os critérios de distribuição dos encargos da dívida pública entre os Estados (como se anteviu na sucessão do império otomano), e tampouco obter alguma convicção de juridicidade sobre o dever de reembolso integral aos credores do Estado predecessor proveniente de prática reiterada nesse sentido. Quanto aos critérios de repartição dos encargos, foram e ainda são adotados os mais variados deles. A divisão de Estados maiores significou a distribuição da dívida de acordo com a população (Grande Colômbia, em 1831, e República Federal da América Central, em 1841), ou as receitas fiscais (Império

FEILCHENFELD, E. **Public Debts and State Succession**. Nova Iorque: McMillan, 1931, p. 287 e seguintes.

²¹⁰ HOEFLICH, M. *Through a Glass, Darkly: Reflections upon the History of the International Law of Public Debt in Connection with State Succession*. **University of Illinois Law Review**, Champaign, vol. 39, n. 1, 1982, p. 58.

Otomano e Austro-Húngaro), ou o Produto Interno Bruto – PIB (Federação Centro-Africana, em 1963), ou a população em relação ao PIB (Tchecoslováquia, em 1993). Na dissolução da Iugoslávia, a divisão da dívida pública se fez a partir de procedimentos orientados pelo FMI que procuraram assegurar uma repartição equitativa dos encargos a partir das potencialidades econômicas dos novos estados independentes. Em outras situações, ainda, não se promoveu divisão alguma. Quando da secessão de Bangladesh, em 1971, o Paquistão concordou em permanecer com a totalidade da dívida pública, sem atribuí-la parcialmente ao novo país.²¹¹ A espera pela definição de um critério de repartição traz determinadas incertezas aos credores as quais contribuem para uma dada percepção do risco. Avaliou-se, aqui, a anexação do Texas e de territórios caribenhos, para os quais se adotaram determinadas linhas de atuação responsáveis pela significativa redução dos preços dos títulos dos Estados Unidos nos anos seguintes.²¹² E, durante a unificação da Itália, a possibilidade de conversão das obrigações dos territórios que se uniam em títulos do novo reino, em 1861, não foi bem recebida por investidores estrangeiros, que temiam, assim, perder as condições de analisar separadamente o risco de cada entidade territorial.²¹³

Disposições mais claras foram previstas na Convenção de Viena sobre a Sucessão de Estados em matéria de Bens, Arquivos e Dívidas do Estado, de 1978. Nela se antevê a afirmação de um princípio da distribuição equitativa da dívida pública. O artigo 37 da Convenção, além de prever o respeito à vontade dos Estados manifestada em acordo que discipline a divisão dos encargos, afirma que, na ausência desse acordo, a dívida do Estado predecessor passará ao sucessor em proporção equitativa (*equitable proportion*).²¹⁴ A convenção, no entanto, nunca entrou em vigor em razão da ausência de número suficiente de ratificações. A afirmação de regras sobre a sucessão na dívida pública encontra dificuldades para superar algo que vá além do princípio *pacta sunt servanda*, o qual, em razão da ausência de

²¹¹ OOSTERLINCK, K. Sovereign Debt Defaults: Insights from History. **Oxford Review of Economic Policy**, Londres, vol. 29, n. 4, 2013, p. 708-710.

²¹² OOSTERLINCK, K. Sovereign Debt Defaults: Insights from History. **Oxford Review of Economic Policy**, Londres, vol. 29, n. 4, 2013, p. 709.

²¹³ COLLET, S. **A Unified Italy? Sovereign Debt and Investor Skepticism**. Bruxelas, 2012. Mimeo.

²¹⁴ Na versão em inglês da convenção, o artigo 37.2 tem a seguinte redação: “[i]n the absence of such an agreement, the State debt of the predecessor State shall pass to the successor State in an equitable proportion, taking into account, in particular, the property, rights, and interests which pass to the successor State in relation to that State debt” (**Vienna Convention on Succession of States in respect of State Property, Archives and Debt**, 8/4/1978, sem vigor).

parâmetros para as negociações dos tratados internacionais relacionados, não é capaz de pôr fim, sozinho, às incertezas dos credores do Estado. Seja porque se desconhecem os critérios de repartição dos encargos para Estados novos, seja porque há o risco de reestruturação ou inadimplemento absoluto caso não haja sucessão total na dívida pública.

2.3.2. Inadimplemento absoluto: o repúdio da dívida odiosa

Há situações em que a inexecução da dívida pública vai além de modificações contratuais e atinge a totalidade da obrigação, com seu cancelamento pelo Estado devedor (quando se pode falar de inadimplemento absoluto) em razão de alegados vícios na constituição ou na evolução dos pagamentos. Dadas as especificidades técnicas do tema, esta hipótese costuma vir referida como o repúdio da dívida pública, o qual mantém relações dinâmicas com os processos de reestruturação expostos acima. As modificações objetivas pelas quais se diminuem os reembolsos ou se prolongam as maturidades podem vir acompanhadas de afirmações públicas de questionamento da legitimidade da dívida assumida, ou de ameaças de suspensão de pagamentos com esse fundamento. Com o objetivo de obter condições de reestruturação mais favoráveis, a importância do inadimplemento, como fato ou como potencialidade, não deve ser afastada dos processos de renegociação da dívida pública. Neste sentido, é conveniente analisar as chaves de interpretação jurídica do fenômeno do repúdio da dívida pública e do cancelamento do dever de realizar os pagamentos.

Se for possível identificar entre as diversas correntes interpretativas uma única ideia-força subjacente ao repúdio da dívida pública, ela estará na distinção entre a dívida pública do Estado e a de um regime político temporário, o que permite discernir a eventual ilegitimidade dos compromissos anteriormente assumidos. Esta modalidade de descumprimento da obrigação financeira se associa, portanto, a uma atitude deliberada de cancelamento de uma determinada classe da dívida pública, não à carência de meios disponíveis ao serviço da dívida. O repúdio é forma de atuação da soberania que caracteriza inexecução direta das obrigações financeiras, pois afeta os empréstimos públicos em suas características jurídicas; não caberia, aqui, falar de modalidades indiretas pelas quais os contratos seriam atingidos a partir dos efeitos econômicos que sobre eles recairiam a partir de uma dada decisão estatal, tal como a reforma monetária.²¹⁵ É possível, entretanto, cogitar de formas sinuosas de repúdio que não envolvam uma declaração formal. Assim,

²¹⁵ FONROUGE, G. **Derecho Financiero**. 3. ed. Buenos Aires: Depalma, 1977, vol. 2, p. 1048.

podem-se identificar situações descritíveis como repúdio que se expressam de maneira óbvia ou dissimulada, conforme, no primeiro caso, o Estado expressamente se recuse a adimplir uma ou dada classe de obrigações, ou recorra, no segundo, a conversões forçadas que caracterizariam forma de expropriação total ou parcial de capitais.²¹⁶ Qualquer que seja a manifestação, uma declaração de repúdio repousa, ou ao menos assim se justifica retoricamente, sobre fundamentos que atinam à constituição, à forma de cumprimento e à finalidade da obrigação. Não há, por assim dizer, uma única doutrina do repúdio da dívida; ele é justificado por fundamentos variáveis, que podem ser relacionados à irregularidade dos procedimentos de autorização da dívida pública, à alegação de juros excessivos que se tachariam de usura, ou ainda à destinação dos recursos para objetivos contrários ao interesse público. Estes são argumentos que permitiriam distinguir os encargos que comprometem o Estado daqueles que se associam apenas a um governo temporário o qual, ao agir de forma ilegítima ou a comprometer com injustificável excesso as receitas públicas, não vinculariam prolongadamente o ente soberano.

Este debate se liga fortemente à instável doutrina jurídica da dívida odiosa. Embora seja um tema que remonta a uma importante tradição do debate sobre a dívida pública, sua atualidade é evidente. Com a deposição de Saddam Hussein do governo iraquiano em 2003, o governo dos Estados Unidos deparou-se com a necessidade de oferecer alguma resposta à questão das dívidas vincendas do regime. A dívida pública iraquiana, que se constituía, na maior parte, como dívida oficial, sendo de pouco significado a parcela relativa a credores privados, foi então reestruturada junto ao Clube de Paris, ainda que sem dizer expressamente que se o fazia pelo caráter “odioso”.²¹⁷ Alegou-se, então, a necessidade de recuperar a economia iraquiana, algo que não explica satisfatoriamente, porém, as significativas reduções obtidas no Clube. Esta discussão ganhou, então, a dimensão de um assunto de interesse global, retomando a antiga doutrina da não aderência ao Estado da dívida de regimes despóticos. Países como Noruega e Equador se esforçaram desde então para manter vivo o debate, pedindo pela inclusão do tema da dívida ilegítima na

²¹⁶ INGROSSO, G. **Corso di Finanza Pubblica**. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1969, p. 586.

²¹⁷ “Proponents of a doctrine of ‘odious’ debt assert that some of Iraq’s debt’s could potentially be classified as non-legitimate under international law since they were undertaken during the Hussein regime and that international law should be able to expunge these debts. The concept of ‘odious’ debt does not appear to be well established in international law” (WEISS, M. Iraq’s Debt Relief: Procedure and Potential Implications for International Debt Relief. **CRS Report for Congress RL 33376**, Washington, D.C., 21/4/2006, p. 15).

agenda de desenvolvimento das Nações Unidas.²¹⁸ Parte desse interesse nasce de problemas materializados em questões políticas concretas, entre as quais se situa o interesse equatoriano no assunto após a instalação de uma comissão de auditoria de sua dívida pública, em 2008. Esta comissão apontou irregularidades substanciais em alguns dos empréstimos tomados a partir do ano de 2000, razão pela qual se suspenderam os pagamentos de algumas modalidades de títulos públicos. Assim, o default não se deu em razão de qualquer forma de incapacidade de pagamento, mas do alegado caráter ilegítimo da dívida emitida. Uma grande maioria dos credores aceitou, então, a oferta de reestruturação feita pelo governo, com a redução nos reembolsos de cerca de dois terços do valor nominal.²¹⁹

Longe, como visto, de ser uma questão meramente especulativa, tenta-se erigir a legitimidade da dívida como um princípio jurídico a disciplinar os pagamentos da dívida externa, e alguns Estados têm mostrado disposição para posicionar o tema na agenda internacional. Ao menos do ponto de vista teórico, o desenvolvimento da noção de dívida odiosa é recente, posto que os defaults de Estados sejam fenômenos antiquíssimos. A noção que se poderia chamar clássica do repúdio é aquela que se manifesta a partir de sua primeira formulação em 1927 como uma doutrina da inexecução da dívida pública por motivos justificados, o que se fez pelo trabalho do russo Alexander Sack, referência fundamental sobre o tema. Aí se procuraram firmar critérios de reconhecimento do caráter odioso da dívida a partir dos efeitos que acarretavam transformações políticas sobre as obrigações financeiras pré-existentes.²²⁰ Com a anulação pelo governo bolchevique, em 1918, dos antigos empréstimos do império russo, colocaram-se diversas questões que exigiam tratamento do ponto de vista jurídico.

Sack estabeleceu, então, três critérios que, se atendidos, legitimariam o repúdio da dívida em situações de alteração do regime político. Assim, se o regime que contraiu a dívida era despótico (isto é, não contava com o consentimento do povo), se os capitais não foram empregados em benefício do povo, e se os credores sabiam do provável desvio de finalidade dos recursos que emprestavam ao Estado, então se poderia falar de dívida odiosa.²²¹ Consoante esta clássica elaboração, o regime

²¹⁸ LUDINGTON, S.; GULATI, M.; BROPHY, A. Applied Legal History: Demystifying the Doctrine of Odious Debts. **Theoretical Inquiries in Law**, Israel, vol. 11, 2010, p. 248.

²¹⁹ Para o caso equatoriano, ver EQUADOR. Comisión de Auditoria Integral del Crédito Público. **Informe de la Subcomisión Jurídica**, Quito, 23/9/2008.

²²⁰ **Les Effets des Transformations des États sur Leurs Dettes Publiques et Autres Obligations Financières**. Paris: Recueil Sirey, 1927.

²²¹ SACK, A. **Les Effets des Transformations des États sur Leurs Dettes Publiques et Autres Obligations Financières**. Paris: Recueil Sirey, 1927, p. 157-163.

sucessor não estaria obrigado às dívidas contraídas (i) sem consentimento do povo, (ii) sem benefício para o povo e (iii) com conhecimento pelos emprestadores destes vícios. A razão do afastamento da responsabilidade pela obrigação financeira estaria no caráter pessoal da dívida assumida por governantes corruptos, que se tornariam os únicos responsáveis por ela. Os critérios são afeitos aos procedimentos de autorização da dívida pública, mas não apenas. Ainda que se possam observar variações nos respectivos direitos internos sobre a distribuição do poder financeiro entre governo e parlamento, a tomada de empréstimos não legitimada por procedimentos democráticos de autorização parlamentar e afastada de sistemas de controle jurídico e político escusariam o Estado de seu posterior cumprimento.²²² Não basta, no entanto, que a dívida tenha sido contraída por um governo tirânico; seu aproveitamento, ainda que não imediato, ao povo que a ela se obriga e a convicção, da parte dos credores, de que o emprego dos recursos se daria em benefício do país excluiriam o caráter odioso da dívida. Pela doutrina clássica, os três critérios deveriam ser simultaneamente obedecidos para que não houvesse a transmissão das obrigações ao regime sucessor, “como três cerejas em um caça-níquel”.²²³ Emergem desta necessária concomitância duas finalidades: livrar o povo dos encargos financeiros de uma dívida não consentida e desestimular credores privados a conceder empréstimos a regimes políticos ilegítimos.

Pelo ponto de vista de uma exclusiva postulação moral, seria possível, para argumentar apenas, admitir que a dívida obtida nas odiosas condições expostas por Sack não devesse ser paga. Esta é a perspectiva esposada por muitos comentadores que apontam os problemas da gênese da dívida de países em desenvolvimento, como se nota na crítica religiosa à dívida do terceiro mundo.²²⁴ Em extenso exame dos fundamentos éticos do default em tais circunstâncias, Buchanan introduz ainda o interessante dilema que surge quando se devem oferecer prêmios de risco cada vez maiores para que, em um mercado nos quais os preços são determinados de forma competitiva, a antecipação do risco de default pelos agentes econômicos os induza a exigir rendimentos crescentes para que continuem a emprestar recursos ao

²²² Sobre o sentido democrático dos procedimentos parlamentares de autorização da dívida pública e sua relação com os princípios orçamentários, cf. HÖFLING, W. **Staatsschuldenrecht: Rechtsgrundlagen und Rechtsmaßstäbe für die Staatsschuldenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 1993, p. 17 e seguintes.

²²³ BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; THOMPSON, R. The Dilemma of Odious Debts. **Duke Law Journal**, Durham, vol. 56, s. n., 2007, p. 1218.

²²⁴ JOBLIN, J. Les Rouages de l’Economie Mondiale au Regard de l’Ethique. Application au Probleme de la Dette. Le point de Vue de l’Eglise. In: VIADEL, A. C.; MONTORO, A. F. **La Deuda Externa: Dimensión Política y Jurídica**. Madri: Iepala Editorial, 1999.

Estado. Algo que poderia levar os contribuintes-beneficiários do instante de contratação dos empréstimos a se obrigarem ao seu pagamento pela moralidade do princípio *pacta sunt servanda*, mas que não enfrenta satisfatoriamente o problema da vinculação das gerações futuras ao pagamento de uma dívida pública encarecida pela interrupção dos pagamentos feitos pelos seus antecessores. Seria justo, assim, que gerações mais recentes arcassem com os custos provocados por gerações anteriores? Com o transcurso do tempo, a redução dos pagamentos da dívida pública deve ser necessariamente renegociada, segundo o citado economista, dado o irrealismo de percepções do risco ultrapassadas, cuja precificação nos contratos não encontre mais respaldo na atual possibilidade de default.²²⁵ Haveria, assim, algum sentido moral na ideia do repúdio, exposto tanto na onerosidade excessiva para os países mais pobres, como também nos encargos para gerações futuras que talvez não tenham as mesmas inclinações para a moratória que seus antecessores.

Os problemas começam a surgir, contudo, quando se pretende erigir a doutrina da dívida odiosa a uma norma de direito internacional. Estas dificuldades se originam de certa vagueza e indeterminação que só têm se ampliado nas manifestações mais recentes em favor do repúdio. Nas ocasiões em que se lançou mão de termos fortes da doutrina, tais como “regime despótico” e “dívida odiosa”, para cancelar, ou ao menos reduzir, as obrigações incorridas por governos ditatoriais, o pleito ganhou formulação ainda mais ampla. Assim mostram os exemplos das sucessões dos regimes ditatoriais de Marcos nas Filipinas, de Somoza na Nicarágua e dos Duvaliers no Haiti.²²⁶ Em sentido semelhante, a Comissão da Verdade e Reconciliação da África do Sul pediu pela declaração da ilegitimidade e pelo cancelamento da dívida contraída pelo regime do *apartheid* para financiar a repressão à maioria negra daquele país.²²⁷ Com isto, pretendeu-se extrair o caráter odioso dos empréstimos a partir da própria ilegitimidade dos regimes jurídicos que os contraíram. A pretendida nulidade se estenderia a toda a dívida pública, e não apenas a operações de crédito específicas. Neste sentido se fala de uma transformação da doutrina da dívida odiosa em uma doutrina da dívida ilegítima, a partir da qual se presumiria a ilegitimidade da dívida de ditaduras.²²⁸ Uma significativa ampliação

²²⁵ BUCHANAN, J. The Ethics of Debt Default. *In*: BUCHANAN, J.; ROWLEY, C.; TOLLISON, R. (Coord.). **Deficits**. Delhi: Disha Publications, 1989, p. 361-374.

²²⁶ KREMER, M.; JAYACHANDRAN, S. Odious Debt. **Finance and Development**, Washington, D.C., vol. 39, n. 2, jun. 2002, p. 7 e seguintes.

²²⁷ Cf. HOWSE, R. The Concept of Odious Debt in Public International Law. **UNCTAD Discussion Papers**, Genebra, n. 185, jun. 2007, p. 8.

²²⁸ BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; THOMPSON, R. The Dilemma of Odious Debts. **Duke Law Journal**, Durham, vol. 56, s. n., 2007, p. 1212.

das ideias originais de Sack, que previra a necessidade de procedimentos específicos, preferencialmente perante um tribunal internacional, para o reconhecimento da possibilidade jurídica do repúdio, em que o ônus da prova caberia ao Estado devedor.²²⁹ No campo doutrinário, uma definição assim tão abrangente é dada, por exemplo, por J. Hanlon, que associa a dívida odiosa a toda operação em que os desvios de comportamento do tomador do empréstimo o tornem ilegítimo.²³⁰

Essa imprecisão torna o conceito de dívida odiosa de aplicação difícil, e já se chegou a cogitar do risco de seu emprego arbitrário.²³¹ Trata-se de uma questão extremamente delicada a existência de alguma norma internacional a esse respeito. Para respondê-la, é preciso recorrer às fontes do direito internacional, que, segundo o artigo 38 do Estatuto da Corte Internacional de Justiça, são as convenções internacionais, o costume, os princípios gerais de direito e a doutrina. Uma observação analítica destas fontes pode indicar em que condições se poderia pleitear o caráter normativo da ilegitimidade da dívida pública compreendida em dadas circunstâncias.

Com relação às convenções internacionais, as discussões da Comissão de Direito Internacional (*International Law Commission*) sobre a preparação da Convenção de Viena sobre a Sucessão de Estados em matéria de Bens, Arquivos e Dívidas do Estado evidenciam as dificuldades do reconhecimento de um direito ao repúdio da dívida de regimes corruptos, autoritários e perdulários. Por sugestão do Relator Especial Bedjaoui, incluiu-se no projeto da convenção uma definição dúplice da dívida odiosa, a qual compreenderia “todas as dívidas contraídas pelo Estado predecessor com vistas a atingir objetivos contrários aos maiores interesses do Estado sucessor ou do território transferido”, mas também “todas as dívidas contraídas pelo Estado predecessor com um objetivo e um propósito em desconformidade com o direito internacional e, em particular, com os princípios de direito internacional incorporados à Carta das Nações Unidas”.²³² A primeira definição, mais

²²⁹ SACK, A. *Les Effets des Transformations des États sur Leurs Dettes Publiques et Autres Obligations Financières*. Paris: Recueil Sirey, 1927, p. 42.

²³⁰ Defining “Illegitimate Debt”: When Creditors Should be Liable for Improper Loans. In: JOCHNICK, C.; PRESTON, F. (Coord.). *Sovereign Debt at the Crossroads: Challenges and Proposals for Resolving the Third World Debt Crisis*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 118.

²³¹ “The doctrine of odious debt is a dangerous one which (...) ‘favours most arbitrary and iniquitous solutions’” (O’CONNELL, D. P. *The Law of State Succession*. Cambridge: Cambridge University Press, 1956, p. 190).

²³² BEDJAOU, M. Succession of States in Respect of Matters other than Treaties. In: NAÇÕES UNIDAS. *Yearbook of the International Law Commission*. Nova Iorque: Nações Unidas, 1977, vol. II, parte I, p. 134.

próxima da tradicional, confere maior ênfase aos interesses do Estado sucessor prejudicados pela transmissão dos débitos; a segunda, por sua vez, invoca os prejuízos à comunidade internacional, cujos princípios gerais se veriam violados pela natureza odiosa da dívida. Esta mudança de enfoque é importante. A conceituação clássica da dívida odiosa, expressa na primeira definição, poderia indicar alguma forma de ingerência de instituições internacionais em decisões políticas e econômicas internas, pois caberia a alguma instância externa decidir se houve algum prejuízo ilegítimo à população do Estado sucessor pela transmissão das obrigações financeiras – algo que entra em potencial conflito com o poder de decisão de instituições democráticas internas. Ao transferir o parâmetro de análise para os princípios de direito internacional, entretanto, Bedjaoui desloca o caráter ilegítimo da dívida dos órgãos internos ao campo de análise próprio de instituições internacionais.²³³ Qualquer menção à dívida odiosa foi, porém, rejeitada na redação final da convenção. C. Paulus afirma que esta rejeição se deu “sem deixar traço” no novo texto.²³⁴ Algum traço, porém, existe na parte final do artigo 33, que conceitua a dívida pública como qualquer obrigação financeira *em conformidade com o direito internacional*.²³⁵ Houvesse entrado em vigor, a Convenção de 1983 ofereceria, nesta restrição, caminhos de reconhecimento para a legitimidade da dívida pública como um elemento de sua exigibilidade. Tem razão Paulus, no entanto, de que não há marcas de qualquer referência explícita à dívida odiosa em convenções internacionais.

À segunda fonte mencionada no Estatuto da CIJ, o costume. Para que a dívida odiosa fosse reconhecida como parte do direito internacional costumeiro, seria preciso que passasse pelo difícil teste de uma prática consistente dos Estados ao longo do tempo para que se firmasse sua ampla aceitação normativa, que ultrapassasse qualquer aplicação ocasional. Ao lado deste dado objetivo, o elemento subjetivo da *opinio juris* deveria ficar claro em declarações do Estado, em quaisquer formas que se apresentassem, tais como documentos e declarações oficiais. Portanto, como foi afirmado no caso da Plataforma Continental do Mar do Norte, não basta que os atos em questão constituam uma práxis estabelecida, mas é necessário que também carreguem alguma evidência da convicção de sua juridicidade.²³⁶

²³³ Cf. MICHALOWSKI, S. **Unconstitutional Regimes and the Validity of the Sovereign Debt: a Legal Perspective**. Chippenham: Ashgate, 2007, p. 69.

²³⁴ The Evolution of the Concept of Odious Debt. **Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht**, Munique, vol. 68, 2008, p. 415-416.

²³⁵ Ver nota 205.

²³⁶ **North Sea Continental Shelf Cases**, CIJ, 1969, p. 44, em que se lê: “[n]ot only must the acts concerned amount to a settled practice, but they must also be such, or be carried out in such a

A dívida odiosa foi expressamente invocada em um escasso número de controvérsias, algo que compromete tanto a prática como a formação da *opinio juris*.²³⁷ De um lado, os eventos de sucessão de Estados fornecem número maior de situações em que as dívidas de guerra obtidas para combater movimentos de independência ou de insurgência civil ao depois vitoriosos foram reconhecidas como o núcleo duro das dívidas odiosas;²³⁸ o problema, porém, é que, tanto na definição de Sack como nas conceituações mais recentes, o caráter “odioso” se aproxima também de motivos mais abrangentes de ilegitimidade da dívida, o que faz com que a ideia seja de difícil concreção jurídica. Para Gelpern, os inúmeros regimes ditatoriais do século XX colocaram as doutrinas da ilegitimidade da dívida pública em algum relicário do direito internacional, dada a insegurança que traria sua aplicação às diversas revoluções políticas do período. Mesmo após uma aparente tentativa de reinocá-las após a deposição do regime de Saddam Hussein nos primeiros anos do século, a reestruturação da dívida iraquiana deu-se concretamente sob o argumento de que seria preciso restaurar a economia do país – e não, portanto, sob o influxo da ilegitimidade de sua contração e destinação.²³⁹ A ideia de que se renegociava a dívida por seu caráter odioso foi, aliás, expressamente rejeitada pelos negociadores iraquianos.²⁴⁰ Não se trata, aqui, de negar a existência de numerosos casos em que a dívida pública foi repudiada, que vão além dos exemplos já mencionados.

way, as to be evidence of a belief that this practice is rendered obligatory by the existence of a rule of law requiring it. The need for such a belief, i. e., the existence of a subjective requirement, is implicit in the very notion of the *opinio juris sive necessitatis*. The States concerned must therefore feel that they are conforming to what amounts to a legal obligation. The frequency, or even habitual character of the acts is not in itself enough. There are many international acts e.g., in the field of ceremonial and protocol, which are performed almost invariably, but which are motivated only by considerations of courtesy, convenience or tradition, and not by any sense of legal duty.”

²³⁷ GELPERN, A. Odious, not Debt. **Law and Contemporary Problems**, Durham, vol. 73, n. 4, 2010, p. 85-86.

²³⁸ Ver REINISCH, A.; HAFNER, G. Staatensukzession und Schuldenübernahme beim “Zerfall” der Sowjetunion. In: DORALT, P.; HASCHKE, H.; SCHAUER, M. (Coord.). **Schriftenreihe des Forschungsinstituts für Mittel- und Osteuropäisches Wirtschaftsrecht**. Viena: Service Fachverlag, 1995, vol. 9, p. 71.

²³⁹ GELPERN, A. What Iraq and Argentina Might Learn from Each Other. **Chicago Journal of International Law**, vol. 6, n. 1, 2005, p. 406.

²⁴⁰ “Iraq’s need for very substantial debt relief derives from the economic realities facing a post-conflict country that has endured decades of financial corruption and mismanagement under the Saddam regime. Principles of public international law such as the odious debt doctrine, whatever their legal vitality, are not the reason why Iraq is seeking this relief” (MAHDI, A. A. *apud* GELPERN, A. What Iraq and Argentina Might Learn from Each Other. **Chicago Journal of International Law**, vol. 6, n. 1, 2005, p. 406).

Para além do repúdio da dívida tsarista depois da Revolução Russa, podem-se citar o cancelamento da dívida mexicana junto a vários estados europeus em 1867, o cancelamento da dívida com a Prússia tomada para a colonização da Polónia em 1919, a dívida pré-revolucionária da China caracterizada como odiosa nos litígios instalados em 1952, as obrigações financeiras perante a administração francesa na Argélia em 1962, as reclamações do Irã quanto a débitos pré-revolucionários destinados ao armamento de grupos que apoiavam o xá, decidida desfavoravelmente ao regime islâmico em 1996.²⁴¹ Trata-se de reconhecer, no entanto, que todas as questões foram disputadas e a alegação do carácter odioso da dívida obteve resultados bastante díspares. É conveniente verificar na jurisprudência de cortes e tribunais os casos mais relevantes a respeito, a seguir selecionados.

De fato, não será mais promissora a busca do reconhecimento da doutrina da dívida odiosa nas decisões de tribunais arbitrais, que oferecem exemplos de sua invocação por alguma das partes. Esses casos, que já datam de algum tempo, exibem a baixa frequência de sua menção. Há um único caso em que se reconheceu a invalidade da dívida pública com fundamento em sua ilegitimidade. Se, de um lado, a análise da jurisprudência dos tribunais arbitrais indica as poucas perspectivas que existem para o sucesso do argumento, o caso Tinoco (1923), entre Grã-Bretanha e Costa Rica, se destaca como uma exceção.

Aí se examinou a validade da emissão de títulos públicos sob o governo ditatorial de Frederico Tinoco. Após sua fuga do país, em 1919, o novo governo editou lei que invalidava as transações financeiras do regime anterior. O governo britânico afirmava que a Costa Rica deveria, no entanto, satisfazer as obrigações em posse do *Royal Bank of Canada*. O governo costa-riquenho, por sua vez, alegava que o governo de Tinoco não era legítimo nem *de jure* nem *de facto*, de forma que o país não se vincularia aos compromissos assumidos por ele.²⁴² Segundo a decisão do árbitro Taft, então presidente da Suprema Corte dos Estados Unidos, a lei interna da Costa Rica não teria efeitos no direito internacional, pois a mudança de regime não afetaria as obrigações internacionais do Estado. Com isto se reconheceu que Tinoco exercia um governo de fato sem resistência substancial. Além disso, a violação do direito constitucional interno havia sido parte do processo revolucionário de tomada do poder, e o direito internacional não teria como base do reconhecimento jurídico de um governo exclusivamente a sua legitimidade constitucional.

²⁴¹ KING, J. Odious Debt: the Terms of the Debate. **North Carolina Journal of International Law**, Chapel Hill, vol. 32, n. 4, 2007, p. 634-636.

²⁴² NAÇÕES UNIDAS. Tinoco Arbitration (Grã-Bretanha v Costa Rica). **Reports of International Arbitral Awards**, vol. 1, 18/10/1923, p. 369-399.

A sentença arbitral foi concluída, no entanto, de forma surpreendente, e considerou que a concessão de crédito, pelo banco canadense, ao governo de Tinoco em sua fase final foi ilegitimamente empregada sem que a instituição financeira se preocupasse em garantir que seu uso se desse em proveito do governo da Costa Rica, e não em proveito pessoal do ditador. Ao contrário, o árbitro entendeu demonstrado que o banco tinha conhecimento de que os capitais não seriam empregados em finalidades governamentais. De fato, era de conhecimento do banco que os recursos seriam usados para a preparação da fuga de Tinoco e para garantir posteriormente suas condições de vida no país de refúgio. Não seria exigível, segundo o árbitro Taft, que a dívida assumida para prover de recursos a pessoa do ditador e seus familiares devesse ser paga pelo governo restaurado da Costa Rica. O mesmo foi dito dos recursos destinados à legação do país na Itália, chefiada pelo irmão do ditador. A finalidade formal do empréstimo, que havia sido registrada como um incomum adiantamento salarial de quatro anos, foi entendida como mero pretexto para o desvio dos recursos que seriam usados para sustentar o refugiado no exterior.²⁴³ As perdas, em vez de pesar sobre o novo governo, deveriam recair sobre a casa bancária que, de acordo com a compreensão do árbitro, tinha pleno conhecimento da finalidade dos recursos emprestados.

Na quase totalidade dos casos, no entanto, a doutrina da dívida odiosa foi rejeitada. O primeiro deles tratou-se do Caso das Reclamações Francesas contra o Peru, que teve por base a venda de guano, em 1869, à casa bancária Dreyfus Frères & Cie, instituição francesa que posteriormente receberia a proteção diplomática de seu governo.²⁴⁴ Em troca do insumo, o banco francês adiantava ao Peru recursos usados para o serviço de dívidas vincendas. Neste ínterim sobreveio, em 1879, a guerra chileno-peruana que levaria o ditador Piérola ao poder, o qual aceitara pagar apenas parte do que devia a Dreyfus; após sua deposição, no entanto, o congresso peruano, neste como em outros casos, aprovou uma lei que declarava nulos todos os atos e contratos praticados pelo ditador. O novo governo se recusava, portanto, a reembolsar Dreyfus em qualquer quantia. O caso foi submetido a um primeiro tribunal arbitral. Abstraídos alguns detalhes do caso, a questão central foi a prioridade de pagamentos que um decreto chileno havia conferido a determinadas classes de credores: assim, o governo peruano transferia para um fundo no Banco da Inglaterra os recursos que seriam distribuídos aos credores. O banco Dreyfus e

²⁴³ NAÇÕES UNIDAS. Tinoco Arbitration (Grã-Bretanha v Costa Rica). **Reports of International Arbitral Awards**, vol. 1, 18/10/1923, p. 394.

²⁴⁴ NAÇÕES UNIDAS. French Claims against Peru Case (França v Peru). **Reports of International Arbitral Awards**, vol. 1, 11/10/1921.

outros portadores de títulos de nacionalidade francesa argumentavam que, a ser satisfeita a dívida por esta via, se desrespeitariam as garantias contratuais diferenciadas dos contratos a eles relativos, consistentes no oferecimento dos depósitos de guano como segurança dos empréstimos, ao passo que o Peru dizia que estes recursos poderiam ser usados para pagar todos os credores. Pela opinião do tribunal, não haviam sido previstos direitos preferenciais no fundo, pelo que os seus recursos poderiam ser distribuídos *pro rata*, decisão que não satisfez aos credores franceses e que custou ao país sul-americano o direito de operar naquele importante mercado financeiro. Em consequência, o Peru abdicou de sua posição de *non possumus* relativa a parte de sua dívida com aquele país e aceitou pagar 25 milhões de francos exclusivamente aos franceses, algo que, para aumentar a complexidade do caso, foi rejeitado pelo congresso peruano em razão do não reconhecimento das dívidas do período ditatorial.²⁴⁵ A disputa foi então submetida ao Tribunal Permanente de Arbitragem, em Haia, que decidiu pela exigibilidade dos créditos franceses contra o Peru devido ao reconhecimento internacional de que gozava o governo de Piérola, cujos atos, em representação do governo peruano, seriam vinculantes ao Estado. A lei interna que invalidara os empréstimos não atingiria os estrangeiros, que, de boa-fé, colocaram capitais à disposição do Peru.²⁴⁶

Apesar do não reconhecimento da invalidade da dívida peruana, adotou-se, no caso das Reclamações Francesas, uma solução negociada para o pagamento da dívida por meio da qual o Peru voltou a obter acesso aos mercados financeiros. Em outros casos importantes o mesmo não ocorreu. Os empréstimos da Administração Postal Portuguesa ao governo da Croácia durante o período em que aquele país esteve sob ocupação alemã, nos anos da Segunda Guerra, foram questionados pelo governo sucessor porque não se reconhecia a dívida assumida por um governo dito marionete.²⁴⁷ Em 1956 se instalou, então, um tribunal arbitral nos termos da Convenção Postal Universal, o qual, conquanto afirmasse sua jurisdição para conhecer da matéria e a existência de fatos que justificassem a reclamação, não reconheceu sua jurisdição sobre a questão central, que consistia na responsabilidade da Iugoslávia pelos débitos assumidos durante períodos de ocupação. Ainda que não tenha

²⁴⁵ WYNNE, W. **State Insolvency and Foreign Bondholders: Selected Case Histories of Governmental Foreign Bond Defaults and Debt Readjustments**. Washington, DC: Beard Books, vol. II, p. 164 e seguintes.

²⁴⁶ NAÇÕES UNIDAS. French Claims against Peru Case (França v Peru). **Reports of International Arbitral Awards**, vol. 1, 11/10/1921, p. 218-20.

²⁴⁷ Ver UNIÃO POSTAL UNIVERSAL. **Dues for Reply Coupons Issued in Croatia; Re Transit Charge for Mails from Occupied Yugoslavia (Administração Postal de Portugal v Administração Postal da Iugoslávia)**, 1956, p. 90A.

enfrentado o mérito da questão, o tribunal arbitrou considerou, entretanto, que seria necessário um acordo internacional (ou alguma outra manifestação inconteste) para que se reconhecesse a sucessão da Iugoslávia nas dívidas croatas tomadas no período aqui exposto. Não havendo disposição convencional, deixou-se também de reconhecer o direito da administração postal portuguesa aos reembolsos. Veja-se, então, que a base da decisão foi a ausência de tratado que regulasse a sucessão nas dívidas públicas croatas, e não a sua ilegitimidade.²⁴⁸

Finalmente, os princípios gerais de direito são interpretados, em relação à dívida odiosa, por duas correntes principais. A primeira delas se utiliza de princípios jurídicos amplamente reconhecidos por diversas ordens jurídicas para justificar, no direito internacional, a inexecução de determinadas obrigações financeiras tidas como repudiáveis. Assim, os princípios jurídicos da boa-fé e da proibição do abuso de direito para equiparar a pretensão de recuperar os valores emprestados a governos ilegítimos ou sabidamente corruptos a um abuso dos direitos contratualmente assegurados.²⁴⁹ O abuso de direito, fórmula de longa tradição jurídica, se associa aos danos causados a outrem pelo exercício de um direito, com o consequente dever de reparação do dano caso tenha havido a intenção de produzi-lo. O reconhecimento da proibição do abuso de direito no âmbito internacional, porém, se ampara em uma doutrina modesta,²⁵⁰ e tem seus parâmetros apenas escassamente delineados em decisões de tribunais internacionais. É o que pode ser observado no Caso Relativo a Certos Interesses Alemães na Alta Silésia Polonesa,²⁵¹ no qual se restringiu a possibilidade de disposição de propriedades alemãs em território polonês caso a alienação tivesse por resultado algum abuso no exercício daqueles direitos, e no Caso das Zonas Francas, em que a Corte estabeleceu a aplicabilidade da legislação tributária francesa a áreas de favorecimento fiscal desde que esta aplicação não constituísse nenhuma forma de abuso – o qual, no entanto, não se presumiria.²⁵² Ainda no âmbito de princípios jurídicos tradicionais, alguns trabalhos procuram sustentar a doutrina da dívida odiosa na proibição do enriquecimento

²⁴⁸ WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 141-141.

²⁴⁹ Cf. FRANKENBERG, G.; KNIEPER, R. **Legal Problems of Overindebtedness of Developing Countries: the Current Relevance of the Doctrine of Odious Debts**. Safat: The Industrial Bank of Kuwait, 1984, p. 428.

²⁵⁰ Como comenta BROWNLIE, I. **Principles of Public International Law**. 7. ed. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010, p. 562.

²⁵¹ **Case Concerning Certain German Interests in Polish Upper Silesia**, CPJI, série A, n. 7, 1926.

²⁵² **Case of the Free Zones of Upper Savoy and the District of Gex**, CPJI, série A, n. 22, 1929.

sem causa, particularmente mencionado nos casos de sucessão de Estados.²⁵³ Esta postulação é mais problemática pois, para que se afirmasse a falta de fundamentos jurídicos para o benefício dos credores, seria necessário que os contratos de que são parte fossem inválidos, o que exigiria, então, definir os critérios pelos quais poderiam ser assim qualificados. A dívida pública seria, então, odiosa porque o enriquecimento dos credores é ilícito, mas seu enriquecimento seria qualificado de ilícito porque a dívida é odiosa, o que produz uma estranha tautologia. Este princípio é, portanto, pouco funcional para sustentar o caráter odioso como principal argumento do repúdio à dívida, o qual deveria partir, inevitavelmente, de uma análise dos contratos e de sua invalidação.²⁵⁴

A segunda das abordagens diz respeito à extensão dos princípios reconhecidos na casuística de tribunais nacionais ao âmbito internacional. Por ser a lei aplicável mais frequente, a lei de Nova Iorque fornece o melhor exemplo desta perspectiva, ao fundamentar o eventual reconhecimento da possibilidade jurídica do repúdio no caráter fiduciário das obrigações dos representantes de agir no interesse dos representados (*law of agency*). Ao emitir dívida pública que contrarie os procedimentos constitucionais de autorização ou que seja empregada sem benefício para o Estado e a população que lhe delegou os poderes de ação, a autoridade pública agiria para além dos seus poderes. Esta ação justificaria o repúdio das obrigações contraídas *ultra vires*. O argumento tem, no entanto, mais relevância jurídica em tribunais nacionais do que em experiências relativas ao direito internacional, e mesmo a aplicação pelos órgãos internos do Estado encontra critérios restritos e precedentes vacilantes.²⁵⁵ A transposição para o direito internacional não é, assim, imediata. As relações jurídico-políticas que se estabelecem entre os agentes, de um lado, e o Estado e a população, de outro, não se identificam imediatamente com as obrigações fiduciárias contratualmente definidas. Ao lado da natureza constitucional desta representação, a transposição, para o direito internacional, da jurisprudência de Nova Iorque como um princípio geral de direito exporia outros conflitos quanto aos diferentes fundamentos e regras de atuação de cada um dos espaços normativos em questão.

²⁵³ Como faz O'CONNELL, D. P. **State Succession in Municipal Law and International Law**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1967, p. 14-15.

²⁵⁴ KING, J. Odious Debt: the Terms of the Debate. **North Carolina Journal of International Law**, Chapel Hill, vol. 32, n. 4, 2007, p. 643; MICHALOWSKI, S. **Unconstitutional Regimes and the Validity of the Sovereign Debt: a Legal Perspective**. Chippenham: Ashgate, 2007, p. 44.

²⁵⁵ Para a defesa da aplicabilidade da *law of agency* por tribunais de estados norte-americanos para casos de repúdio da dívida, ver BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; THOMPSON, R. The Dilemma of Odious Debts. **Duke Law Journal**, Durham, vol. 56, s. n., 2007, p. 1237-1245.

•• *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública*

A ausência de uma doutrina jurídica uniforme e as ambiguidades das fontes do direito internacional expõem o flanco aberto das estruturas jurídicas das dívidas ilegítimas. De um lado, sua conceituação é imprecisa e tendente a uma ampliação que a torna mais vaga. De outro, a matéria não é disciplinada por convenções internacionais e a prática dos Estados tem resultados desiguais sobre as potencialidades de invocação do caráter odioso como fundamento para o repúdio, preterido em favor de outros argumentos, tais como a necessidade de alívio da dívida para a recuperação econômica. As decisões de cortes e tribunais arbitrais são igualmente oscilantes, mas com uma tendência para a cautela quando em jogo o reconhecimento das possibilidades jurídicas do repúdio. As normas de direito internacional são, assim, inconsistentes, e o recurso a princípios gerais do direito não oferece maior segurança sobre a existência, em alguma extensão, de uma permissão jurídica para o afastamento de obrigações financeiras ilegítimas.

O QUADRO INSTITUCIONAL DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA NO ÂMBITO INTERNACIONAL

À parte de regras materiais que forneçam soluções consistentes à inexecução da dívida pública, tampouco há processos uniformes destinados a reestruturar a dívida pública. Conforme o credor da dívida pública, diversas instituições atuam em bases eventuais, nomeadamente as organizações internacionais de caráter inter-governamental com vocação econômica, entre as quais se destacam as funções exercidas pelo FMI. Outros entes não tradicionais, tais como os Clubes de Paris e de Londres, são locais de encontros entre credores e Estados devedores de importância fundamental para o entendimento do modo de funcionamento atual das reestruturações da dívida pública, que são, como este capítulo pretende mostrar, definidas a partir de um enquadramento institucional mínimo.

Esta cambiante distribuição de competências, que redistribui as importâncias relativas dos atores envolvidos conforme a natureza de cada crise e as espécies de credores envolvidos, observou importante evolução diante de consideráveis desafios econômicos. A ação organizada de entidades internacionais oferece uma casuística relevante, sem que se possa perder de vista de que este é um trabalho ainda em curso, e que o quadro jurídico-institucional da dívida pública em âmbito internacional tem desenvolvimento desigual em comparação com outros campos de atuação de instituições financeiras internacionais criadas pelos acordos de Bretton Woods. Trata-se de um conjunto de regras relativamente subdesenvolvido, cuja análise atenta já o chamou de “rudimentar”,²⁵⁶ e cuja incapacidade de atender satis-

²⁵⁶ “The international rules governing the handling of default and of borrowers in difficulty by the sovereign or corporate are at best rudimentary (...). This is an area of international law

fatoricamente às necessidades de desenvolvimento o colocou “abaixo da marca do razoável.”²⁵⁷ Os grandes debates globais sobre o regime jurídico da resolução de crises da dívida pública no pós-segunda guerra se iniciaram tardiamente, na década dos 70, com uma preocupação específica: a ineficiência dos mecanismos até então existentes para conter o comportamento oportunista de credores individuais, pelo que se buscavam instrumentos funcionais de estabilização dos conflitos entre as suas diversas classes e o Estado devedor. A primeira e principal fragilidade dos procedimentos negociados de redefinição dos pagamentos da dívida pública seria identificada, então, com os insuficientes incentivos para que se chegasse ao acordo pretendido e que esta proposta acolhesse a agenda econômica dos países em desenvolvimento.

Não é de surpreender, portanto, que preocupação de complementar o cenário financeiro internacional com instituições direcionadas a articular soluções para a descontinuidade efetiva ou potencial dos serviços da dívida pública externa se tenham primeiro relacionado ao período do Diálogo Norte-Sul. Esta etapa da diplomacia econômica se refere ao envolvimento de países em desenvolvimento da Ásia, da África e da América Latina, muitos dos quais recém-independentes, em negociações sobre as mudanças do sistema econômico internacional com países industrializados da América do Norte e da Europa Ocidental. Antes das crises generalizadas da dívida pública na década seguinte, os países identificados com o Sul convergiram para incorporar na nova realidade econômica o tema do alívio do endividamento como medida capaz de absorver o impacto dos desequilíbrios generalizados nas balanças de pagamentos dos países em desenvolvimento,

which has been neglected since the 1930's. The world's financial system has in effect raced ahead of the institutional infrastructure for crisis management.” (SURATGAR, D. *The International Financial System and the Management of the International Debt Crisis*. In: BRADLOW, D. **International Borrowing: Renegotiating and Structuring International Debt Transactions**. Washington, D.C.: Springer, 1986, p. 677).

²⁵⁷ “While the search for strategies acceptable both to debtors and creditors has been intense and has evolved considerably in the past decade, the results achieved are far from satisfactory. It is true that the breakdown of the international financial system has been avoided by the international community. However, from the point of view of the major debtor states and from the perspective of an equitable allocation of global welfare, the process and its effects have fallen below the mark of reasonableness. The impacts of the debt situation on the rate of growth in the countries concerned, the effects on the social fabric, and the consequences for the state of the environment will not allow a different conclusion.” (DOLZER, R. *Ten Years of Multi-Annual International Debt Management*. **Cairo Conference (1992) Committee on International Monetary Law**. Londres: International Law Association, 1992, p. 18).

provocados em grande parte pela deterioração dos termos de troca e pela crise do petróleo.²⁵⁸ Em conjunto com a questão dos elevados encargos da dívida econômica em uma conjuntura internacional desafiadora, o tema institucional de uma maquinaria permanente que substituísse os clubes de Paris e de Londres para a reestruturação das dívidas bilateral e bancária, respectivamente, se apresentou como uma preocupação relevante em torno do prenunciado espectro das moratórias generalizadas dos países em desenvolvimento.²⁵⁹

Se, durante o Diálogo Norte-Sul, a preocupação com o alívio da dívida externa como forma de cooperação havia impulsionado a discussão de uma nova institucionalidade internacional do endividamento público, a discussão ganharia um enfoque complementar na década que viria a seguir. Os níveis insustentáveis dos empréstimos bancários aos países em desenvolvimento inseririam a discussão sobre a responsabilidade das fontes de capitais pelo endividamento dos países em desenvolvimento. As considerações sobre a os níveis excessivos de empréstimos tomados não poderiam ignorar o reverso da moeda, o excesso de empréstimos concedidos sem a devida diligência da parte dos bancos comerciais credores. O problema do *overborrowing* era complementado, assim, com a percepção dos problemas do *overlending*.²⁶⁰ Se tanto credores quanto devedores tinham sido parte no ciclo de entusiasmo de empréstimos internacionais abundantes e baratos, os custos das eventuais crises financeiras deveriam encontrar formas de distribuição equitativa entre o Estado tomador e o fornecedor do crédito. O resgate financeiro de bancos comerciais por organismos multilaterais com o FMI e o Banco Mundial acrescentaria novos incentivos para o excesso de liquidez internacional, o que implicava o risco de percepção subjetiva, ou *moral hazard*, de que a existência de um emprestador de último caso distorcesse a percepção do risco nos empréstimos bancários. Estratégias diferentes, que equilibrassem os custos para todas as partes, poderiam conduzir os mercados financeiros internacionais, tanto do lado dos devedores como dos

²⁵⁸ RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 1606; AMUZEGAR, J. The North-South Dialogue: From Conflict to Compromise. **Foreign Affairs**, Washington, D.C., vol. 54, n. 3, abr. 1976.

²⁵⁹ OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 305-341.

²⁶⁰ STIGLITZ, J. **Making Globalization Work: the Next Steps to Global Justice**. Londres: Penguin Books, 2006, p. 216-218. Sobre aspectos mais gerais, ver LINDERT, P.; MORTON, P. How Sovereign Debt has Worked. In: SACHS, J. **Developing Country Debt and Economic Performance**. Chicago: University of Chicago Press, 1989, vol. 1, p. 39-106.

credores, a adotar comportamentos mais prudentes do que aqueles até então observados, reduzindo-se a pressão para contrair empréstimos.²⁶¹

Todas estas considerações acabaram por ter alguma consequência para os mecanismos de resolução das crises de endividamento, os quais operam a partir de negociações entre o Estado e seus diversos credores. O tratamento institucional desse tema tem recebido, como visto, atenção importante principalmente nos últimos trinta anos, a partir da preocupação de identificar situações ineficientes dos atuais mecanismos de reestruturação da dívida pública. O modo de ação específica de diversas instituições envolvidas evidencia tanto as regras mais estáveis, fixadas, por exemplo, pelo costume internacional, e outras em estado de transformação devido à revisão das estratégias adotadas.

3.1. RENEGOCIAÇÕES

Fundamental no complexo normativo das renegociações da dívida pública é a própria exigibilidade jurídica das renegociações, ou a obrigação de renegociar. A revisão dos acordos financeiros do Estado, quer se dê a reestruturação por reescalonamento, por redução ou por recompra, implica algum risco para a confiabilidade do Estado. Neste sentido, as ações unilaterais são geralmente evitadas em favor da preservação de sua reputação financeira. Determinados estudos sobre as condições de existência da dívida pública apontam a potencialidade da exclusão dos mercados financeiros como o principal fator que conduz ao pagamento da dívida pública, o que explica a continuidade do funcionamento do mercado de crédito ao Estado. A questão faz sentido porque, de um lado, os bens públicos localizados no exterior não são suficientemente numerosos para assegurar a satisfação de todos os seus credores em caso de execução por um tribunal estrangeiro, e, de outro, as garantias concedidas sobre os bens localizados em seu próprio território seriam insuficientes para inspirar suficiente credibilidade pois dependeriam, em última instância, da vontade do Estado para cumpri-las.

O risco do crédito pode não ser o único relevante para a dívida contratual com outros Estados e organizações multilaterais que, para conceder empréstimos, obedecem a critérios que não são puramente econômicos. A transferência voluntária de capitais privados ao Estado, no entanto, o toma em conta como elemento de primeira linha. As condições de existência de um mercado para a dívida pública

²⁶¹ Para a análise do problema específico do “risco moral” (*moral hazard*) em empréstimos bancários para Estados, ver LIENAU, O. **Rethinking Sovereign Debt: Politics, Reputation, and Legitimacy in Modern Finance**. Cambridge: Harvard University Press, 2014, p. 233.

levam à formulação da hipótese de que, na ausência de instrumentos que permitam aos credores ter controle sobre o patrimônio do Estado, a única possível sanção ao inadimplemento da dívida pública é a exclusão dos mercados de capitais, isto é, a interrupção dos fluxos de financiamento a partir de um dado momento.²⁶² Se o Estado não conta com recursos próprios suficientes para se proteger de choques de produtividade e para isso depende do financiamento pela poupança privada, a ameaça de exclusão destes canais de empréstimos seria motivo suficiente para que se preocupasse em pagar a dívida, até determinados níveis. Estes níveis são tanto mais altos quanto maior for a variação da produtividade e quanto mais dependa o Estado dos mercados internacionais de capitais para responder às variações da sua produção.

Ainda que haja evidências de que a exclusão dos mercados financeiros seja temporária e que nem sempre o histórico de defaults implica o encarecimento permanente dos empréstimos a determinado Estado,²⁶³ uma política deliberada de não cumprimento dos contratos teria impacto sobre as relações econômicas com o exterior, tanto com o setor público como privado. O risco de crédito é um fator sensível à avaliação de agências de risco e a própria elegibilidade a organizações inter-governamentais poderia ser comprometida.²⁶⁴ A consensualidade em torno das conversões é, portanto, uma situação preferível aos interesses do Estado.

A renegociação não é, portanto, um evento desfavorável às partes se consideradas as alternativas do inadimplemento puro e simples ou das reestruturações forçadas. Por meio dela, o devedor pode receber a assistência financeira necessária, e os credores têm a oportunidade de reavaliar as condições econômicas correntes e o potencial para a retomada de investimentos no país.²⁶⁵ Alguns aspectos gerais das

²⁶² Esta é a tese desenvolvida pelo artigo seminal de J. Eaton e M. Gersovitz. Cf. *Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis*. **Review of Economic Studies**, Oxford, vol. 48, n. 2, 1981, p. 289-309. A propósito, ver também TOMZ, M. **Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries**. Princeton: Princeton University Press, 2007.

²⁶³ EICHENGREEN, B.; PORTES, R. *Dealing with Debt: The 1930s and the 1980s*. In: HUSAIN, I.; DIWAN, I. **Dealing with the Debt Crisis**. Washington, D.C.: The World Bank, 1989, p. 69-86; LINDERT, P.; MORTON, P. *How Sovereign Debt has Worked*. In: SACHS, J. **Developing Country Debt and Economic Performance**. Chicago: University of Chicago Press, 1989, vol. 1, p. 40.

²⁶⁴ MEETHARBAN, M. *Vers un Droit International de la Dette Extérieure?* In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 508.

²⁶⁵ OECHSLI, C. *Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act*. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 305-341

etapas de negociação anteriores às reestruturações podem ser aqui destacados. A partir da declaração de interesse em reestruturar a sua dívida pública, a qual pode preceder ou suceder à suspensão parcial ou total dos pagamentos, o acordo entre credores e devedores em conversões não forçadas conduzirá ao desenvolvimento de etapas de negociação entre todas as partes. Em linhas gerais, o objetivo do acordo de reestruturação é a definição dos termos de novação das obrigações financeiras, de forma a atingir alguma redução nos encargos do serviço da dívida e, com o alívio, proceder aos pagamentos sem solução de continuidade ou, caso os pagamentos já tenham sido descontinuados, retomar o fluxo dos reembolsos aos credores. Outro importante objetivo das negociações é divulgar informações relevantes sobre o estado das contas públicas, bem como as estratégias fiscais e de gerenciamento da dívida.²⁶⁶

Do ponto de vista dos governos, é necessário que se tomem algumas medidas para a preparação de um acordo de reestruturação. A primeira delas é o conhecimento do volume total da dívida pública, com a adequada diferenciação dos tipos de instrumentos financeiros envolvidos, tanto em seus aspectos jurídicos como financeiros. O conjunto destas características é complexo, o que demonstra que os processos de reestruturação envolvem um conjunto de informações muito diversificado. As obrigações se diferenciam quanto ao cronograma de amortização, os juros previstos podem ser fixos ou variáveis, pagos em parcelas ou apenas ao final do prazo de maturidade, as moedas de denominação são distintas, há obrigações garantidas, o valor de face deve ser comparado com o valor de mercado dos títulos e, enfim, cláusulas específicas de cada contrato determinam uma ou outra forma de vinculação dos credores às ofertas de troca.²⁶⁷ A análise destes fatores permite definir o perfil da dívida pública e calcular a dimensão do esforço necessário para o ajuste macroeconômico e do alívio dos encargos do endividamento calculado pelas partes.²⁶⁸ Desta forma serão orientadas as ofertas de troca a serem apresenta-

²⁶⁶ DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012, p. 12.

²⁶⁷ Estas são os elementos-chave apontados por LIM, R.; MEDEIROS, C.; XIAO, Y. *Quantitative Assessments of Sovereign Bond Restructurings*. **Material não publicado**, 2005.

²⁶⁸ Há vários critérios para o dimensionamento das reduções esperadas, mas as principais consideram a diferença existente entre os valores atuais dos novos títulos lançados (somados a eventuais pagamentos em espécie) em relação ao valor de face das obrigações antigas. Para as fórmulas mais frequentes, ver, principalmente, STURZENEGGER, J.; ZETTELMEYER, B. *Creditor Losses versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crises*. **Journal of the European Economic Association**, vol. 5, n. 2/3, abr.-maio 2007, p. 343-51.

das aos credores, o que exige tempos variáveis de preparação. Assim que concluída a proposta, a oferta é apresentada aos credores para que a aceitem ou rejeitem, tendo participado de sua elaboração em maior ou menor extensão. O sucesso desta etapa depende de um número mínimo de adesões, que deverão ser manifestadas entre a apresentação da proposta e a reestruturação final. Neste período, portanto, os problemas de coordenação tendem a ser maiores. A conclusão desta fase permitirá saber, então, o percentual de credores participantes e também o tamanho das reduções no valor de mercado dos títulos em relação ao valor de face, chegando-se ao tamanho dos cortes que os credores enfrentarão nos pagamentos da dívida pública.

No plano jurídico, a apresentação de uma proposta de negociação pode ser prevista nos próprios contratos, que contêm dispositivos sobre eventos de default e os requisitos de modificação das cláusulas contratuais. É possível sustentar o dever jurídico de renegociar as obrigações, no entanto, não apenas em cláusulas contratuais válidas para cada obrigação, mas em fundamentos mais amplos, relacionados à ideia de transição do direito internacional de um direito de coexistência para um direito de cooperação.²⁶⁹ Colocada em termos do direito ao desenvolvimento, a cooperação internacional em matéria de dívida pública encontra parâmetros programáticos introduzidos como norma positiva nos artigos 55 e 56 da Carta da ONU, em que os objetivos econômicos e sociais de estabilidade e bem-estar são colocados em vinculação com ações cooperativas desenvolvidas junto às Nações Unidas.²⁷⁰ Como pedra de toque da nova ordem econômica internacional colocada no diálogo entre países do hemisfério norte e sul, o tratamento potencial das relações econômicas e financeiras internacionais foi consolidado nos princípios da Carta de Direitos Econômicos das Nações Unidas, de 1974, que postula a cooperação como fator essencial dos objetivos de desenvolvimento.²⁷¹ Outros fundamentos

²⁶⁹ Cf. FRIEDMANN, W. **The Changing Structure of International Law**. Nova Iorque: Columbia University Press, 1964.

²⁷⁰ **Carta das Nações Unidas**, ONU, 1945. Art. 55: “[w]ith a view to the creation of conditions of stability and well-being which are necessary for peaceful and friendly relations among nations based on respect for the principle of equal rights and self-determination of peoples, the United Nations shall promote: a. higher standards of living, full employment, and conditions of economic and social progress and development; b. solutions of international economic, social, health, and related problems; and international cultural and educational cooperation; and c. universal respect for, and observance of, human rights and fundamental freedoms for all without distinction as to race, sex, language, or religion.” E, no art. 56, “[a]ll Members pledge themselves to take joint and separate action in co-operation with the Organization for the achievement of the purposes set forth in Article 55.”

²⁷¹ **Charter of Economic Rights and Duties of States**, ONU, 1974.

possíveis foram encontrados na obrigação de perseguir a solução pacífica das controvérsias internacionais²⁷² e, em relação mais imediata com o tema das condições de vida das populações de menor renda, no caráter *erga omnes* dos direitos humanos.²⁷³

Em sentido mais concreto, o dever de cooperação em matéria de renegociação da dívida pública é apontado como uma obrigação de meio, e não de resultado, em que se busca uma proposta comum face a interesses divergentes, levadas a termo com boa-fé. O tratamento jurídico do dever internacional de negociar é mais bem estabelecido em outros campos temáticos, como a definição de fronteiras marítimas, os quais, no entanto, contêm princípios relevantes para os conflitos entre Estados. A obrigação de negociar para chegar a um acordo foi objeto do Caso da Plataforma Continental do Mar do Norte, em que se entendeu que o diálogo entre as partes deve ser guiado pelo interesse real de que as negociações cheguem a um acordo, e que não devem consistir apenas de um processo formal.²⁷⁴ Este dever de entabular negociações entre os Estados fez com que o frequente acesso ao clube de Paris para a reestruturação da dívida bilateral pudesse ser definido como uma norma costumeira, e os costumes parecem aqui desempenhar aqui um importante papel. O fato de que os Estados adotem a prática constante e generalizada de reestruturar a dívida pública de forma negociada teria criado uma norma internacional cogente. Como bem aponta Reinisch, “o dever geral de cooperação junto com um dever amplamente compreendido de prestar assistência aos países em desenvolvimento pode criar o dever positivo de renegociar as obrigações internacionais da dívida”.²⁷⁵

Mas uma norma de tal natureza no direito internacional é matéria de significativa controvérsia. Isto porque, a despeito da prática frequente, faltaria a convicção da juridicidade da parte dos Estados de que estão obrigados a renegociar com os credores. Assim, já se argumentou que o recurso a entidades organizadoras das

²⁷² KÄMMERER, J. Der Staatsbankrott aus völkerrechtlicher Sicht. **Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht**, Heidelberg, vol. 65, s. n., 2005, p. 651-676.

²⁷³ BOTHE, M.; BRINK, J. Public Debt Restructuring: the Case for International Economic Cooperation. **German Yearbook of International Law**, Berlim, vol. 29, 1986, p. 86-100.

²⁷⁴ CIJ, **North Sea Continental Shelf Cases**, 1969, p. 47-48.

²⁷⁵ Debt Restructuring and State Responsibility. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 549, tradução livre. No original, “[i]t rather seems that the general duty to co-operate together with a broadly understood duty to give assistance to LDCs [less developed countries] might entail a positive duty to renegotiate international debt obligations.”

renegociações da dívida pública evidenciaria a necessidade da intervenção de instâncias multilaterais que formalizassem as propostas oficiais, e isto, ao contrário de indicar a existência de um direito costumeiro, provaria exatamente o contrário: que a falta de convicção sobre o dever de recorrer a soluções consensuais levaria as partes a se precaverem por meio de um ato documentado juridicamente vinculante.²⁷⁶ Neste sentido se toma como apoio a decisão do Caso Socobel (1939), no qual se afirmou que as dificuldades do governo grego para pagar as obrigações devidas a uma empresa belga não poderiam significar que qualquer das partes ou o Estado belga estivessem obrigados a chegar a um acordo amigável.²⁷⁷ Negava-se, então, que o país credor ou algum de seus nacionais tivessem o dever de negociar em razão das dificuldades de pagamento do devedor.

Com relação à dívida bilateral, no entanto, pode-se apontar que, desde a década de 1980, as reestruturações têm ocorrido com tanta frequência nos moldes do Clube de Paris, de forma negociada, que haveria um costume internacional *in statu nascendi*.²⁷⁸ A desarticulação dos elementos jurídicos da questão fica mais evidente quando se muda a análise para o crédito privado, em que as bases de afirmação de uma obrigação de renegociar em âmbito internacional são mais tênues. O princípio da boa-fé, por exemplo, exigiria um compromisso com soluções cooperadas. Outra sustentação a este dever seria, como se encontra em alguma literatura sobre o tema, a analogia ao direito falimentar interno dos Estados, a partir do qual se tentaria derivar alguma obrigação internacional. O raciocínio é o de que, da mesma maneira que as partes não podem ser furar a procedimentos falimentares no âmbito interno que as colocassem em contato com o devedor insolvente para articular soluções à sua recuperação ou à liquidação de seus bens, não faria sentido que nenhuma forma de mecanismos semelhantes operasse no contexto externo ao Estado.²⁷⁹ Os procedimentos de reestruturação da dívida comercial ou mobiliária

²⁷⁶ LEYENDECKER, L. **Auslandsverschuldung und Völkerrecht**. Berna: Peter Lang, 1988, p. 286.

²⁷⁷ CPJI, **The “Société Commerciale de Belgique”**, série AB, n. 78, 1939, p. 21, em que se lê: “[a]part from any other consideration, it is certain that the Court is not entitled to oblige the Belgian Government and still less the Company which is not before it to enter into negotiations with the Greek Government with a view to a friendly arrangement regarding the execution of the arbitral awards which that Government recognizes to be binding; negotiations of this kind depend entirely upon the will of the parties concerned.”

²⁷⁸ REINISCH, A. Debt Restructuring and State Responsibility. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 549.

²⁷⁹ GOLDMANN, M. **Responsible Sovereign Lending and Borrowing: the View from Domestic Jurisdictions**. Nova Iorque: UNCTAD, 2012.

apenas se legitimariam, portanto, caso obedecessem a alguma disciplina ordenada, semelhante a um procedimento de insolvência.²⁸⁰

O argumento analógico estranha, no entanto, por ser aplicável apenas *de lege ferenda* e, ainda que se procurasse observar alguma ordenação com base em princípios similares aos do direito falimentar interno, seria preciso definir qual é o Estado de referência. O desenvolvimento de mecanismos institucionais análogos aos do direito falimentar é um tema complexo que tem recebido maior atenção nos últimos anos. Este é justamente um dos cenários institucionais propostos mais recentemente para aperfeiçoar os mecanismos internacionais de resolução das crises da dívida pública, o que mostra que a analogia é admissível, mas não automaticamente derivável do estado de coisas atualmente existente.

As atuais instâncias mobilizadoras das renegociações da dívida pública atuam seguindo procedimentos próprios. Este modo de agir é um aspecto particularmente sensível a uma dada categorização da dívida pública. Conforme o tipo de credor envolvido, há procedimentos específicos que direcionarão as negociações que ocorrem entre o oferecimento de uma proposta e a conclusão do acordo. Estes procedimentos se distinguem quanto à dívida oficial bilateral e à dívida com credores privados, sejam consórcios bancários ou portadores de títulos públicos. Estas instâncias traçam, por sua vez, uma distinção primordial a respeito de qual dívida deve ser reestruturada, o que pressupõe que nem todas as categorias da dívida pública são tratadas da mesma forma. As categorias reestruturáveis da dívida definem qual parte das obrigações financeiras será reestruturada, mas também aquelas que não serão. A dívida multilateral é particularmente distinta de outros tipos neste sentido, pois as organizações financeiras multilaterais não costumam se submeter às mesmas dificuldades para seus reembolsos, que são, salvo algumas exceções, excluídos de processos de reestruturação.

Os processos transcorridos em entidades vocacionadas à reestruturação da dívida bilateral ou perante consórcios bancários, respectivamente os Clubes de Paris e de Londres, serão apresentados posteriormente, dado que se trata de um ambiente institucional mais organizado a despeito das características informais dessas entidades. A natureza das reduções de endividamento mediante renegociações da dívida mobiliária será tratada na última parte, dadas as peculiaridades de programas eminentemente casuísticos.

²⁸⁰ Além da obra citada na nota acima, ver, também, BOGDANY, A.; GOLDMANN, M. *Sovereign Debt Restructurings as Exercises of International Public Authority*. In: ESPÓSITO, C.; LI, Y.; BOHOSLAVSKY, J. **Sovereign Financing and International Law: the UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing**. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 57.

3.2. A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA MULTILATERAL

Categoria da dívida pública habitualmente excluída das operações de reestruturação é aquela assumida perante organizações internacionais, algo que se origina a partir da posição privilegiada que esses entes alegadamente apresentam em comparação com os demais credores do Estado. Em termos mais concretos, os compromissos perante organismos financeiros multilaterais não se incluem entre aqueles cujos termos de pagamento serão redefinidos a partir de alguma oferta de renegociação, e são, na maior parte das vezes, expressamente excluídos da oferta, pelo que seus pagamentos não serão alterados. Esta característica da dívida multilateral, que poderia ser sintetizada em sua irrenegociabilidade, se origina fundamentalmente de determinados elementos da prática dos Estados, mas também do comportamento dos outros tipos de credores, que os colocam fora de contestação. Os fundamentos jurídicos deste benefício não são, porém, uniformemente percebidos.

3.2.1. As organizações internacionais como credores privilegiados

Ao ocorrer uma crise de proporções relevantes em decorrência da suspensão do serviço da dívida pública externa de algum país, os acordos em torno da reestruturação dos pagamentos podem ser compreendidos como uma expressão da solidariedade internacional, a qual se opõe a iniciativas unilaterais quer dos devedores, quer dos credores.²⁸¹ Este caminho interpretativo não esconde, entretanto, que a ideia de solidariedade se concretiza a partir de uma conjunção de interesses em torno da estabilidade do sistema financeiro internacional, ameaçada pela concretização dos riscos de crédito.²⁸² Daí que, principalmente a partir das graves crises da década de 1980, a solução às sucessivas tensões sobre o cumprimento de obrigações financeiras externas tenha se dado de forma negociada, como já visto, e que as conversões consensuais tenham tomado forma entre o Estado e seus credores. A dívida suscetível de reestruturação não é, contudo, objeto de operações uniformes, e alguns credores, tais como as instituições financeiras internacionais,

²⁸¹ Segundo L. Focsaneanu, “la solidarité s’est manifestée par la restructuration et le refinancement de la dette extérieure des pays débiteurs” (Endettement extérieur, renégotiation des dettes, controle Du crédit transnational. *Revue Générale de Droit International Public*, Paris, vol. n. 2, 1985, p. 305). Ver, também, JOBLIN, J. Les Rouages de l’Economie Mondiale au Regard de l’Ethique. Application au Probleme de la Dette. Le point de Vue de l’Eglise. In: VIADEL, A. C.; MONTORO, A. F. **La Deuda Externa: Dimensión Política y Jurídica**. Madri: Iepala Editorial, 1999, p. 233.

²⁸² Neste sentido, Espinosa de los Monteros, R. Z. Les Dettes Publiques des Etats à l’Egard des Organisations Internationales. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 259.

continuam a ser pagas de acordo com os termos originais. É neste sentido que se pode falar de um tratamento privilegiado dos organismos internacionais, que se beneficiam da exclusão de seus créditos dos processos de reestruturação. O que chama a atenção é que este benefício do adimplemento das obrigações contém uma fraca previsão jurídica em normas convencionais, normalmente aquelas deitadas em documentos constitutivos de instituições financeiras das quais o Estado faça parte e aos quais, pelo regular procedimento de adesão à organização, se vincula. Fraca, porque o mesmo tipo de cláusula presente em outros documentos relativos a outros credores não foi razão suficiente para que lhes fosse concedido o mesmo isolamento dos efeitos da moratória de eventual moratória. O fato de que o privilégio seja efetivamente observado em relação a organismos financeiros internacionais estimula o surgimento de questões sobre a fonte jurídica de normatividade deste comportamento reiterado. O costume desponta como uma possível resposta, para a qual relevam a análise da prática e da *opinio juris*.

O comportamento dos diversos agentes envolvidos em processos de reestruturação indica uma percepção uniforme sobre a prioridade dos reembolsos a organizações internacionais. Da parte dos Estados, as duas principais instâncias de promoção do diálogo com os credores não se ocupam diretamente da dívida multilateral. Tanto as reuniões no Clube de Paris como os encontros com os comitês representantes dos bancos comerciais tratam de operações financeiras bilaterais e comerciais, respectivamente, não partilham a competência para renegociar a dívida multilateral.²⁸³ A seu turno, ainda que as partes mais interessadas, as instituições financeiras internacionais propriamente, acompanhem as reuniões do Clube de Paris e participem dos acordos firmados a partir das tratativas do Clube de Londres, há uma sistemática recusa de proceder à revisão de suas próprias obrigações.²⁸⁴ Esta é uma linha de conduta persistente desde que a Liga das Nações, em 1930, afirmou explicitamente a prioridade dos empréstimos que concedia em razão de constituírem uma ferramenta primordial para o aparato financeiro de que dispunha a organização para estimular a recuperação econômica e a reconstrução dos países-membros. Ainda que as características dos instrumentos de financiamento da Liga fossem distintas daquelas adotadas atualmente por organismos globais

²⁸³ Cf. VILANOVA, J. C.; MARTIN, M. **The Paris Club**. Londres: Debt Relief International, 2001; HUDES, K. Coordination of Paris and London Club Reschedulings. In: BRADLOW, D (coord.). **International Borrowing: Negotiating and Structuring International Debt Transactions**. 2. ed. Washington, D.C.: International Law Institute, 1986.

²⁸⁴ ESPINOSA DE LOS MONTEROS, R. Z. Les Dettes Publiques des Etats à l'Egard des Organisations Internationales. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 261.

como o FMI,²⁸⁵ aí se afirmou a precedência dos créditos das instituições financeiras globais como uma questão essencial para a continuidade de seu funcionamento e para que as arestas nos pagamentos não prejudicassem terceiros Estados que se beneficiassem de programas levados a cabo por essas organizações.

Com base neste princípio, as dívidas do Estado com o FMI e outros entes com funções financeiras são raramente renegociadas. No âmbito do Fundo, essas obrigações se originam, com maior frequência, de programas de assistência conduzidos em conjunto com o Banco Mundial firmados mediante o compromisso de ajustes estruturais pelos países beneficiários. Quando se trata de obtenção de liquidez para enfrentar crises na balança de pagamentos, o que costuma ser o uso mais frequente dos recursos do Fundo, após transcorrido o período de uso o Estado-membro se compromete com a recompra da moeda que pagou ao Fundo em troca das divisas que lhe foram colocadas à disposição.²⁸⁶ O acordo constitutivo do FMI prevê, no artigo IX, que seus pagamentos ficam excluídos dos efeitos suspensivos de uma declaração de moratória, e o mesmo faz o estatuto do Banco Internacional para a Reconstrução e o Desenvolvimento.²⁸⁷ A sustentação desta imunidade às moratórias se apresenta como uma medida de salvaguarda de sua liquidez financeira, a qual, se afetada, recairia sobre todos os países-membros da organização. O default perante o organismo financeiro seria, assim, um default perante toda a comunidade internacional, à medida que reduzisse o volume de recursos disponíveis para o cumprimento de suas funções.

Esta percepção de um dever de solidariedade internacional desponta não apenas na reiterada prática dos Estados, cujos interesses na liquidez de uma instituição como o FMI são de fácil identificação, mas no comportamento dos próprios bancos comerciais, que não a contestam. Isso porque nem mesmo os Estados mais endividados costumam suspender os pagamentos às instituições financeiras internacionais e,

²⁸⁵ Sobre as características da ação financeira da Liga das Nações e o contraste com os instrumentos de ação das atuais instituições multilaterais como o FMI, ver FLORES, J.; DECORZANT, Y. *Public Borrowing in Harsh Times: the League of Nations Loans Revisited. Working Paper Series*, Universidade de Genebra, Genebra, n. 12091, set. 2012.

²⁸⁶ WOOD, P. *Debt Priorities in Sovereign Insolvency. International Financial Law Review*, Londres, vol. 1, n. 7, nov. 1982, p. 8.

²⁸⁷ Segundo o artigo IX, Seção 6, do acordo constitutivo do Fundo Monetário Internacional, "(...) all properties and assets of the Fund shall be free from restrictions, regulations, control and moratoria of any nature." (FMI. **Articles of Agreement of the International Monetary Fund (1944)**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 27). O acordo constitutivo do Banco Mundial tem idêntica redação no artigo VII, seção 6 (cf. BIRD. **Articles of Agreement of the International Bank for Reconstruction and Development**. Washington, D.C.: BIRD, 2012, p. 17).

em segundo lugar, os interesses bancários confluem para a busca de fórmulas de reestruturação que lhes permita preservar os próprios balanços, para cuja conclusão a intermediação da organização internacional credora do Estado tem um importante papel a desempenhar. O crédito privilegiado não chega a constituir, portanto, matéria de larga controvérsia; ao contrário, observa-se algum grau de acomodação ao benefício, a partir do qual se cogita do surgimento de um costume internacional orientador da juridicidade dessa prática.²⁸⁸

Há, entretanto, uma distância considerável entre a apontada conjunção de interesses e a existência de uma percepção subjetiva da normatividade do privilégio creditício das instituições financeiras internacionais. A análise dos atos constitutivos dos mais importantes desses organismos oferece um diversificado panorama de seu modo de agir quando em confronto com a suspensão efetiva ou potencial dos pagamentos por um Estado devedor. Os estatutos apontam, com maior ou menor flexibilidade, para a admissão da possibilidade de modificação das condições de pagamento da dívida multilateral, e esta permissão de flexibilidade, ainda que pouco aplicada, vai em sentido contrário à ideia de uma norma costumeira que obrigue aos pagamentos mesmo quando outros credores são afetados pela sua suspensão. É o que se nota quanto aos principais bancos de desenvolvimento: a ideia de que a dívida multilateral pode ter seus termos modificados não é estranha às normas internas desses organismos. No Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), é prevista a adoção de medidas oportunas em vista da modificação das condições dos empréstimos, com exceção da modificação da moeda de reembolso.²⁸⁹ No mesmo sentido vão as normas internas do BIRD²⁹⁰ e do Banco Europeu para

²⁸⁸ FAU-NOUGARET, M. **La Liaison Infernale: Conditionnalité Democratique et Dette des Etats à l'Égard des Organisations Internationales**. Civilizar Ciencias Sociales y Humanas, Bogotá, vol. 8, n. 15, jul.-dez. 2008, p. 56.

²⁸⁹ É prevista a expulsão do membro inadimplente pelo artigo IX, seção 2, mas admite-se a modificação do acordo financeiro no artigo VII, seção 3, letra “a”, segundo o qual “[t]he Bank, in the event of actual or threatened default on loans made or guaranteed by the Bank using its ordinary capital resources, shall take such action as it deems appropriate with respect to modifying the terms of the loan, other than the currency of repayment.” (BID. **Agreement Establishing the Inter-American Development Bank**. Washington, D.C.: BID, 1959, p. 20-27).

²⁹⁰ Artigo IV, seção 7: “[i]n cases of default on loans made, participated in, or guaranteed by the Bank: (a) The Bank shall make such arrangements as may be feasible to adjust the obligations under the loans, including arrangements under or analogous to those provided in Section 4 (c) of this Article; (...) (c) Whenever necessary to meet contractual payments of interest, other charges or amortization on the Bank’s own borrowings, or to meet the Bank’s liabilities with respect to similar payments on loans guaranteed by it, the Bank may call an appropriate

Reconstrução e Desenvolvimento (BERD).²⁹¹ As exceções são os Bancos Asiático e Africano de Desenvolvimento,²⁹² que, em vez de medidas de ajuste, preveem unicamente a sanção da expulsão do país membro inadimplente. O Banco de Compensações Internacionais, por fim, a despeito de ser silente a respeito de medidas modificativas dos acordos diante da inexecução de seus créditos, tem demonstrado maior maleabilidade do que a linguagem sucinta de seu estatuto deixaria entrever.²⁹³

Medidas alternativas à expulsão da organização financeira internacional se encontram também na principal delas, o FMI. Seu acordo constitutivo merece maior atenção não apenas em razão da importância da instituição, mas também por ser mais específico a respeito da inexecução dos pagamentos da dívida multilateral, oferecendo possibilidades sancionatórias gradativas. O sistema de sanções do Fundo tornou-se mais refinado em comparação com outros cujos mecanismos se

amount of the unpaid subscriptions of members in accordance with Article II, Sections 5 and 7. Moreover, if it believes that a default may be of long duration, the Bank may call an additional amount of such unpaid subscriptions not to exceed in any one year one percent of the total subscriptions of the members for the following purposes: (i) [t]o redeem prior to maturity, or otherwise discharge its liability on, all or part of the outstanding principal of any loan guaranteed by it in respect of which the debtor is in default; (ii) [t]o repurchase, or otherwise discharge its liability on, all or part of its own outstanding borrowings.” (BIRD. **Articles of Agreement of the International Bank for Reconstruction and Development**. Washington, D.C.: BIRD, 2012, p. 10).

²⁹¹ Artigo 17.1: “[i]n the Bank’s ordinary operations, in case of arrears or default on loans made, participated in, or guaranteed by the Bank, and in cases of losses or underwriting and in equity investment, the Bank shall take such action as it deems appropriate.” (BERD. **Agreement Establishing the European Bank for Reconstruction and Development**. Paris, 1991).

²⁹² No caso do Banco Asiático, dispõe o artigo 42.1 que “[i]f a member fails to fulfill any of its obligation to the Bank, the Board of Governors may suspend such member by a vote of two-thirds of the total number of Governors, representing not less than three-fourths of the total voting power of the members” (ADB. **Agreement Establishing the Asian Development Bank**. Manila, 1966). O artigo 44 do acordo que estabelece o Banco Africano tem redação similar (cf. AfDB. **Agreement Establishing the African Development Bank**. Cartum, 1963).

²⁹³ O artigo 25 prevê que o banco deve ser administrado com vistas a manter sua liquidez. No original, “[t]he Bank shall be administered with particular regard to maintaining its liquidity, and for this purpose shall retain assets appropriate to the maturity and character of its liabilities” (BIS. **Statutes of the Bank for International Settlements**. Basileia, 1930). A amplitude deste dispositivo tem servido para que o banco, efetivamente, tome as medidas que considerar necessárias para a manutenção de sua liquidez, o que pode envolver a modificação das obrigações dos Estados-membros. Cf. ESPINOSA DE LOS MONTEROS, R. Z. Les Dettes Publiques des Etats à l’Egard des Organisations Internationales. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 264-265.

concentram na expulsão dos Estados inadimplentes, aperfeiçoamento ocorrido a partir de 1990 com a estratégia de ampliação geral da liquidez.²⁹⁴ As alterações estatutárias se dirigiram ao artigo 26 do acordo constitutivo, que, na redação anterior, previa duas espécies de sanções complementares ao Estado que se encontrasse em mora com o organismo. A primeira delas seria o bloqueio do acesso aos recursos do Fundo, a qual se insere entre aquelas sanções classificáveis como negação de benefícios.²⁹⁵ Apenas diante do prolongamento da inexecução (fala-se, no acordo, em atraso razoável) é que o Estado poderia ser chamado a se retirar – sanção aplicada uma única vez na história do FMI, contra a Tchecoslováquia em 1954, que havia sido também suspensa do Banco Mundial no ano anterior em razão do descumprimento persistente de deveres com estas instituições.²⁹⁶ A primeira das penalidades – a vedação ao recebimento de recursos – era também considerada uma medida excepcional, e sua aplicação começou a ser feita apenas da segunda metade dos anos de 1980 em diante, de forma sistemática, o que indicava a degradação do ambiente de cooperação financeira internacional diante das dificuldades econômicas dos Estados-membros do Fundo, particularmente os africanos e latino-americanos.²⁹⁷

As discussões sobre as alterações do direito interno dessa organização se voltaram, então, a oferecer maiores possibilidades de gradação entre as sanções aplicáveis, pelo que, com a terceira emenda ao acordo constitutivo do FMI, que data de 11 de novembro de 1992, se incluiu um terceiro grupo de sanções relativas à suspensão do direito de voto, emprestando ao artigo 26 sua feição atual, que se refere, na seção 2, aos membros que persistam no descumprimento das obrigações.²⁹⁸ O

²⁹⁴ Ver FMI. **Resolução n. 45-2, de 28 de junho de 1990**. Washington, D.C., 1990.

²⁹⁵ GOLD, J. The “Sanctions” of the International Monetary Fund. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 66, n. 5, out. 1972, p. 744-745.

²⁹⁶ Ver MAGLIVERAS, K. **Exclusion from Participation in International Organizations: the Law and Practice behing Member States’ Expulsion and Suspension of Membership**. Haia: Kluwer Law, 1999, p. 183.

²⁹⁷ ESPINOSA DE LOS MONTEROS, R. Z. Les Dettes Publiques des Etats à l’Egard des Organisations Internationales. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 268.

²⁹⁸ O texto do artigo 26, seção 2, é este: “(a) If a member fails to fulfill any of its obligations under this Agreement, the Fund may declare the member ineligible to use the general resources of the Fund. Nothing in this Section shall be deemed to limit the provisions of Article V, Section 5 or Article VI, Section 1. (b) If, after the expiration of a reasonable period following a declaration of ineligibility under (a) above, the member persists in its failure to fulfill any of its obligations under this Agreement, the Fund may, by a seventy percent majority of the total voting power, suspend the voting rights of the member. During the period of the suspension,

novo poder de suspensão foi então incluído no sistema sancionatório binário anterior e requer maioria de 70% dos membros do Comitê Executivo com direito a voto. As consequências da suspensão são especificadas no Anexo L do acordo, e, ainda que complexas em seus detalhes, consistem na proibição de deliberar sobre as propostas de emenda ao acordo constitutivo, na preclusão de deliberar sobre a escolha dos membros dos comitês executivo e diretor, na suspensão do direito de voto nos órgãos deliberativos, e na exclusão do membro nacional do Estado suspenso que faça parte dos comitês diretivos (a não ser que tenha sido eleito por dois terços dos votos de outros países-membros). O Estado ainda preserva, no entanto, o direito de enviar representantes aos Comitês Diretor e Executivo se a matéria em deliberação for de seu particular interesse.²⁹⁹

A terceira emenda se relaciona diretamente com o aumento das quotas promovido no início dos anos de 1990 e representou uma solução de compromisso a respeito de duas visões distintas sobre as funções do Fundo. A primeira delas, mais expansiva, era a de que as transferências de recursos deveriam servir de veículo para a correção de desequilíbrios da ordem econômica internacional, com o que os empréstimos deveriam assumir características mais concessivas às necessidades de países em desenvolvimento, até mesmo com o apoio à reestruturação da dívida multilateral. Esta estratégia, conhecida como a de “ajustes simétricos”, exigiria também dos países desenvolvidos, que não recorrem usualmente aos recursos do Fundo, adaptações às condicionalidades colocadas para os países em desenvolvimento, com medidas de ajustes econômicos e financeiros semelhantes. Essa perspectiva contrasta fortemente com alguma eventual regra internacional de não reestruturação da dívida multilateral ao colocar em evidência a possibilidade de modificações das obrigações financeiras com o Fundo, desde que produzissem situação menos gravosa para o Estado devedor.

Uma segunda visão sobre o papel do FMI na nova conjuntura internacional dos anos 90 se caracterizaria por ser mais restritiva, e propunha que o organismo

the provisions of Schedule L shall apply. The Fund may, by a seventy percent majority of the total voting power, terminate the suspension at any time. (c) If, after the expiration of a reasonable period following a decision of suspension under (b) above, the member persists in its failure to fulfill any of its obligations under this Agreement, that member may be required to withdraw from membership in the Fund by a decision of the Board of Governors carried by a majority of the Governors having eighty-five percent of the total voting power.” (FMI. **Articles of Agreement of the International Monetary Fund (1944)**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 56-57).

²⁹⁹ FMI. **Articles of Agreement of the International Monetary Fund (1944)**. Washington, D.C.: FMI, 2011, p. 84-85.

continuasse com os programas de oferecimento de liquidez para alívios econômicos e financeiros temporários, mas que não se mobilizasse diretamente em direção a políticas de transferências e correções de desequilíbrios de renda entre os Estados. Nesta direção, programas de alívio do endividamento seriam desaconselhados por punirem economias mais sólidas em favor de outras levadas à crise pela condução de políticas econômicas menos recomendáveis.³⁰⁰ A função de coordenação de negociações econômicas entre os países se desenvolveria, então, em outros fóruns, tais como o Grupo dos 7, e não no interior do próprio Fundo.

A distância entre essas duas interpretações se reduziu com a maior atuação do FMI nas negociações entre Estados devedores e credores, promovendo cortes nos encargos da dívida pública ao mesmo tempo em que se aplicavam condicionalidades e se recomendavam ajustes econômicos aos países em descumprimento de suas obrigações. A política de ampliação das quotas, que elevaria o volume de recursos disponíveis para os países em desenvolvimento, foi negociada em direta conexão com a aprovação da terceira emenda ao acordo constitutivo. Uma maior disponibilidade de crédito internacional para momentos de crises de liquidez teria que ser acompanhada de medidas sancionatórias mais adaptáveis para assegurar a estabilidade das expectativas de retorno do Fundo, e outros programas voltados a distorções estruturais passariam pela discussão sobre os cancelamentos da dívida pública. A terceira emenda representou uma reação aos crescentes casos de inexecução das obrigações financeiras, nos quais o Fundo passaria a ter maior presença como instância de coordenação de interesses entre as diversas partes, com a promoção de algumas medidas de alívio do endividamento. Estas iniciativas passariam a se aplicar a terceiras partes, mas também às próprias obrigações em que o FMI figurasse como credor.

Como se pode notar, a prática de não renegociar a dívida multilateral está mais ligada à preservação da reputação do crédito do Estado e à manutenção das linhas de fluxos de financiamento por parte de instituições multilaterais do que a qualquer impossibilidade jurídica, o que evidencia uma decisão econômica usual, mas não um direito internacional costumeiro; uma política econômica estratégica, mas não uma norma cogente. As cartas das instituições financeiras globais e regionais reconhecem, em extensões variáveis, que as arestas financeiras da dívida multilateral podem exigir modificações dos acordos, e no mais relevante dos casos, o

³⁰⁰ Para a literatura mais relevante sobre ambas as perspectivas, ver HEAD, J. Suspension of Debtor Countries' Voting Rights in the IMF: an Assessment of the Third Amendment to the IMF Charter. *Virginia Journal of International Law*, Charlottesville, vol. 33, n. 3, 1993, p. 635-640.

do FMI, não apenas se discutiu a possibilidade de reestruturação das obrigações das quais é credor, mas foram criados programas especificamente voltados à redução das obrigações financeiras de países de menor renda. O principal destes programas é a Iniciativa HIPC, sigla que designa os países pobres altamente endividados (*heavily indebted poor countries*).

3.2.2. O perdão multilateral da dívida pública: a iniciativa HIPC

Outra prática frequente, mas pouco disciplinada, das relações financeiras entre os Estados é o perdão da dívida pública, isto é, o cancelamento, pelo credor, dos valores devidos pelo Estado. Tratando-se de ato unilateral do credor, sua natureza é voluntária, ainda que adotada diante de circunstâncias econômicas prementes, tais como a iminência de uma declaração de moratória ou a impossibilidade de pagamento integral. Do ponto de vista dos credores privados, o perdão se dá no contexto das propostas negociais de reestruturação da dívida. Há, de outro lado, formas de inexecução consentida da dívida pública que se dão perante credores oficiais do Estado (outros Estados e organizações internacionais) pelas vias institucionais de acordos multilaterais.

O tema é intimamente ligado ao direito ao desenvolvimento, por se dirigir aos encargos financeiros de países menos desenvolvidos que são colocados em situação econômica crítica pela continuidade do serviço da dívida. Durante os preparativos para a Segunda Década do Desenvolvimento, formou-se a Comissão do Desenvolvimento Internacional, em 1968, que teria grande impacto sobre as metas de desenvolvimento estabelecidas pelas Nações Unidas. Um dos principais assuntos investigados pela Comissão era o problema do crescente endividamento público e a sequência de crises daí resultantes durante os anos de 1950 e 1960. A partir da conclusão de que os procedimentos e princípios para o alívio das elevadas cargas de endividamento público eram frequentemente inadequados, a Comissão recomendou que se afastasse a abordagem de curto prazo em favor de novas estratégias voltadas, preferencialmente, a evitar que os reescalamentos das dívidas ocorressem com habitualidade, e que os programas internacionais de redução da dívida se transformassem em uma forma legítima de auxílio e cooperação internacional, permitindo novos empréstimos para o refinanciamento dos pagamentos da dívida externa de forma a evitar as reestruturações de grande escala.³⁰¹ O alívio da dívida dos países em desenvolvimento recebeu forte incentivo da campanha do Jubileu

³⁰¹ RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 1617.

2000, uma coalizão de nações articulada com as Metas de Desenvolvimento do Milênio da Organização das Nações Unidas. A iniciativa foi louvada, com tom elevadamente otimista, como uma das mais promissoras para o combate à pobreza,³⁰² com o apoio de lideranças políticas e artísticas³⁰³ e o aporte intelectual de importantes economistas que apontaram os programas de alívio da dívida como um imperativo tanto moral como econômico.³⁰⁴ A institucionalização das reduções do endividamento público de países em crítica situação econômica e social se concretizou pela chamada Iniciativa HIPC. Esse programa, porém, lança raízes sobre necessidades anteriores à sua criação oficial.

A redução do endividamento como política de promoção do desenvolvimento já era tema presente nas cúpulas econômicas do Grupo dos 7 na década de 1980. A tendência se manteve nestes encontros durante os anos seguintes. Há, para isso, um motivo de índole pragmática. Desde que os problemas de reembolso dos empréstimos públicos se tornaram sistemicamente relevantes no final dos anos de 1970, foi preciso formular alternativas para o serviço da dívida de países de mais baixa capacidade financeira que enfrentavam ou estavam na iminência de enfrentar crises inicialmente percebidas como de liquidez.³⁰⁵ As primeiras propostas oficiais se concentravam em redefinir os prazos de pagamento e em oferecer novos empréstimos em condições mais favoráveis. Em troca do alívio financeiro representado pela redução dos pagamentos, as ofertas se articulavam com programas de ajuste estrutural nos termos e sob o monitoramento do FMI. Assim, se multiplicaram os pedidos para instauração de foros de renegociação da dívida bilateral no âmbito do Clube de Paris, os quais provinham, em sua maior parte, da África.³⁰⁶

³⁰² BIRDSALL, N.; WILLIAMSON, J.; DEESE, B. **Delivering on Debt Relief: From IMF Gold to a New Aid Architecture**. Washington, D.C.: Center for Global Development, 2002, p. 1.

³⁰³ Sobre o impulso moral da iniciativa (bem como sobre o evento que reuniu o Papa, Bono Vox e Dalai Lama), ver BUSBY, J. Bono Made Jesse Helms Cry: Jubilee 2000, Debt Relief, and Moral Action in International Politics. **International Studies Quarterly**, Washington, D.C., vol. 51, p. 247-275.

³⁰⁴ KRUGMAN, P. Debt Relief is Cheap. **Foreign Policy**, Washington, D.C., n. 80, 1990, p. 141-152.

³⁰⁵ DASEKING, C.; POWELL, R. From Toronto Terms to HIPC Initiative: a Brief History of Debt Relief for Low-Income Countries. **IMF Working Paper**, Washington, D.C., n. 99, out. 1999, p. 3.

³⁰⁶ No período aqui considerado, as solicitações foram feitas pela República Centro-Africana, República Democrática do Congo, Libéria, Senegal, Serra Leoa, Sudão, Togo e Uganda (GAMARRA *et al.* Debt Relief and Sustainability. *In*: NAÇÕES UNIDAS. **Realizing the Right to Development: Essays in Commemoration of 25 Year of the United Nations Declaration on the Right to Development**. Nova Iorque: OHCHR, 2013, p. 277).

Estas primeiras iniciativas, porém, se mostraram insuficientes com o agravamento das condições de pagamento nos anos seguintes, quando proliferaram crises que se mostraram mais profundas do que temporários problemas de disposição de meios de pagamento. Em vez de dificuldades de liquidez, as crises dos países em desenvolvimento latino-americanos evidenciaram uma situação mais complexa, para cuja solução iniciativas mais arrojadas precisavam ser postas em prática. Esta agenda consideraria como relevantes não apenas as necessidades de ajuste, mas também sua conciliação com a recuperação econômica e a retomada do crescimento. Não bastaria calcular os descontos mínimos necessários para atender ao serviço da dívida vincenda sem que se adotassem medidas preventivas de futuras necessidades de reestruturação. A abordagem então revista era aquela pautada por critérios imediatos de cálculo dos descontos necessários para não interromper o serviço da dívida, técnica de reestruturação adotada pelo Clube de Paris para a chamada dívida não concessional, isto é, as obrigações cujos prazos de pagamento e taxas de juros não se houvessem dado no interior de algum programa de assistência bilateral.³⁰⁷ As características dos procedimentos de reestruturação nos Clubes de Paris e Londres serão tema do próximo capítulo, mas interesse destacar, aqui, que esta dívida com maturidade e juros definidos por critérios de mercado, cujo serviço era rediscutido nos sucessivos pedidos de renegociação do fim dos anos de 1970, não se mostrou suficiente para conter futuras crises da dívida pública, e se viu que o problema de seu serviço recomendava cautelas maiores com as condições de recuperação do crescimento econômico. Do contrário novas renegociações seriam brevemente solicitadas.

A preocupação com estratégias mais amplas vinha, pois, a calhar diante da recorrência das renegociações, que muitas vezes envolviam países que já as haviam promovido em passado não muito distante. Em praticamente metade dos 55 acordos assinados com países africanos se observou a reestruturação de dívidas que já haviam sido previamente negociadas. O ponto mais importante dessa mudança de perspectiva foi o lançamento, no encontro anual do FMI com o Banco Mundial em 1987, da Parceria Estratégica com a África (SPA, em inglês *Strategic Partnership with Africa*). Ali se ofereceu uma moldura institucional para a ação coordenada da renegociação da dívida oficial de países africanos, e para isso abordava outras considerações de crescimento para garantir a sustentabilidade econômica. Fixaram-se como critérios de elegibilidade para as medidas de alívio a baixa renda *per capita*, taxa de encargos do serviço da dívida em relação às exportações superior a 30% e

³⁰⁷ Cf. VILANOVA, J. C.; MARTIN, M. **The Paris Club**. Londres: Debt Relief International, 2001, p. 3.

o compromisso com a adoção de ajustes macroeconômicos conforme recomendações do FMI. O perdão da dívida africana foi a seguir incorporado ao instrumental do Clube de Paris, em conjunto com as negociações transcorridas no interior das reuniões do G-7.³⁰⁸

Se a iniciativa para a dívida africana representava uma abordagem estruturada para o alívio da dívida de países em desenvolvimento, os países credores e instituições multilaterais levariam a cabo novas políticas de enfrentamento das dificuldades financeiras globais diante da perspectiva de crises disseminadas de endividamento. O ano de 1987 foi marcado pelo plano de lançamento de empréstimos combinados com programas de assistência pelo FMI, o que ocorreu no encontro do G-7 em Veneza. Este serviço provido pelo Fundo, denominado *Enhanced Structural Adjustment Facility* (ESAF), partia da viabilidade de acomodações financeiras mais favoráveis que as condições de mercado para a dívida de países de mais baixa renda, com financiamento proveniente dos países desenvolvidos. Com a execução destes programas, se esperava recuperar a sustentabilidade da dívida pública e evitar que novos empréstimos a serem obtidos em condições normais de mercado (portanto mais onerosas) tivessem que ser disponibilizados em momento futuro para refinarciar uma dívida já anteriormente reestruturada. O recurso constante a novos créditos nestas condições indicaria níveis de endividamento persistentemente elevados diante dos quais os próprios credores, sem a expectativa de recuperar totalmente os capitais emprestados, apenas diante de recompensas excepcionais providenciariam novos capitais, com a elevação constante do estoque da dívida. Este é o chamado problema do sobre endividamento, ou *debt overhang*.³⁰⁹

Três propostas foram colocadas em discussão, ao fim da qual foram todas apresentadas como um menu de opções. A sugestão inglesa de taxas de juros reduzidas nos reescalamentos, a proposta francesa de redução dos pagamentos vencidos em até um terço e reescalamento do restante em condições normais de mercado, e a posição dos Estados Unidos, contrária às reduções do valor atual das obrigações, mas favorável ao alongamento dos prazos de maturidade, foram por fim apresentadas aos credores representados no Clube de Paris como um conjunto unificado de alternativas finalmente consolidadas na reunião do G7 do ano

³⁰⁸ Para as informações relativas à renegociação da dívida africana, v. GAMARRA *et al.* *Debt Relief and Sustainability*. In: NAÇÕES UNIDAS. **Realizing the Right to Development: Essays in Commemoration of 25 Year of the United Nations Declaration on the Right to Development**. Nova Iorque: OHCHR, 2013, p. 277.

³⁰⁹ Conferir, a respeito, KRUGMAN, P. *Financing vs. Forgiving: a Debt Overhang*. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 2486, 1988.

seguinte, em Toronto. As três opções de renegociação ficaram então conhecidas como os “termos de Toronto”, que marcaram as estratégias financeiras de reduções ou reescalamentos com concessões dos credores.³¹⁰ Os desafios de consolidação de condições sustentáveis da dívida de países em desenvolvimento não seriam ainda plenamente enfrentados sem concessões ainda maiores, propostas em 1990 nos termos de Trinidad (reduções de até dois terços nos pagamentos a vencer), considerados muito ambiciosos pelos credores oficiais, e nos termos de Londres, de 1991, que previam concessionalidades de até 50% e a possibilidade de que, após um período de comprovação de bom desempenho econômico e políticas robustas, se discutisse a renegociação do estoque da dívida. Cancelamentos maiores puderam ser cogitados, no entanto, apenas em 1995, com a adoção dos termos de Nápoles, que admitiam concessões de até 67%.³¹¹

Esse modo de proceder compõe-se do instrumental financeiro que se aventou denominar como mecanismos tradicionais de alívio da dívida: reescalamentos e reduções concessionais, isolados ou eventualmente combinados. A experiência com a dívida africana e as técnicas de reestruturação veiculadas nos termos dos encontros do G7, em conjunto com o FMI, os credores oficiais, membros do Clube de Paris, e comerciais não membros, foram incorporadas aos procedimentos da Iniciativa HIPC, lançada em 1996. Houve, no entanto, um elemento inovador em sua concepção, que foi o envolvimento de uma instituição financeira multilateral nos programas de alívio da dívida e correção do problema do sobre endividamento. Este escopo admitiria a renegociação da dívida multilateral para determinados países elegíveis às concessões financeiras do Fundo e do Banco Mundial. A primeira fase, também chamada de HIPC 1, exigia a condução de políticas macroeconômicas consideradas robustas por aquelas instituições, para cuja avaliação concorriam diversos e complexos critérios, dentre os quais os níveis de sustentabilidade da dívida pública. Os empréstimos concessionais se atrelaram, portanto, ao cumprimento das condicionalidades. Entre estas condições, a conclusão de acordos com os credores no âmbito do Clube de Paris que assegurassem fluxo constante de pagamentos do serviço da dívida oficial e o cumprimento dos compromissos assumidos com o FMI, em obediência ao reescalamento concedido. Uma fórmula de simplificação

³¹⁰ DASEKING, C.; POWELL, R. From Toronto Terms to the HIPC Initiative: a Brief History of Debt Relief for Low-Income Countries. **IMF Working Paper**, Washington, D.C., n. 142, out. 1999, p. 9.

³¹¹ SCHNEIDER, B. Clubbing in Paris: Is Debt Sustainability an Illusion? *In*: STIGLITZ, J.; OCAMPO, J. A. (Org.). **Sovereign Debt Workouts**. Nova Iorque: Columbia University Press, 2007.

destes acordos permitiria resumi-los em um compromisso com o fluxo de pagamentos da dívida reescalada, ou *flow-rescheduling agreement*, a ser obtido no Clube de Paris em apoio ao cumprimento do programa compromissado com o FMI e o Banco Mundial. Haveria, ainda, outros dois requisitos: que o país beneficiário buscasse termos concessionais semelhantes com outros credores não membros do Clube de Paris e demais credores privados e que, além disso, encetasse negociações bilaterais com esses credores para o cancelamento da dívida no interior de algum programa de assistência válido de parte a parte.³¹² Apenas com o cumprimento destes requisitos, que assegurariam a sustentabilidade do serviço da dívida pública, é que um Estado de baixa renda *per capita* e nível elevado de endividamento poderia ser beneficiado por reduções de até 80% no valor corrente líquido de seu estoque de endividamento.³¹³

Esses critérios se mostraram demasiadamente restritivos e morosos para readequar os níveis de endividamento dos países menos desenvolvidos elegíveis em tempo adequado. Como não fossem suficientes, os mecanismos de funcionamento da Iniciativa HIPC passaram por modificações discutidas na reunião do G7 de 1999, em Colônia, na Alemanha. A introdução da fase HIPC 2 lhe conferiria sua conformação atual, orientada por maior celeridade em relação ao período prévio e expansão do número de países elegíveis. Seus três objetivos, porém, são ainda tributários da fase anterior, com foco na sustentabilidade da dívida para que se vislumbrasse a permanente desnecessidade de futuros programas de alívio, no incentivo ao crescimento econômico por meio da superação do sobre endividamento, e, finalmente, na redução dos níveis de pobreza viabilizada pela liberação de recursos antes canalizados ao serviço da dívida.³¹⁴ A ampliação dos países elegíveis se deu, em primeiro

³¹² Cf. ESQUIVEL, G.; LARRAÍN, F.; SACHS, J. The External Debt Problem in Central America: Honduras, Nicaragua and the HIPC Initiative. **Development Discussion Papers**, Harvard Institute for International Development, Cambridge, n. 645, ago. 1998, p. 15-17.

³¹³ A dívida seria considerada elevada, no âmbito da primeira fase da Iniciativa HIPC, caso a relação entre o valor corrente líquido e as exportações se situasse entre 200 e 250% (i) e a relação entre o valor corrente líquido e as receitas fiscais fosse maior do que 280% (ii). Além disso, seria necessário que as relações mínimas entre exportações e PIB (iii) e entre as receitas fiscais e o PIB (iv) fossem de 40% e 20%, respectivamente (vide GAUTAM, M. **Debt Relief for the Poorest: an OED Review of the HIPC Initiative**. Washington, D.C.: The World Bank, 2003, p. 12).

³¹⁴ G24. Heavily Indebted Poor Country (HIPC) Initiative. **G24 Secretariat Briefing Paper**, s.l., n. 2, mar. 2003; ISAR, S. Was the Highly Indebted Poor Country Initiative (HIPC) a Success? **Consilience: The Journal of Sustainable Development**, Nova Iorque, vol. 9, n. 1, 2012, p. 109-12.

lugar, pela admissão de indicadores econômicos menos restritivos³¹⁵ e pela divisão em duas etapas dos compromissos a serem executados para receber os cancelamentos. A decisão sobre as condições de sustentação dos encargos da dívida pública é guiada por um bom desempenho econômico durante o período de três anos, o qual se deve amparar, ainda, por programas de redução da pobreza. Um pacote de alívio da dívida será então elaborado. Caso estas medidas não sejam suficientes, procede-se à segunda etapa, que consiste em medidas adicionais com o apoio do FMI e do Banco Mundial. Se estas medidas forem eficazes, passa-se, então, ao ponto de finalização em que os credores participantes executam o compromisso de redução, nos limites definidos nos termos de Nápoles ou outros que o sucedam.³¹⁶

Como se nota, a Iniciativa HIPC absorveu de forma mais clara, nesta segunda fase, a ideia que a orientou desde o primeiro momento, que é tornar a dívida de países de menor renda sustentável a partir de programas de alívio pautados por critérios objetivos. Além disso, o envolvimento de instituições financeiras internacionais mostrou que a concessão de cancelamentos à dívida multilateral não teria, caso se observassem os critérios objetivos e a adoção de condicionalidades, os efeitos desastrosos advogados pelos defensores de sua posição de credores privilegiados, mesmo que, no caso dos descontos oferecidos, estes não cheguem a volumes tão elevados quanto aqueles renegociados com credores bilaterais e comerciais. Além disso, instituições como o FMI têm à disposição meios de financiamento dos alívios concedidos que incluem suas próprias disponibilidades e as de outros entes, como o Banco Mundial e o BID. A solidez dos balanços do FMI, diretamente envolvido na Iniciativa HIPC, não foi assim comprometida por ela.³¹⁷ A existência de normas internacionais de procedência costumeira sobre privilégio creditício é matéria, portanto, não consolidada, tendo em vista a evolução de iniciativas multilaterais de alívio da dívida que envolvem efetivas modificações dos pagamentos da dívida multilateral no interior de programas de alívio.

Estas iniciativas apontam para um horizonte maior de envolvimento institucional na prevenção de crises potenciais da dívida pública, a partir de critérios

³¹⁵ Com base nos indicadores expostos na nota 305, as relações exigidas foram reduzidas para (i) 150%, (ii) 250%, (iii) 30% e (iv) 15% (cf. GAUTAM, M. **Debt Relief for the Poorest: an OED Review of the HIPC Initiative**. Washington, D.C.: The World Bank, 2003, p. 12).

³¹⁶ MITCHELL, W.; GILMAN, M. Achievements to Date and Challenges Ahead: a View from the IMF. *In*: TEUNISSEN, J.; AKKERMAN, A. **HIPC Debt Relief: Myths and Realities**. Haia: FONDAD, 2004, p. 76.

³¹⁷ MARTIN, M. Assessing the HIPC Initiative: the Key Police Debates. *In*: TEUNISSEN, J.; AKKERMAN, A. **HIPC Debt Relief: Myths and Realities**. Haia: FONDAD, 2004, p. 19-21.

estabelecidos no âmbito de atuação dos programas relevantes. Seria ir longe demais, no entanto, supor um maior quadro de estabilidade jurídica dos mecanismos de resolução a partir de uma presumida consolidação de meios de ação eficazes pela Iniciativa HIPC. Isto porque muitos dos credores dos países pobres altamente endividados não fazem parte do Clube de Paris e se recusam a financiar reestruturações de sua dívida pública com o oferecimento de concessões. Estes países podem ser divididos em cinco grupos: aqueles que não participam das instituições de Bretton Woods, Estados árabes e norte-africanos de renda média, grande parte dos países asiáticos (com a proeminência de China e Índia), países do Leste Europeu e, por razões auto evidentes, outros países pobres altamente endividados.³¹⁸

Finalmente, a Iniciativa HIPC não oferece e tampouco poderia oferecer, com seu mais limitado escopo de atuação, respostas para a litigiosidade de credores privados não participantes que decidam recorrer às vias judiciais para obter o reembolso integral e nos termos originais das obrigações financeiras. Neste sentido se afirmou que a iniciativa poderia ser melhor classificada como um programa internacional de assistência financeira, e não como um mecanismo de resolução da dívida pública.³¹⁹ Esta posição não deixa de ser congruente com a posição daqueles que, como Rieffel, são céticos a propósito das possibilidades de alguma forma de ação normativa multilateral na dinâmica internacional da dívida pública. A Iniciativa HIPC, contudo, além de demonstrar as possibilidades de atuação conjunta e organizada de Estados e instituições multilaterais no problema do sobre endividamento, os cancelamentos dos encargos negociados a partir de compromissos multilaterais avançam em diversas questões essenciais, entre as quais se destaca a incidência tanto sobre devedores como sobre credores das consequências de níveis elevados de dívida pública, com o subsequente compartilhamento de responsabilidades.

3.3. A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA BILATERAL: O CLUBE DE PARIS

Viu-se até aqui que organismos financeiros internacionais destinados à promoção da estabilidade e das condições de retomada do crescimento econômico por meio de investimentos se articulam muito proximamente com os debates globais sobre a dívida pública, e desempenham funções de grande relevância. As

³¹⁸ MARTIN, M. Assessing the HIPC Initiative: the Key Police Debates. *In*: TEUNISSEN, J.; AKKERMAN, A. **HIPC Debt Relief: Myths and Realities**. Haia: FONDAD, 2004, p. 20.

³¹⁹ RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 2137.

conversas entre Estados devedores e credores se desenvolvem, ainda, em outros grupos que se encarregam da condução das renegociações a partir de procedimentos previamente definidos, mesmo que esta definição seja significativamente informal. Os procedimentos para a resolução de crises internacionais da dívida pública, nos atuais mecanismos institucionais existentes, já foram comparados a um círculo de três anéis, em que o anel do centro representa as negociações de um governo com o FMI para a obtenção de financiamento à balança de pagamentos em troca de um programa estruturado de ajustes macroeconômicos. Entretanto, passada esta primeira fase, há ainda as arestas financeiras com outros credores, bilaterais e privados. Instituiu-se a praxe de que o segundo círculo ao qual se avança é o da reestruturação da dívida bilateral, em que se negociam condições mais vantajosas de pagamento com outros governos credores, e por fim o terceiro círculo da dívida pública perante entes privados, quando se articulam cancelamentos e novos empréstimos.³²⁰

O caso da dívida bilateral é emblemático a respeito das possibilidades de ordenação de interesses em direção a uma solução de controvérsias financeiras que ofereça uma resposta estável às divergências entre as partes. É bem verdade que, criado por uma necessidade circunstancial, o Clube de Paris – instância responsável pelas negociações da dívida pública com os principais credores oficiais –, não deve suas características de instância de negociação da dívida bilateral a um propósito explícito de institucionalização. As práticas iniciadas em 1956 com a reestruturação da dívida pública argentina perante alguns Estados europeus mostraram-se, no entanto, capazes de orientar as articulações de revisão dos pagamentos não apenas para aquele caso, mas para outros posteriormente surgidos,³²¹ a ponto de quase todas as reestruturações da dívida bilateral terem transcorrido em seu âmbito.³²² O ponto de partida foram casos isolados, os quais lançaram um instrumental de ação que serviram para outros eventos individuais semelhantes. Assim, quando as arestas financeiras da dívida bancária começaram a se tornar um problema

³²⁰ RIEFFEL, A. The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 161, dez. 1985, p. 2.

³²¹ Cf. GRARD, L. Le Club de Paris et les Dettes Publiques des Etats. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 200.

³²² Exceções foram a reestruturação das obrigações externas do Brasil nos anos de 1950 e 1960, que se passaram parcialmente no infrequente Clube de Haia, da Índia (1968 a 1977) e do Paquistão (1974 e 1981) e da Turquia perante um consórcio da OCDE (1959, 1965 e 1978-1980). Os casos são, porém, de pouca expressão em relação ao total de casos renegociados no Clube de Paris (cf. RIEFFEL, A. The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 161, dez. 1985, p. 2-3).

maior devido à maior participação dos empréstimos bancários no total do endividamento do Estado, na década de 1970, as técnicas de reestruturação da dívida bilateral já haviam sido estabelecidas com menos fluidez.

Uma instância dessa sorte, dedicada à renegociação da dívida bilateral, é guiada por um vetor normativo de atuação: a garantia de igualdade de tratamento tanto ao devedor como aos Estados credores. Isto porque, caso as tratativas escapassem a um fórum multilateral congregador das partes com interesses divergentes, as conversas exclusivamente bilaterais poderiam potencializar soluções divergentes e incompatíveis, afeitas às características próprias da dívida pública de país a país, o que não contribuiria para uma solução estável da controvérsia financeira. Essas características são ligadas aos fatores políticos que determinam a decisão de tomar e conceder empréstimos entre Estados, os quais não são os mesmos nos procedimentos que envolvem os credores privados. Neste caso, os objetivos de maximização dos lucros orientam a ação de instituições financeiras e demais particulares que decidem por conceder empréstimos ao Estado, e se permitem julgar por critérios de maior ou menor lucratividade; a dívida bilateral, por sua vez, nem sempre se orienta pelos mesmos parâmetros, pois, nos diferendos entre Estados, mesmo aqueles de fundamento financeiro, elementos propriamente políticos têm importância significativa. As negociações em instância multilateral têm a vantagem de permitir que elementos não econômicos da reestruturação da dívida bilateral, que produzem desequilíbrios nas posições relativas de poder em detrimento de interesses econômicos objetivamente considerados, tenham canais mais limitados de vazão. As vantagens que os procedimentos do Clube de Paris apresentaram à dívida bilateral residiriam, segundo Feldman, na criação de um ambiente mais receptivo aos elementos objetivos da reestruturação, o que se atingiria também por meio de prerrogativas equivalentes que todas as partes têm nas negociações, garantindo-se igual direito de participação. Assim, uma moldura multilateral avaliza, dadas as características de cada caso concreto, a igualdade formal de todos os Estados credores que se sentam à mesa de negociações, amortecendo o impacto das desigualdades de poder político de cada credor em relação ao devedor, ao mesmo tempo em que assegura a posição equivalente do devedor perante todos os seus credores.³²³

Os benefícios da posição equivalente dos credores nas renegociações podem ser apontados não apenas na igualdade formal garantida pela igualdade de direitos

³²³ FELDMAN, H. **Internationale Umschuldungen im 19. Und 20. Jahrhundert: eine Analyse ihrer Ursachen, Techniken und Grundprinzipien.** Berlim: Duncker & Humblot, 1991, p. 697-698.

de participação, mas também nos incentivos para a coordenação de interesses, o que torna o resultado obtido ao final do processo a expressão do consenso multilateral e, portanto, menos passível de contestação. Potenciais conflitos decorrentes da percepção de tratamento desigual ficam, portanto, reduzidos.³²⁴ Caso as negociações se procedessem exclusivamente pela via bilateral, aqueles credores que se recusassem a oferecer concessões poderiam obter, contraditoriamente, vantagens em relação aos demais, pois o Estado, interessado em concluir a oferta de reestruturação, se veria estimulado a pagar um preço maior pela adesão do credor resistente. Assim, os recursos disponíveis para os credores que apresentaram maior receptividade à conversão de suas obrigações seriam diminuídos em função de seu desvio ao credor que criou maiores dificuldades. O problema da ação coletiva será analisado mais adiante, especificamente em relação à dívida pública com credores privados, mas a não adesão de uma minoria de credores para a obtenção de vantagens em relação aos demais se observa, com características semelhantes, também na dívida pública em que o credor é outro Estado.³²⁵

Há, no Clube de Paris, um conjunto de regras estáveis ao longo do tempo para a reestruturação da dívida bilateral, as quais evidenciam um domínio jurídico não codificado e repousado sobre o modo contínuo de condução das renegociações. A primeira destas normas internas do Clube de Paris diz respeito a seu domínio material de ação, à competência *ratione materiae*, que se funda em regras estabelecidas desde a sua fundação, mas que se consolidaram a partir das crises dos anos 80. Assim, a dívida sujeita à reestruturação levada ao Clube de Paris é a dívida dita pública, cuja definição apresenta algumas particularidades que devem ser observadas para dar início a um procedimento de renegociação neste foro. Isto porque o que ali se presta a qualificar a dívida como pública é a presença, na relação jurídica, de um Estado na posição de credor ou garantidor – a perspectiva relevante, portanto, é a do credor. No outro polo da relação jurídica é possível que figure também um Estado, algum de seus entes despersonalizados ou outras estruturas financeiras

³²⁴ Estima-se que, no caso da dívida bancária, conflitos entre os credores tenham levado, até aqui, a uma demora média de três meses para a implementação de acordos já concluídos. Cf. DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012, p. 17.

³²⁵ Para apresentação panorâmica do problema da ação coletiva como uma debilidade dos processos de reestruturação da dívida pública, ver SCHWARCZ, S. “Idiot’s Guide” to Sovereign Debt Restructuring. **Emory Law Journal**, Atlanta, vol. 53, s. n., 2004. Sua presença na dívida bilateral, no entanto, é especificamente analisada, novamente, em FELDMAN, H. **Internationale Umschuldungen im 19. und 20. Jahrhundert: eine Analyse ihrer Ursachen, Techniken und Grundprinzipien**. Berlin: Duncker & Humblot, 1991, p. 698.

que desempenhem suas funções, tais como os fundos de desenvolvimento, porque assim se poderia classificar, em sentido estrito, a dívida como pública. Há no Clube de Paris, todavia, uma ampliação deste conceito para incluir em seu âmbito de ação também a renegociação das obrigações em que um Estado seja credor de entidades privadas garantidas pelo setor público, as quais serão tratadas como dívida pública.³²⁶ O Clube de Paris cobre, portanto, a dívida pública bilateral, e de sua competência ficam excluídas da dívida pública multilateral e as dívidas com entes privados não garantidas pelo setor público.

Esta competência material já foi mais ampla. Os primeiros casos levados ao Clube incluíam também obrigações privadas cujos pagamentos se encontravam ameaçados porque o Estado em que se situava a empresa tomadora não lhe provia as divisas necessárias para realizar os pagamentos das obrigações em moeda estrangeira. Esta restrição monetária apenas seria motivo suficiente para levar um caso à negociação no Clube de Paris caso a moeda local não fosse uma moeda conversível, pelo exato motivo de que, adotando-se alguma forma de conversibilidade, o ente privado não poderia alegar a indisponibilidade da divisa. Esta possibilidade de acesso foi, no entanto, encerrada em 1985, em razão do crescimento de casos levados ao Clube, que passou a se concentrar de forma mais estrita na dívida que, segundo seus critérios, se qualifica como pública.³²⁷ Além disso, a dívida bilateral renegociável é apenas aquela de médio ou longo prazo, portanto a dívida consolidada; a dívida de curto prazo (isto é, aquela com prazo de vencimento inferior a um ano a partir da contratação) é usualmente afastada das renegociações como medida de preservação de alguma credibilidade financeira do Estado.³²⁸ Os pagamentos da dívida que, em algum momento, já tenham sido objeto de rescalonamento pelo próprio Clube, denominada PRD (*previously rescheduled debt*), são, a princípio, não têm prioridade nas renegociações.³²⁹

O devedor que queira recorrer ao Clube de Paris para renegociar a dívida com credores oficiais deve obedecer a alguns requisitos, que dizem respeito a trabalhos

³²⁶ GRARD, L. Le Club de Paris et les Dettes Publiques des Etats. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 202.

³²⁷ GRARD, L. Le Club de Paris et les Dettes Publiques des Etats. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 202.

³²⁸ CARREAU, D. La Restructuration de la Dette Publique des Etats au sein du Club de Paris. **Annuaire Français de Droit International**, vol. 36, n. 1, 1990, p. 660.

³²⁹ Sobre a abrangência dos acordos com países em desenvolvimento, que excluíram a PRD das renegociações, ver os casos tratados em ROSS, D.; HARMSEN, R. **Official Financing for Developing Countries**. Washington, D.C.: FMI, 2001, p. 39 e seguintes.

preparatórios e ao cumprimento de outros compromissos que demonstram a articulação do foro de renegociação da dívida bilateral com outras instituições multilaterais. Deve ser apresentado, assim: i) um memorando detalhado da situação macroeconômica que demonstre a incapacidade de atender ao objeto das obrigações financeiras bilaterais, com particular ênfase sobre a balança de pagamentos do país e os encargos representados pelo serviço da dívida pública; ii) um pedido bem delimitado sobre o tipo de alívio que se pretende obter, com a apresentação detalhada da composição do estoque da dívida pública; e iii) a implementação de programas de ajuste estrutural firmados com o FMI, etapa prévia à ação do Clube de Paris.³³⁰ A partir da fixação da competência e do cumprimento dos requisitos de abertura, os procedimentos de renegociação seguem-se de acordo com alguns princípios de ação consolidados na jurisprudência do Clube. São estes procedimentos que asseguram a essa entidade a característica de uma instância aplicadora de regras jurídicas válidas em seu âmbito interno, ainda que não se trate de uma organização internacional. Para isso seria necessária uma configuração formal da qual o Clube não dispõe.³³¹

Os três princípios, ou três conceitos básicos, das reestruturações da dívida bilateral são a *iminência do default*, a *condicionalidade* e a *repartição dos encargos*. Nenhum deles foi referido expressamente nos primeiros vinte anos de atuação do Clube. Sua menção explícita apenas ocorreria como consequência do Diálogo Norte-Sul, que exigia a apresentação detalhada das características das futuras operações de renegociação da dívida pública dos países em desenvolvimento interessados. A documentação destes princípios foi procedida na 21ª Sessão do Comitê de Comércio e Desenvolvimento da UNCTAD, sediada em Genebra em 1980. Foi apenas em 2001, porém, que o Clube de Paris se referiu, no lançamento de seu sítio na Internet,³³² à aprovação daqueles critérios como princípios de seu funcionamento.³³³

³³⁰ VILANOVA, J. C.; MARTIN, M. **The Paris Club**. Londres: Debt Relief International, 2001, p. 2.

³³¹ “In short, the Paris Club is not an international organization. It represents a set of *procedures* currently used for negotiating arrangements to defer payment obligations on credits extended or guaranteed by creditor-country government agencies to both public-sector and private-sector borrowers in debtor countries unable to meet fully their external debt obligations” (RIEFFEL, A. The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 161, dez. 1985, p. 3, grifo do autor).

³³² www.clubdeparis.org

³³³ Cf. RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 68.

O primeiro desses princípios opera como uma defesa dos credores contra pedidos excessivos de alívio da dívida, os quais, deixados à exclusiva faculdade de agir do Estado devedor, podem representar uma alternativa vantajosa em comparação com outras medidas de política econômica que signifiquem maiores sacrifícios. Criou-se no Clube de Paris, então, a ideia segundo a qual os pedidos de reestruturação caprichosa não serão levados em consideração pelos credores. Para que se iniciem as rodadas de negociação se exigem demonstrações de que, na ausência das medidas de redução ou reescalonamento, o Estado devedor será levado a suspender os pagamentos, ou seja, será obrigado a declarar a moratória. Em um sistema internacional de crédito no qual as propostas de modificação das obrigações financeiras afetam a reputação do Estado, este critério estabelece a reestruturação como hipótese extrema, que apresenta como alternativa o default dos pagamentos. Demais, os credores se esforçam para evitar a impressão de que há critérios automáticos para as revisões dos pagamentos, aos quais o Estado possa recorrer sempre que se observar qualquer risco. O critério do default iminente reduz a solução da renegociação à hipótese terminal de ausência de outras alternativas.³³⁴

O teste da iminência da moratória geralmente toma por base a existência de uma lacuna de financiamento *ex ante* (*ex ante financing gap*), o que é aferido por uma de duas técnicas de verificação. A primeira delas é que já existam obrigações financeiras em situação de inexecução; a segunda que, com base em prospecções do FMI, as necessidades de divisas para um ano futuro excedam os recursos disponíveis.³³⁵ Neste último caso, realiza-se a análise *ex ante* da balança de pagamentos, o que é alvo de certa crítica devido à falibilidade dos métodos disponíveis de mensuração.³³⁶ Independentemente dos instrumentos analíticos que permitem sua aplicação, o critério do default iminente é observado com fidelidade pelo Clube de Paris, o que demonstra as funções desse grupo de credores: a de um conjunto informado de negociadores interessados no cumprimento das obrigações, e não um centro de oferecimento de concessões generosas de alívio financeiro. Pela restrição do alívio da dívida à hipótese excepcional do risco de inexecução dos pagamentos, apenas contornável pelas concessões dos credores, estes afirmam que não

³³⁴ FELDMAN, H. **Internationale Umschuldungen im 19. Und 20. Jahrhundert: eine Analyse ihrer Ursachen, Techniken und Grundprinzipien**. Berlim: Duncker & Humblot, 1991, p. 715.

³³⁵ RIEFFEL, A. The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 161, dez. 1985, p. 5.

³³⁶ GRARD, L. Le Club de Paris et les Dettes Publiques des Etats. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 208.

se constituem em um grupo de doadores desinteressados. Em apenas um caso o Clube de Paris aceitou renegociar a dívida fora da circunstância de iminente suspensão dos pagamentos: em 1981, o Paquistão se beneficiou da clemência de parcela de seu endividamento em razão da particular situação política regional após a invasão soviética do Afeganistão. Neste caso, credores ocidentais procuraram medidas que contribuíssem para o crescimento econômico paquistanês. Afora esta exceção, porém, o requisito do iminente default tem objeto de constantes reiterações.³³⁷

Da mesma forma o princípio da condicionalidade, que significa o compromisso do país devedor com a execução de um programa de ajustes estabilizadores sob os auspícios do FMI. Estas medidas representam tanto uma orientação seguida para a inauguração de renegociações no Clube de Paris como um requisito para a validade dos acordos concluídos, que ficam condicionados ao prosseguimento da execução do programa de estabilização. Sua função é assegurar que o devedor readquira condições de cumprir com os encargos da dívida nos termos e nos prazos estabelecidos. A partir de meados dos anos de 1980 estes programas seriam aglutinados sob um conjunto de práticas que passariam a representar, em parte do imaginário político, o epítome de um sistema de crenças e técnicas de imposição dos interesses do mundo desenvolvido sobre os países do sul. Aquele “Consenso de Washington” não deixava, porém, de oferecer uma resposta a uma deficiência dos acordos de reestruturação da dívida bilateral que marcaram determinado período em que se considerava que as causas das crises de endividamento eram exclusivamente exógenas aos países afetados e, portanto, fora de seu controle. A execução de um programa de alívio da dívida, a partir da perspectiva de que as causas dos problemas econômicos eram externas, seria suficiente para resolver os problemas dos níveis elevados de endividamento, uma vez que interrompesse os seus efeitos. Os procedimentos do Clube de Paris a partir de 1984, no entanto, passaram a funcionar pela perspectiva oposta: a de que mesmo os benefícios mais generosos não seriam suficientes para evitar um possível default e a deterioração de seu crédito. Daí que se tornasse mais frequente a adesão a políticas de ajuste concatenadas com a ação do FMI, que associam o crédito concedido pelo Clube a um acordo do tipo *stand-by* na instituição multilateral, pelo que as novações mais vantajosas ficam pendentes da efetiva implantação de programas que, depois de 1987, passaram a ser conduzidas com base no já mencionado Serviço Aperfeiçoado de Ajuste Estrutural.

³³⁷ RIEFFEL, A. The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 161, dez. 1985, p. 5.

Rieffel aponta, no entanto, que a ação do Clube de Paris enfrenta uma contradição até aqui não completamente resolvida: se os ajustes são requisitos para assegurar o serviço da dívida, sua execução deveria tornar o alívio concedido pelo Clube desnecessário; por outro lado, se os credores ali reunidos consentem com a reestruturação sob o argumento de que o default é iminente, se reconhecem as condições de estabilização à qual o devedor teve que aderir foram insuficientes para atingir o seu objetivo.³³⁸ O princípio da condicionalidade coloca-se, assim, em alguma contradição com o princípio do default iminente. Esta objeção não impede, porém, que as condicionalidades constituam um dos eixos centrais das renegociações, que se beneficiam da articulação entre o Clube de Paris e o FMI por duas razões básicas. A primeira delas é que o Clube, não dispondo de uma estrutura fixa, se beneficia da participação da equipe técnica e da estrutura do FMI, sem a qual teria pouca capacidade de formulação, execução e monitoramento. Por outro lado, a legitimidade destes programas busca ser fortalecida pela sua veiculação por uma instância que congrega todas as partes, tanto devedoras quanto credoras.³³⁹

Algumas questões quanto à eficácia das condicionalidades não se deixam responder completamente por este arranjo, o qual depende, ainda, de que a contrapartida do esforço do devedor – o benefício concedido pelos credores – encontre algum critério de distribuição dos montantes cancelados entre eles, o que vem a ser atendido pelo terceiro princípio. O critério da *repartição dos encargos* atende, assim, ao que o Clube de Paris denomina de *comparabilidade de tratamento* entre os credores, que significa a proibição de que o país devedor conceda a algum credor tratamento mais favorável do que aquele consensualmente estabelecido no acordo final.³⁴⁰ A ideia central é a de que a concessão de alívio envolve custos que não devem recair em maior proporção sobre uma classe de credores em vantagem de outras, o que significa dizer que nenhuma categoria deve estar isenta de arcar com os custos da reestruturação. Trata-se, no entanto, de um princípio de aplicação complexa, descrito pelo FMI mais como uma arte do que como uma ciência.³⁴¹ Com ele se pretende evitar que o país devedor se empenhe em negociar com cada um

³³⁸ RIEFFEL, A. The Role of the Paris Club in Managing Debt Problems. **Essays in International Finance**, Princeton, n. 161, dez. 1985, p. 7-8.

³³⁹ FISCHER, S. The Paris Club at Fifty. **BIS Review**, Basileia, vol. 57, 2006, p. 1-3.

³⁴⁰ “The Paris Club preserves the comparability of treatment between different creditors, as the debtor country cannot grant to another creditor a treatment less favorable for the debtor than the consensus reached in the Paris Club” (RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 72).

³⁴¹ *Apud* RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003.

dos credores condições tão favoráveis quanto possíveis, eventualmente usando para isso reservas que poderiam ser empregadas de forma mais equitativa em negociações multilaterais. Em termos práticos, o princípio do tratamento comparável significa que o acordo concluído com o Clube de Paris servirá de referência para a reestruturação da dívida bancária no seio do Clube de Londres. É assim que este princípio ganha grande significado na etapa posterior das renegociações, que trata das modificações com os credores privados. Há maiores chances de sucesso nas renegociações se estes credores sabem que compartilham perdas de forma semelhante com outros grupos de credores, mais especificamente os oficiais reunidos no Clube de Paris, e que os descontos que deverão oferecer não serão o resultado de uma sobrecarga incompatível com eventual tratamento mais favorável oferecido a outras classes. A mesma lógica se aplica à renegociação com credores oficiais não participantes do Clube de Paris.³⁴²

Estes princípios, em conjunto com as etapas do processo de renegociação que iniciam com a obtenção de informações, apontam a um grau importante de institucionalização dos procedimentos do Clube de Paris. Os conflitos são repetidamente resolvidos de acordo com critérios que parecem já ter se estabilizado em seu modo de agir. O acordo conclusivo da renegociação, que contém cláusulas definidoras da reestruturação pactuada, não é, porém, um acordo internacional juridicamente vinculante aos participantes. Os termos em que as obrigações financeiras serão convertidas são assinados *ad referendum* pelos representantes dos credores e devedores participantes, que se comprometem em recomendá-los aos respectivos governos. Este acordo constitui, portanto, uma minuta, referido como *agreed minute*, que se caracteriza por ser um ato concertado não convencional, pois os membros do Clube de Paris não representam juridicamente seus respectivos Estados e não têm, portanto, poder decisório.³⁴³ Apesar de a renegociação transcorrer em um foro multilateral, a eficácia jurídica do acordo depende da conclusão de ulteriores tratados bilaterais entre Estados credores e devedores. O interesse jurídico da minuta consolidada no Clube de Paris, ato derradeiro dos processos ali transcorridos, está na constituição de uma base aceita pelos participantes de reescalonamento ou redução da dívida do país afetado. Com relação aos efeitos jurídicos vinculantes às partes, portanto, sua função é pré-normativa.

³⁴² FELDMAN, H. **Internationale Umschuldungen im 19. Und 20. Jahrhundert: eine Analyse ihrer Ursachen, Techniken und Grundprinzipien**. Berlim: Duncker & Humblot, 1991, p. 716.

³⁴³ GRARD, L. Le Club de Paris et les Dettes Publiques des Etats. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 224.

3.4. A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA BANCÁRIA: O CLUBE DE LONDRES

Os limites pragmáticos à capacidade de pagamento do Estado são ainda enfrentados em outros foros internacionais reunidos para a renegociação da dívida bancária comercial do Estado, isto é, dos contratos de empréstimos públicos em que os credores são instituições financeiras privadas. A importância crescente desses empréstimos nos financiamentos internacionais é indicada pelo maior envolvimento de instituições bancárias em processos de reestruturação a partir da década de 1970, os quais, nos dois decênios anteriores, ocorreram apenas excepcionalmente em relação à dívida sindicada, de menor relevância.³⁴⁴ A maior importância da dívida mobiliária como fonte do crédito privado para o Estado tem reduzido a participação dos empréstimos concedidos por consórcios bancários, os quais, no entanto, não são um tema datado da década de 1980, com alguns casos posteriores.³⁴⁵

Durante a renegociação desta parte da dívida pública, os objetivos do Estado devedor e credor devem ser observados em suas particularidades. Obtido um acordo com o FMI e perante os credores do Clube do Paris, resta ainda ao país que busca reestruturar a sua dívida obter uma redução dos encargos com perspectivas de recuperação de crescimento e manutenção da estabilidade econômica. Os objetivos do devedor levam em conta a necessidade de preservar o acesso às fontes de financiamento, organizar os termos da reestruturação de forma a não comprometer o crescimento econômico, estabelecer pagamentos viáveis aos credores, manter um nível adequado de reservas e ser politicamente atingível. Os objetivos dos credores bancários, por sua vez, são menos variados, e dizem respeito a preservar sua credibilidade financeira e sua proporção de ativos e evitar que os empréstimos não reembolsados se transformem em passivos nos seus balanços. A partir destes objetivos, as regras próprias de regulação de bancária de cada país, e ainda regulações internacionais, podem incentivar este ou aquele comportamento. O descumprimento de cronogramas de pagamento de empréstimos faria com que os bancos comerciais americanos, em primeiro lugar, reduzissem o valor contábil dos empréstimos em função da desvalorização de seu valor de mercado, e, depois, os registrassem como um passivo, razão pela qual se dá certa preferência estratégica a conceder

³⁴⁴ FRIEDMAN, I. **The Emerging Role of Private Banks in the Developing World**. Nova Iorque: Citicorp, 1977, p. 36.

³⁴⁵ Como mostram as reestruturações da dívida bancária do Paquistão, em 1999, de Sérvia e Montenegro, em 2004, da República Dominicana, em 2005, e do Iraque, em 2006 (cf. DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012, p. 19).

novos financiamentos para manter os empréstimos na lista dos ativos. Os bancos europeus, a seu turno, submetidos a regras contábeis distintas, tendem a evitar refinanciamentos e preferem capitalizar os juros de mora. Diante do não reembolso dos empréstimos públicos, observa-se também uma diferença quanto a bancos pequenos e grandes. Os primeiros, menos expostos a riscos sistêmicos, manifestam menor preferência pela concessão de novos empréstimos para refinarciar o devedor, com maior tendência a aceitar propostas de reestruturação. Os segundos, por sua vez, têm, em razão da significativa exposição, maiores incentivos para prover com novos créditos o devedor cujas obrigações financeiras se encontrem em risco.³⁴⁶ A partir destas características é que se busca um acordo entre o Estado devedor e os consórcios bancários credores.

Na etapa posterior à suspensão consensual ou unilateral dos pagamentos, é relevante que se organizem as renegociações de forma a estimular o comportamento cooperativo dos participantes, que tende a reduzir o antagonismo e a resistência às propostas de reestruturação formuladas. Uma solução corrente em relação à dívida com instituições financeiras privada é a formação de *comitês de credores*, dos quais há exemplos relevantes. O mais célebre deles foi a *Corporation of Foreign Bondholders*, fundado pela Grã-Bretanha em 1868 e extinto apenas em 1988, mas também se poderia citar a experiência da *Association Nationale des Porteurs Français de Valeurs Mobilières*, criada pelo governo francês em 1898. Estas experiências, no entanto, envolviam o agrupamento e a participação de portadores de títulos públicos de uma nacionalidade específica, cujos interesses eram representados no comitê. Nada significativamente parecido com o que se passaria a partir da década de 1970, em que estavam em questão empréstimos contratuais bancários. Se, atualmente, as negociações se desenvolvem no *Bank Advisory Committee* (BAC), também conhecido como Clube de Londres, este grupo é fruto de uma experiência recente. Suas origens são incertas e, apesar da denominação poder conduzir a equívocos de localização geográfica, pois suas reuniões ocorreram, na maior parte das vezes, em Nova Iorque,³⁴⁷ desenvolveram-se no Clube de Londres procedimentos reconhecíveis de reestruturação da dívida perante consórcios bancários, os quais são o produto de uma experiência menos imediata que a do Clube de Paris. A denominação se deve ao fato de que os reescalamentos da dívida sindicada normalmente

³⁴⁶ MEGLIANI, M. **Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation**. Heidelberg: Springer, 2015, p. 325-326.

³⁴⁷ RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 108.

optam pela aplicação da lei inglesa e porque a previsão das taxas de juros variáveis é estabelecida em função da taxa LIBOR (*London Interbank Offered Rate*).³⁴⁸ Vista em perspectiva, a atuação do clube bancário em seu momento de maior atividade nos anos de 1980, são o resultado de um processo anterior desencadeado pelas dificuldades de servir à dívida enfrentadas, na década anterior, por Zaire, Peru, Turquia, Sudão e Polônia.³⁴⁹

Como se nota, a estrutura dos fluxos de capitais havia se transformado de maneira importante, com um número agora reduzido de agentes participantes. Se, durante os anos anteriores à segunda guerra, os empréstimos internacionais se davam corriqueiramente pela forma de títulos, em se tratando de credores privados, e de operações de país a país, quando o credor fosse outro ente soberano, este padrão foi alterado com o rápido crescimento de operações de crédito de longo prazo perante bancos comerciais. Rieffel argumenta detalhadamente em favor de uma relação sequenciada entre o desenvolvimento significativo de um mercado mais receptivo a empréstimos realizados por consórcios bancários e destinados a países em desenvolvimento, as posteriores dificuldades de pagamentos destas obrigações e, finalmente, a busca de uma arquitetura institucional para a construção de mecanismos de resolução eficiente. O Clube de Londres como local destas renegociações não foi fruto, porém, de iniciativas do setor público ou do setor bancário como um todo, mas de um punhado de negociações iniciadas *ad hoc* por algumas instituições financeiras diante de devedores que possivelmente deixariam de executar os pagamentos das obrigações contratadas, se ainda não o tivessem feito. Estes casos, somados aos procedimentos já estabelecidos pelo Clube de Paris e à experiência dos grupos de negociação de títulos públicos anteriores à segunda guerra, contribuíram todos para a consolidação dos procedimentos do Clube de Londres.³⁵⁰

Em contraste com comitês de credores anteriores, o BAC apresenta vocação global por não representar credores de apenas uma nacionalidade, mas um conjunto de bancos comerciais internacionais. A estrutura organizacional é, no entanto, precária, porque carente de um estatuto, de um secretariado ou mesmo de instalações

³⁴⁸ WOOD, P. **Principles of International Insolvency**. 2. ed. Londres: Sweet & Maxwell, 2007, vol. 1, p. 785.

³⁴⁹ STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises**. Cambridge: the MIT Press, 2006, p. 12.

³⁵⁰ “In short, several years of experimentation were required to design the London Club process. It grew out of centuries of commercial bank experience with delinquent borrowers of all kinds” (RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 1268).

físicas. Mesmo os serviços de informações sobre a situação dos devedores afetados são prestados por um ente auxiliar, o *Institute of International Finance*.³⁵¹ As reuniões do comitê são organizadas caso a caso e presididas por um representante do banco mais exposto ao risco do crédito ali considerado. É possível indagar qual é a razão para que um grupo de credores formalmente desorganizado tenha tamanha influência sobre os devedores, tanto mais que, assim como as negociações passadas no Clube de Paris, o resultado do processo é uma proposta de acordo sem força vinculante. O poder dos credores bancários está, porém, no impacto das sanções econômicas de um eventual descumprimento, com o bloqueio de novos empréstimos. Sob este aspecto, o Clube de Londres tende a ser uma instância de solução de controvérsias bastante eficiente.³⁵²

Não há uma definição precisa dos princípios que regem a ação do Clube de Londres, o que deixa margem para o questionamento da uniformidade dos procedimentos seguidos. Rieffel apresenta, no entanto, algumas orientações comuns seguidas nas cerca de duzentas reestruturações até aqui concluídas com credores bancários nesta sede. O primeiro destes princípios é a *reestruturação ad hoc*, segundo o qual os acordos de resolução são fixados segundo as circunstâncias de caso a caso. Trata-se do reconhecimento de que as particularidades financeiras de cada devedor e a peculiar composição de sua dívida pública devem determinar soluções compatíveis com suas especificidades.³⁵³ Este método de solução *ad hoc*, recitado nas inúmeras renegociações do Clube de Londres, não é incompatível com outras soluções institucionais que apontam para a necessidade de maior previsibilidade das regras aplicáveis aos mecanismos de resolução da inexecução da dívida pública porque a existência de um quadro normativo mais explícito convive bem com a previsão de que os acordos serão concluídos de acordo com o caso concreto. Não há, assim, incompatibilidade entre um princípio de reestruturação *ad hoc* e arranjos institucionais que disciplinem formas de condução das renegociações.

³⁵¹ PARKINSON, F. Some Legal and Institutional Aspects of the Debt Crisis. In: BUTLER, W. **International Law and the International System**. Dordrecht: Martinus Nijhoff, 1987, p. 157.

³⁵² STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises**. Cambridge: the MIT Press, 2006, p. 13.

³⁵³ RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 1339. Este princípio também se encontra mencionado em outros trabalhos. Cf., por exemplo, a referência de H. Feldmann à *fallweise Umschuldung* aplicável à reestruturação da dívida bilateral e sindicada (**Internationale Umschuldungen im 19. Und 20. Jahrhundert: eine Analyse ihrer Ursachen, Techniken und Grundprinzipien**. Berlin: Duncker & Humblot, 1991, p. 716).

A *voluntariedade* é outro mencionado vetor de atuação, consubstanciado na própria existência de renegociações. Estas significam, como exposto no início deste capítulo, que bancos credores e o país devedor encetam procedimentos negociados para produzir o acordo de reestruturação. Uma primeira implicação deste princípio é que conversões forçadas da dívida pública, que já ficavam vedadas no Clube de Paris, seguem como práticas negadas pelo Clube de Londres, o que permite afirmá-la como um parâmetro de ação dos clubes de reestruturação da dívida pública. A consequência de modificações unilaterais dos contratos é o cancelamento dos procedimentos de renegociação. Não é apenas à condenação da hipótese extrema de uma conversão forçada que se dirige o princípio da voluntariedade, entretanto. Em sentido mais amplo, o acordo produzido deve ter sido mutuamente discutido pelas partes, e se apresenta como resultado de negociações substanciais. Desta forma, o oferecimento pelo país devedor de *exit offers*, por meio da qual é apresentada uma oferta de reestruturação que permite ao credor apenas as opções de adesão ou retirada, tampouco se coaduna com o sentido dos procedimentos do Clube de Londres, que requerem a formação de consensos substantivos e a definição do conteúdo das modificações entre todos os credores.³⁵⁴

Por fim, uma das orientações mais importantes do *Bank Advisory Committee* é que as reestruturações atendam a *princípios de mercado*, o que significa que as renegociações não se destinam precipuamente a oferecer concessões aos países que a iniciam, mas a recuperar, de forma flexível, pragmática e, tanto quanto possível, despolitizado fluxo do serviço da dívida.³⁵⁵ Este princípio implica a condução de renegociações em termos exclusivamente comerciais, afastadas que estão do oferecimento de apoio financeiro aos devedores para atingir a propósitos políticos. Cancelamentos da dívida não constituem parte precípua, portanto, do aparato instrumental do Clube de Londres, a não ser em raríssimas exceções, nas quais se levou em conta o resultado obtido no Clube de Paris e a exigência de tratamento comparável entre todas as classes de credores. Assim, as reduções oferecidas pelos credores oficiais à Polônia, em 1991, em razão de sua colaboração com a queda dos regimes comunistas no Leste europeu, e ao Egito, por sua participação nos acordos de paz de Camp David, em 1978, implicaram também reduções previstas nos acordos

³⁵⁴ Ver, neste trabalho, o item 2.3.1.1. Como referência bibliográfica, cf. WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 14. As *exit offers* também podem ser referidas como um resultado *cram down*.

³⁵⁵ RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 1350 e seguintes.

obtidos no Clube de Londres, sob o risco de que, caso os termos comparáveis não fossem obtidos, se invalidassem os acordos anteriores.³⁵⁶

Sob o aspecto técnico, dois mecanismos são empregados para assegurar que as reestruturações transcorram de forma não concessional: a fixação da taxa de juros da dívida reestruturada acima da taxa LIBOR, pois qualquer previsão abaixo sinalizaria índices inconsistentes com as práticas comerciais, e, nos casos em que a incapacidade de pagamento do devedor requiera reduções, que estas sejam compatíveis com a percepção de mercado sobre o risco do crédito associado aos novos empréstimos. Como argumentam as instituições financeiras participantes, elas possuem deveres perante seus acionistas que fariam com que a concessão de descontos para além do risco objetivamente avaliado evidenciasse, nas negociações, um “elemento de caridade” que é incompatível com estas responsabilidades.³⁵⁷

Em comparação com as técnicas de reestruturação da dívida pública, que são significativamente distintas ao longo do tempo, os princípios básicos apresentados apresentam-se de forma constante nas renegociações internacionais da dívida pública, aqui apresentadas em seus dois foros mais emblemáticos, o Clube de Paris e de Londres, e em suas relações com o Fundo Monetário Internacional. Sob este aspecto se delinea uma institucionalização de procedimentos de reestruturação da dívida pública multilateral, bilateral e sindicada. A despeito dos diferentes aspectos técnicos dos acordos concluídos, há um modo de agir identificado com o que aqui se chamou de princípios orientadores das renegociações. A existência de contornos básicos, porém, não indica a plena eficácia dos resultados obtidos, pois as crises da dívida pública continuaram a se apresentar com frequência e a conclusão de acordos de reestruturação não foi suficiente para evitar reestruturações posteriores. O debate sobre a “arquitetura financeira internacional” da dívida pública é, diante de cenários financeiros continuamente desafiadores, ainda presente.

O tema que se coloca ao debate jurídico internacional da dívida pública é, portanto, o de mecanismos de resolução da dívida pública diante de cenários ainda não organizados de reestruturação, o que se mostra mais presente no tocante à dívida mobiliária tomada perante credores atomizados e desorganizados, haja vista

³⁵⁶ Para o caso polonês, ver SPERLING, J.; KIRCHNER, E. **Recasting the European Order: Security Architectures and Economic Cooperation**. Manchester: Manchester University Press, 1997, p. 178 e seguintes. Para o caso egípcio, ver WEISS, D.; WURZEL, U. **The Economics and Politics of Transition to an Open Market Economy: Egypt**. Paris: Development Centre of the OECD, 1998, p. 41 e seguintes.

³⁵⁷ Como a ele se refere RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 1384.

algum grau de estruturação dos procedimentos de resolução da inexecução perante credores contratuais, identificáveis e organizados em foros multilaterais ou consórcios bancários. Os aspectos dos arranjos estruturais que se apresentam para aperfeiçoar as atuais dinâmicas da renegociação da dívida pública se desdobram, normalmente, na proposta de criação de novas instituições ou no preenchimento de lacunas contratuais presentes no financiamento do Estado pela emissão de títulos públicos. A dívida mobiliária ampla contribui para que se acumulem complexidades diante de crises. Há um caso que apresenta elevada potencialidade analítica a respeito das características mais marcantes sobre desafios atualmente presentes nas reestruturações, e este é o caso argentino. O exemplo servirá para mostrar como, a partir de causas econômicas particulares, o cenário relativamente organizado dos três círculos de renegociações expostos neste capítulo se mostra, concretamente, bastante fragmentado diante da atuação fracionária de outras instâncias de solução de conflitos. A partir do recente pleito da Organização das Nações Unidas por uma moldura multilateral da reestruturação da dívida pública em âmbito internacional, que se associa à busca de uma resposta a parte dos problemas econômicos enfrentados pela Argentina, pode-se oferecer um quadro mais claro das debilidades dos atuais mecanismos jurídicos de enfrentamento das crises da dívida pública em âmbito internacional.

O POLICENTRISMO DECISÓRIO: OS TRIBUNAIS NA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ARGENTINA

Muitas das características da dispersão institucional a que se submetem as reestruturações da dívida pública instrumentalizada em títulos negociáveis nos mercados financeiros são exibidas pela judicialização de questões relativas à moratória argentina, declarada em 2001 e sujeita a dois complexos processos de conversão em menos de uma década. Os esforços de negociação, até certo ponto bem sucedidos em assegurar a adesão da quase totalidade dos credores após sucessivas e conturbadas revisões dos acordos, não foram, porém, o bastante para garantir estabilidade aos resultados acordados. O caso argentino evidencia muitos dos limites da disciplina institucional das renegociações da dívida pública em âmbito internacional. A própria discussão sobre o dever de cooperação internacional, concretizado pelo funcionamento de alguns entes encarregados de conduzir os conflitos segundo princípios reiteradamente afirmados em direção a uma solução consensual, cede lugar ao debate sobre a etapa posterior à conclusão dos acordos, que diz respeito ao recurso a instâncias judiciais que possam revisá-los em eventual contrariedade aos interesses do Estado devedor e de uma maioria qualificada de credores voluntariamente aderentes à proposta de reescalonamento dos pagamentos ou redução dos montantes devidos.

O reconhecimento de eventuais direitos em favor de credores não aderentes é um dos aspectos mais intrincados da reestruturação da dívida mobiliária, em que a multiplicação da quantidade de participantes potencializa as dificuldades de soluções coordenadas. A última crise da dívida pública argentina, que estimulou subsequentes manifestações de preocupação da Assembleia Geral das Nações Unidas acerca dos efeitos da ausência de mecanismos de resolução, aponta para a

participação de outras instâncias institucionais cujos critérios normativos de decisão não dizem necessariamente respeito à vontade majoritária externada em acordos finais obtidos diante de cogitações econômicas e políticas, como se depreende da atuação de tribunais arbitrais internacionais e de cortes nacionais sobre a dívida pública externa de um Estado estrangeiro.

4.1. A AUSÊNCIA DE UMA MOLDURA JURÍDICA MULTILATERAL PARA A REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

No dia 9 de setembro de 2014, a Assembleia Geral da Organização das Nações Unidas (ONU) aprovou a resolução 68/304,³⁵⁸ referente ao estabelecimento de uma moldura jurídica multilateral para os processos de reestruturação da dívida pública.³⁵⁹ Ali se enfatizava a importância de uma solução tempestiva, eficiente, abrangente e duradoura ao problema da dívida de países em desenvolvimento, a qual se concretizaria, segundo o propósito declarado, pela criação de normas que disciplinassem os procedimentos de resolução das crises de endividamento e definissem os espaços legítimos para a conduta dos diversos atores envolvidos. Foram igualmente invocados como necessários novos esforços da comunidade internacional para criar mecanismos de prevenção a crises – mecanismos que pudessem aperfeiçoar a arquitetura financeira internacional vigente, em direção a uma resposta satisfatória tanto aos Estados como ao setor privado, por meio da atuação de instituições internacionais e de negociações intergovernamentais, bem como de outros sujeitos envolvidos nos processos financeiros. O objetivo dessa moldura jurídica, lê-se no documento oficial, é tornar o sistema financeiro internacional mais eficiente, estável e previsível, apto a oferecer condições mais favoráveis ao desenvolvimento sustentável e a um crescimento econômico equitativo, de acordo com as circunstâncias e as prioridades nacionais.

Os termos acima são uma transcrição quase exata do texto da resolução. A linguagem genérica em torno de valores amplamente compartilhados em seus contornos mais vagos, tais como eficiência, estabilidade e desenvolvimento sustentável,

³⁵⁸ NAÇÕES UNIDAS. 2014. Assembleia Geral. **Towards the Establishment of a Multilateral Legal Framework for Sovereign Debt Restructuring Processes**, A/RES/68/304, 17/9/2014.

³⁵⁹ O termo resolução é aqui usado para designar o instrumento formal emitido pela Assembleia Geral, sem implicações sobre seu conteúdo substantivo. A respeito dos efeitos jurídicos das resoluções da Assembleia Geral, vide, mais recentemente, ÖBERG, M. D. The Legal Effects of Resolutions of the UN Security Council and General Assembly in the Jurisprudence of the ICJ. **The European Journal of International Law**, Glasgow, vol. 16, n. 5, nov. 2005, p. 879-906.

mas de execução não infreqüentemente paralisada por diferentes percepções sobre seus sentidos mais concretos, se bem revela a atualidade e a preocupação internacional com o tema das crises de endividamento, mal denota os conflitos subjacentes. Daí que as formas, as técnicas e os instrumentos de atuação da pretendida moldura jurídica internacional para a reestruturação das dívidas soberanas sejam ainda temas distantes de uma proposta multilateral consolidada. Positivamente, porém, os debates nas Nações Unidas recuperaram um tema caro aos países em desenvolvimento: a vulnerabilidade de suas economias à ação desestabilizadora de credores externos e a falta de instrumentos adequados de coordenação de interesses nos procedimentos de renegociação da dívida pública.³⁶⁰ Deste modo, longe de resultar de divagações de especialistas, regras para a resolução de crises de endividamento são uma preocupação disseminada e freqüente no contexto internacional. A litigância entre Argentina e detentores de títulos públicos que não aderiram à reestruturação procedida pelo país anos antes, pela qual títulos antigos foram trocados por novos com diferentes condições de pagamento, fez com que diversos países pertencentes ao mundo em desenvolvimento, mas não exclusivamente estes, alertassem para os riscos de que os conflitos que envolviam a dívida pública argentina pudesse, por contágio, atingir qualquer um deles.³⁶¹

³⁶⁰ Vide a fundamentação do representante da Bolívia ao apresentar a proposta de resolução: “the recent debt crises and the protracted holdout bondholder litigation against Argentina have led to intensified international debate on the need for a sovereign debt restructuring mechanism that can help improve efficiency, fairness and coordination in restructuring sovereign debt” (NAÇÕES UNIDAS. 2014. Assembleia Geral. **107th Plenary Meeting**, A/68/PV.107, 9/9/2014, p. 2).

³⁶¹ O representante da Argentina: “[t]he resolution just adopted is also a faithful reflection of the relevance and urgency that the clear majority of nations of the world assign to a reality that leaves us without protection from the practices of and abuses committed by speculators, given the normative gap in the current international financial system” (NAÇÕES UNIDAS. 2014. Assembleia Geral. **107th Plenary Meeting**, A/68/PV.107, 9/9/2014, p. 6). O representante da China: “[t]he international community should take steps to improve international financial governance and to prevent speculative capital from obstructing sovereign debt restructurings so that countries can be more resilient and maintain financial stability (...). China believes that the international financial system needs further reform and that the international regulations governing sovereign debt restructuring should be further improved in order for emerging markets and developing countries to have greater input” (Idem, p. 8). O representante do Brasil: “[a]s we approach the launch of the world’s first universal development agenda, the linkage between debt sustainability and sustainable development becomes ever clearer.” (Idem, p. 10). O representante do México: “Mexico agrees that we should continue to strengthen the existing framework and that no debt-restructuring process should impose unsustainable burdens on a country or endanger its development and population. In that regard, we reiterate our support to the Government of Argentina regarding the situation that the restructuring of its sovereign debt has led to and our solidarity with countries dealing with similar processes” (Idem, p. 16).

A proposta de resolução não foi encaminhada por um Estado em particular, mas pelo chamado Grupo dos 77 mais China (G77), uma organização formada em 1964 por países em desenvolvimento para atuar em defesa dos interesses econômicos do hemisfério sul nas Nações Unidas e que conta, atualmente, com 134 países membros – o que expressa a proximidade dos interesses dos Estados do grupo quando confrontados com a hipótese de incapacidade financeira.³⁶² Isto não significa, porém, que a institucionalização de procedimentos jurídicos especialmente voltados à reestruturação da dívida pública tenha sido matéria consensual: foram 124 votos favoráveis, 11 contrários e 41 abstenções.³⁶³ As manifestações mais frequentes contra a ideia de mecanismos de resolução leem-se em alguns destes votos contrários. Entre eles, os dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha e Japão – países cuja condição minoritária nessa votação não diminui seu relevo político e econômico. Mas ainda que tenham objetado a proposta de uma solução institucional, tal como expressa nas preocupações do G77, não descartavam outros cenários jurídicos. Tampouco foram desde o início rejeitados os objetivos de conferir respostas mais estáveis aos desafios decorrentes de desequilíbrios da atual arquitetura financeira internacional. Apontou para esta direção o argumento do representante dos Estados Unidos. Primeiro, a crítica: mecanismos aparentemente simplificadores da resolução das crises de endividamento apresentam, em contrapartida, o risco de que se recorra a eles com mais frequência, donde as fontes de financiamento externo se tornariam mais escassas e caras. Logo após, a indicação de uma possibilidade alternativa: Estados emissores de dívida externa já têm adotado soluções negociadas com seus financiadores, as quais se fundamentam em princípios de mercado, em cláusulas contratuais consensuais e no aperfeiçoamento da capacidade de gestão da dívida pública, com o compromisso de adoção de políticas econômicas mais prudentes.³⁶⁴ Nesta declaração se encontra resumida a dicotomia recorrente no debate arquitetônico da dívida pública externa, consistente na distinção entre soluções contratuais e institucionais ou organizacionais, estas últimas referentes ao aperfeiçoamento ou à criação de organismos internacionais. Ambas têm evidente configuração jurídica, com elementos e características distintas,

³⁶² Uma análise das atividades do G77 e de sua ampliação pode ser consultada em AHMIA, M. **The Collected Documents of the Group of 77**. New York: Oxford University Press, 2006, vol. I.

³⁶³ Para maior detalhamento, cf. NAÇÕES UNIDAS. 2014. Assembleia Geral. **107th Plenary Meeting**, A/68/PV.107, 9/9/2014, p. 4.

³⁶⁴ Ver este argumento na opinião do representante dos Estados Unidos (NAÇÕES UNIDAS. 2014. Assembleia Geral. **107th Plenary Meeting**, A/68/PV.107, 9/9/2014, p. 5).

mas que remetem, de forma comum, à constatação de um problema recorrente: os atuais métodos de reestruturação da dívida pública possuem lacunas que requerem correções.

Esta é uma preocupação constante nos debates financeiros das Nações Unidas, o que mostra a posição do tema ao menos em parte da comunidade internacional. A proposta da Resolução 68/304 revisita diversos documentos nos quais as crises de pagamento soberanas foram colocadas em foco. Na ocasião em que foi apresentada, retomou-se a terceira das Metas de Desenvolvimento do Milênio, o desenvolvimento e a erradicação da pobreza, para cuja concretização se apontou desde o início como necessária a redução do endividamento público.³⁶⁵ A reforma da arquitetura financeira internacional por meio de regras adequadas para compor ordenadamente a redução da dívida excessiva de Estados com precariedades orçamentárias, veiculada pelo G77 em 2014, dá sequência às Metas do Milênio e chama à elaboração de um conjunto específico de regras direcionadas à dívida pública como estratégia para enfrentar os desafios de superação do subdesenvolvimento. Igualmente lembradas, ainda, foram as Conferências Internacionais sobre o Financiamento do Desenvolvimento, transcorridas em Monterrey, em 2002, e em Doha, em 2008, que tiveram por resultado, respectivamente, a publicação do Consenso de Monterrey³⁶⁶ e da Declaração de Doha,³⁶⁷ segundo os quais o alívio da dívida externa tem papel-chave na liberação de recursos para o desenvolvimento. Como tal, deve ser objeto de preocupação de instituições internacionais e de iniciativas voltadas à redução e ao cancelamento do endividamento excessivo, que devem contribuir para uma melhor capacidade de enfrentamento das crises, de forma a explorar melhores alternativas sem, no entanto, preterir de instituições já existentes.³⁶⁸

³⁶⁵ Nos termos da Declaração do Milênio das Nações Unidas, “[w]e are also determined to deal comprehensively and effectively with the debt problems of low- and middle-income developing countries, through various national and international measures designed to make their debt sustainable in the long term” (NAÇÕES UNIDAS. 2000. Assembleia Geral. **United Nations Millenium Declaration**, A/RES/55/2, 18/9/2000, p. 16).

³⁶⁶ NAÇÕES UNIDAS. Conferência Internacional sobre o Financiamento do Desenvolvimento. **Monterrey Consensus on Financial Development**, 2002.

³⁶⁷ NAÇÕES UNIDAS. Conferência Internacional sobre o Financiamento do Desenvolvimento. **Doha Declaration on Financing for Development: Outcome Document of the Follow-Up International Conference on Financing for Development to Review the Implementation of the Monterrey Consensus**, A/CONF.212/L.1/Rev. 1, 2008.

³⁶⁸ “External debt relief can play a key role in liberating resources that can then be directed towards activities consistent with attaining sustainable growth and development, and therefore, debt relief measures should, where appropriate, be pursued vigorously and expeditiously, including within the Paris and London Clubs and other relevant forums. Noting the importance of

O mesmo compromisso de credores e devedores de levar adiante iniciativas para amenizar o elevado volume das obrigações financeiras frente à disponibilidade limitada de recursos, que se viabilizaria por meio da revisão das competências de instituições atualmente existentes, já havia, além disso, sido destacado na Resolução 63/303 da Assembleia Geral, de 2009, resultado da Conferência sobre a Crise Econômica e Financeira Mundial e seu Impacto sobre o Desenvolvimento. Nela se apontou para a necessidade de ação coordenada, igual tratamento a todos os credores e participação dos atores relevantes no processo de decisão.³⁶⁹

O tema, como visto, é bastante presente nos debates sobre desenvolvimento travados entre os Estados-membros das Nações Unidas. Para um problema de evidentes implicações econômicas e políticas, cogita-se, nestes documentos, de soluções jurídicas, sejam elas expressas em termos institucionais ou contratuais. Trata-se de um debate fraturado entre diversos interesses conflitantes, dos quais as discussões em torno da Resolução 68/304 dão apenas uma dimensão pálida. Unem as diversas partes deste tema multifário as preocupações sobre a própria viabilidade de corrigir atuais falhas do sistema financeiro internacional por meio de um sistema que tem sua racionalidade própria (o jurídico), e que deve lidar com uma realidade complexa e fragmentada na qual diversas outras racionalidades, tais

re-establishing financial viability for those developing countries facing unsustainable debt burdens, we welcome initiatives that have been undertaken to reduce outstanding indebtedness and invite further national and international measures in that regard, including, as appropriate, debt cancellation and other arrangements” (NAÇÕES UNIDAS. Conferência Internacional sobre o Financiamento do Desenvolvimento. **Monterrey Consensus on Financial Development**, 2002, p. 17); “[w]e acknowledge the need to continue to address all relevant issues regarding external debt problems, including through the United Nations, and we will consider ways to explore enhanced approaches of sovereign debt restructuring mechanisms based on existing frameworks and principles, with broad creditors’ and debtors’ participation and ensuring comparable burden-sharing among creditors, with an important role for the Bretton Woods institutions.” (NAÇÕES UNIDAS. Conferência Internacional sobre o Financiamento do Desenvolvimento. **Doha Declaration on Financing for Development: Outcome Document of the Follow-Up International Conference on Financing for Development to Review the Implementation of the Monterrey Consensus**, A/CONF.212/L.1/Rev. 1, 2008, p. 18)

³⁶⁹ “We call upon States to redouble efforts to honour their commitments regarding debt relief and stress the responsibility of all debtors and creditors on the issue of debt sustainability, and emphasize the importance of equivalent treatment of all creditors (...). We will also explore enhanced approaches to the restructuring of sovereign debt based on existing frameworks and principles, broad creditors’ and debtors’ participation and comparable burden-sharing among creditors. We will also explore the need and feasibility of a more structured framework for international cooperation in this area.” (NAÇÕES UNIDAS. 2009. Assembleia Geral. **Outcome of the Conference on the World Financial and Economic Crisis and Its Impact on Development**, A/RES/63/303, 9/7/2009, p. 10).

como a econômica e a política, operam simultaneamente. A mais recente crise financeira argentina, à qual os argumentos favoráveis à adoção da Resolução 68/304 da Assembleia Geral o tempo todo, direta ou indiretamente, remeteram, ilustra as várias facetas do problema internacional da dívida pública, em que os componentes jurídicos são centrais, ainda que não exclusivos.

4.2. O CASO ARGENTINO

A moratória argentina declarada em 2001 exemplifica a complexidade da conformação jurídica do problema da dívida pública quando confrontado com a atuação de critérios de solução de conflitos que potencializam as divergências entre as partes. Isto não apenas pelas dificuldades de tradução do fenômeno econômico e político em categorias jurídicas, mas pela própria diversidade das normas aplicáveis. Deste modo, às colisões entre a racionalidade jurídica e a econômica ou política somam-se as fraturas internas dos procedimentos e normas materiais aplicáveis em âmbito internacional, com a participação de instâncias globais e nacionais. Também estas colisões jurídicas intrassistêmicas são bem exemplificadas pelo caso argentino.

Ainda que a Argentina tenha passado, ao longo de sua história, por diversas moratórias, expressamente declaradas ou não,³⁷⁰ a cessação de pagamentos da dívida pública em 2001 se destacou pela sua abrangência³⁷¹ e pela amplitude do montante inadimplido.³⁷² Após a manifestação oficial de que o cumprimento de obrigações financeiras seria suspenso, seguiu-se a adoção de diversas medidas que, conquanto nem sempre ocorram juntas em casos semelhantes, foram todas perseguidas pela Argentina concomitantemente:³⁷³ o país recorreu ao auxílio do FMI,

³⁷⁰ De 1824 a 1999, a dívida pública argentina esteve em situação de moratória ou em processo de reestruturação em 25% do tempo, como estimam Reinhart, Rogoff e Sevastano (Debt Intolerance. In: BRAINARD, W.; PERRY, G. (Ed.) **Brookings Paper on Economic Activity**, Washington, D.C.: Brookings Institution Press, vol. 1, 2003, pp. 6-7).

³⁷¹ O *default* se estendeu para mais de 150 espécies de títulos públicos argentinos (MORTIMORE, M.; STANLEY, L. Has Investor Protection Been Rendered Obsolete by the Argentine Crisis? **Cepal Review**, Santiago, n. 88, abr. 2006, p. 16).

³⁷² A dívida pública argentina representava 63% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2001, e mais de US\$100 bilhões devidos a detentores domésticos e internacionais dos títulos públicos foram objeto de reestruturação. Desse total, US\$10 bilhões eram devidos apenas a investidores dos Estados Unidos (cf. HORNBECK, J. F. Argentina's Sovereign Debt Restructuring. **CRS Report for Congress RL32637**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2004).

³⁷³ As crises financeiras recentes em países como a Grécia, Portugal e Irlanda conferiram novo impulso ao debate sobre o resgate financeiro ou a reestruturação da dívida a partir da declaração de moratória como cenários alternativos (SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring

prometeu reformas internas e admitiu a urgência de reestruturar a dívida. Estes três momentos sinalizam um acúmulo de atores, procedimentos e resultados que se sedimentam em questões jurídicas complexas nas quais é possível distinguir camadas de problemas superpostos, cujas especificidades, no entanto, dificultam que se submetam a soluções uniformemente satisfatórias para o conjunto.

Para compreender o caso, é preciso recorrer a alguns eventos anteriores à moratória. A crise remonta, primeiramente, à adoção de um *currency board* em 1991. Esta estratégia de política monetária, que consiste na criação de uma *caixa de conversão*, tem como principal característica a garantia de troca, a uma taxa fixa, da moeda local pela moeda estrangeira lastradora. A credibilidade deste regime advém da existência de reservas externas em quantidade igual ou superior ao valor da moeda local em circulação. Ainda que os *currency boards* tenham sido mais frequentes nas colônias britânicas do século XIX, em que o risco de destruição e os custos de transporte da moeda metropolitana a territórios distantes requeriam, como medida de estabilização, taxas fixas de conversão das moedas domésticas, eles não são estranhos à experiência latino-americana³⁷⁴ e, no início dos anos de 1990, voltaram a ser cogitados nas grandes economias da região. Foi o período em que a adesão a regimes cambiais mais paritários apresentou-se como método de combate à inflação.³⁷⁵ Diversos países cogitaram políticas semelhantes. Ainda que não tenha sido levada a cabo no Brasil, em 1992 formulou-se, por exemplo, a ideia de um Conselho da Moeda com as funções de um *currency board*, cujas emissões, apelidadas de “brasdólar”, serviriam de referencial monetário estável e conviveriam com a moeda fiduciária emitida pelo Banco Central, o cruzeiro, a valores de conversão determinados pelo mercado.³⁷⁶ Desde 1991, porém, foi a Argentina que se comprometeu efetivamente com um rígido regime cambial fixo sob o qual permaneceria por mais de uma década.

Options: an Analytical Comparison. **Harvard Business Law Review**, Cambridge, vol. 2, 2012, p. 96). No caso argentino, eles se mostraram etapas sequenciais.

³⁷⁴ O Brasil, por exemplo adotou caixas de conversão por duas vezes em sua história: em 1906 (Lei 1.575, de 6 de dezembro), como um dos pontos mais importantes do Convênio de Taubaté, e em 1926 (Decreto 5.108, de 18 de dezembro), neste último caso sob a denominação de um caixa de estabilização. O propósito era o controle das flutuações cambiais para a valorização do café. Cf. HADBA, F. A. Caixas de Conversão. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 14, n. 1, jan.-mar. 1994, p. 28-42.

³⁷⁵ Sobre os regimes cambiais na América Latina no período, ver, por todos, CANUTO, O.; HOLLAND, M. Ajustamento Externo e Regimes de Taxa de Câmbio na América Latina. **Economia Ensaios**, Uberlândia, vol. 15, n. 2, jul. 2001, p. 95-123.

³⁷⁶ RESENDE, A. L. O Conselho da Moeda: um Órgão Emissor Independente. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 12, n. 4, out.-dez. 1992, p. 113-120.

No bojo do Plano Cavallo, a Lei de Conversibilidade³⁷⁷ determinou que o peso argentino fosse fixado em um para um em relação ao dólar americano e que ambas as moedas fossem totalmente conversíveis. O comitê monetário veio a reduzir consideravelmente as funções do banco central, que passaram a se concentrar, basicamente, em manter níveis adequados de reservas estrangeiras que servissem de lastro sólido a qualquer emissão de moeda doméstica. O problema é que restringir o espaço de elaboração de política monetária poderia reduzir a capacidade que tinha o governo de atender a seus compromissos financeiros caso não houvesse, em contrapartida, o compromisso de apresentar saldos para o pagamento da dívida. Uma limitação monetária de tal magnitude impôs, assim, restrições fiscais, à medida que o governo procurava mostrar aos credores internacionais que tinha condições de solvência. Eventualmente, para formar tais superávits, não se impedia a emissão de dívida, interna ou externa, para financiar o déficit. O caso argentino exhibe, neste aspecto, algumas diferenças do cenário descrito pela literatura econômica como o de uma “constrição estática” do déficit orçamentário: aquelas situações em que a adoção de um *currency board*, impedindo o financiamento monetário do déficit, bloqueasse também a emissão de dívida.³⁷⁸ Não era esse o caso argentino, em que, de início, a dinâmica das finanças públicas foi suficientemente flexível para que ocorresse um volume suficiente de superávit primário – o qual, por definição, se destina à satisfação dos compromissos da dívida pública. Exibiu-se uma interessante relação entre o novo regime da moeda e as condições fiscais necessárias para atendê-lo.

Estas relações puderam ser explicadas pelas ideias de dominância fiscal e monetária. Desconsiderada a hipótese de interrupção dos pagamentos da dívida pública, as obrigações financeiras do governo (isto é, suas restrições orçamentárias intertemporais) precisam ser satisfeitas, o que pode ocorrer com prevalência da via monetária ou da via fiscal. Numa situação de dominância monetária, o nível de preços é previamente determinado, e a solvência do governo é assegurada pelo caminho fiscal, isto é, pelos ajustes nos fluxos de superávit primário. Num regime de dominância fiscal, por sua vez, é o resultado fiscal que já está previamente estabelecido por elementos externos que não se vinculam exclusivamente à garantia dos níveis necessários de solvência do governo, o que exige, para satisfazer as restrições orçamentárias, ajustes no nível dos preços.³⁷⁹ Quando se opera uma política em

³⁷⁷ Lei n. 23.928, de 27 de março de 1991.

³⁷⁸ FMI. **Lessons from the Crisis in Argentina**. Washington, D.C.: Policy Development and Review Department, 2003, p. 31.

³⁷⁹ Estas situações são tratadas por Canzoneri, Cumby e Diba como, respectivamente, a de um

regime de câmbio fixo, o nível doméstico de preços não pode, geralmente, ser ajustado, pois é atrelado à taxa de câmbio para a manutenção da paridade do poder de compra ou de níveis competitivos do valor da moeda. Desta forma, a viabilidade de regimes de câmbio fixo exige que as políticas macroeconômicas operem com dominância monetária, e não fiscal; isto é, que haja flexibilidade para formar quantidades adequadas de superávit primário, de maneira a atestar a capacidade de pagamento dos compromissos financeiros.

A disciplina fiscal aparecia, portanto, como condição indispensável para o sucesso da nova política monetária, e a teoria brevemente exposta acima se mostrou relevante para o caso argentino, em que uma relação mais disciplinada entre receitas e despesas se apresentava como uma exigência para a funcionalidade do *currency board*. Isto significa que as políticas fiscais deveriam ser prudentes para formar níveis suficientes de superávit primário nos momentos de crescimento da economia, porque em contextos de queda da atividade econômica seria fundamental garantir a solvência do setor público.

O crescimento do endividamento público, após um primeiro período de aparente compromisso político com a necessidade de vincular a política fiscal à estabilidade da moeda comprometia, porém, a estabilidade financeira do *currency board*. O elevado risco trazido pelo alto nível do endividamento externo, que poderia atingir fortemente a economia argentina no caso de flutuações do capital estrangeiro, somava-se à sobre apreciação do peso, que tinha impacto sobre a competitividade do país e sua balança de pagamentos. Tudo isto compunha um cenário de risco. O aperfeiçoamento da situação fiscal do país (dependente de condições internas) e a estabilidade internacional (dependente de condições externas) se mostrava, deste modo, um ponto crucial para o sucesso de longo prazo do plano de estabilização. Ainda que a nova política monetária obtivesse sucesso inicial, combinando baixas taxas de inflação com crescimento econômico até 1994,³⁸⁰ as referidas áreas de

regime ricardiano (em que a política fiscal é regulada de forma a ajustar os superávits primários presentes ou futuros à satisfação das restrições orçamentárias do governo para qualquer valor real) e não ricardiano (em que os superávits primários não são determinados pela garantia das condições de solvência, o que ocorre, por exemplo, quando o resultado fiscal é determinado por um processo político exógeno, tal como sua fixação em determinado percentual do PIB). Cf. CANZONERI, M.; CUMBY, R.; DIBA, B. *Fiscal Discipline and Exchange Rate Systems*. **Center for Economic Policy Research Discussion Paper**, Londres, n. 1899, maio 1988, p. 2.

³⁸⁰ As taxas médias de inflação foram reduzidas de 84%, em 1991, para 3,9%, em 1994. No mesmo período, a taxa média anual de crescimento do PIB foi de 7,7% (FMI. **Lessons from the Crisis in Argentina**. Washington, D.C.: Policy Development and Review Department, 2003, p. 7).

vulnerabilidade se tornaram um problema sério a partir da inversão das tendências internacionais favoráveis vigentes até aquele momento.³⁸¹

Diversas crises externas aumentaram significativamente os custos que decorreriam do abandono do regime monetário vigente, que teria sido mais provável caso ocorresse em cenário de maior estabilidade. Com efeito, após iniciar-se o sistema de constrição monetária, combinada com um abrangente programa de privatizações, reformas administrativas e liberalização do comércio exterior destinados a reduzir o déficit fiscal e aumentar a disponibilidade de reservas, a crise do peso mexicano, em 1995, expôs como a dívida argentina vulnerava a estabilidade econômica. O “choque tequila” imprimiu uma maior tensão sobre zonas de risco do plano: as baixas taxas de juros e a elevada liquidez internacional foram revertidas com o aumento do temor de que o México interrompesse os pagamentos de sua dívida. Economias com características semelhantes – as quais apresentavam, por exemplo, uma real apreciação da taxa de câmbio, que elevava o déficit externo e encarecia as obrigações financeiras, foram contaminadas pelo refugio do crédito. A esta altura já era visível como a evolução positiva do Plano de Conversibilidade nos seus primeiros anos fora dependente de empréstimos do exterior, tendo em vista o crescimento significativo da dívida externa, e como o afrouxamento fiscal das províncias comprometia os esforços no plano federal.³⁸²

Algum alívio veio do crescimento dos preços internacionais das commodities e da aprovação, no Brasil, do seu plano de estabilização da moeda, o Plano Real, a partir do qual o país vizinho aumentou a demanda por produtos argentinos. Estes fatores fortuitos colaboraram para que houvesse um excedente na balança comercial que serviu para impulsionar o crescimento da economia. No âmbito interno, promoveu-se a reforma do setor bancário e a gestão fiscal foi ainda mais rígida (não sem o protesto dos governadores provinciais), contando-se também com o apoio de agências internacionais multilaterais, que elogiavam a credibilidade da política econômica argentina.³⁸³

A confiança era, de fato, tão elevada que o país passou pelos choques asiático e russo de 1997 e 1998 sem que a saída de capitais nacionais e estrangeiros fosse comparável à da crise mexicana. Confiava-se no sistema bancário argentino, o

³⁸¹ HORNBECK, J. F. *The Financial Crisis in Argentina*. **CRS Report for Congress RS21072**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2003.

³⁸² WISE, C. *Currency Board da Argentina: Laços que Unem?* **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 21, n. 3, jul.-set. 2001, p. 175-177.

³⁸³ Para uma síntese dos acontecimentos e a respeito do crédito internacional de que gozava a política econômica argentina, cf. PASTOR, M.; WISE, C. *From Poster Child to Basket Case*. **Foreign Affairs**, vol. 80, n. 6, nov.-dez. 2001.

qual, nos termos de um comentarista da época, era um exemplo de sucesso obtido a partir de reformas agressivas e voluntárias.³⁸⁴ Os indicadores econômicos positivos sustentavam a permanência da fixação paritária da moeda, que só veio a ser efetivamente abalada pela crise cambial brasileira, em 1999.

Este evento gerou rumores de que o *currency board* seria flexibilizado. Combinado com as especulações sobre o comportamento das taxas de juros nos Estados Unidos, o resultado foi a insistente negativa do governo e a aposta numa reação ainda mais contundente, que seria a dolarização total da economia. Algumas análises apontam que o governo argentino já estava desde o início do Plano de Conversibilidade a emitir dólares virtuais, como resultado da permissão para depósitos e empréstimos bancários denominados na moeda norte-americana.³⁸⁵ A queda das exportações para o mercado brasileiro, porém, atingiu a moeda argentina não pelo sistema financeiro, como se passara nas crises anteriores, mas pela economia real, sobre a qual deveria recair o ajuste. E, com a economia em queda, as medidas de controle fiscal e monetário do início do plano já não caberiam naquele momento. O esforço exigido do país para manter o câmbio fixo se tornava cada vez maior, sobretudo pelas mudanças na base de apoio político do plano. A alternativa restante para promover o ajuste dos preços relativos e diminuir a pressão sobre o peso, que poderia se dar pela via do aumento da produtividade para impulsionar a competitividade do país, não era, assim, apenas uma questão de política econômica, mas de economia política: o Congresso rejeitava as propostas de diminuição de custos da mão-de-obra e de determinados impostos. Além disso, ainda que diversos grupos sociais, principalmente os trabalhadores e produtores rurais, se mostrassem dispostos a apoiar medidas que melhorassem a competitividade da produção argentina, não era uma saída fácil modificar um sistema de controle da moeda que ainda era visto pela população como o responsável pelo combate à hiperinflação. A aposta no *currency board* se manteve, portanto, diante do choque brasileiro, porém com a necessidade de enfrentar desafios maiores, com custos mais altos, para sua manutenção. Nas eleições de 1999, venceu o candidato Fernando De La Rúa, que não propunha mudanças substanciais no regime de câmbio fixo.³⁸⁶ O déficit em conta

³⁸⁴ CALOMIRIS, C. The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort. **Cato Journal**, Washington, D.C., vol. 17, n. 3, 1998, p. 279.

³⁸⁵ LISCHINSKY, B. The Puzzle of Argentina's Debt Problem: Virtual Dollar Creation? *In*: TEUNISSEN, J. J.; AKKERMAN, A. (Eds.). **The Crisis that was not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalization**. Haia: FONDAD, 2003, p. 81-100.

³⁸⁶ Sobre os aspectos políticos envolvidos, remete-se, novamente, ao texto de WISE, C. *Currency Board* da Argentina: Laços que Unem? **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 21, n. 3, jul.-set. 2001.

corrente gerava necessidade de empréstimos externos para seu financiamento. Dada a composição da dívida do país com o exterior, o resultado foi uma pressão cada vez maior sobre ela. Alguns anos depois do início de uma recessão econômica que apenas se aprofundava, em 2001 o governo argentino interrompeu todos os seus pagamentos.³⁸⁷

4.3. COMPOSIÇÃO E REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ARGENTINA

Tanto fatores internos como externos conduziram à grave crise argentina do início deste século, de diferentes naturezas. Sob o ponto de vista da economia política interna, que não interessa diretamente a este trabalho, notam-se condicionantes à formulação da política econômica determinadas pela distribuição de forças em dado momento. O cenário externo aponta, ainda, para a vulnerabilidade decorrente de flutuações internacionais, operantes pela via financeira ou da economia real, em um cenário no qual estão presentes maiores canais de contágio. Nenhum destes fatores tem origem em preocupações de índole propriamente jurídica. As formas de organização da dívida pública externa argentina, assim como os mecanismos de resolução de disputas entre o Estado argentino e seus credores, são, no entanto, fundamentais para compreender a evolução da crise. As intersecções entre o sistema normativo de organização e desencadeamento dos fatos que ensejaram a crise e os sistemas político e econômico colocados na iminência de lidar com eles podem ser verificadas pela análise das estruturas fundamentais de composição da dívida.

O problema da composição da dívida pública se expressa, sobretudo, em dois termos: a moeda em que é denominada e a maturidade. Em ambos os casos, há diferenças entre as estruturas dos instrumentos de endividamento entre economias avançadas e emergentes.³⁸⁸ Para estas últimas, há dificuldades de maior monta em emitir dívida de longo prazo em moeda doméstica. A maior recorrência a dívidas de curto prazo em moeda estrangeira torna estas economias mais suscetíveis a eventos adversos que decorram, por exemplo, de uma desvalorização cambial ou da dificuldade de obter novos financiamentos. Em uma situação de mudanças negativas na percepção do mercado, o crédito do país é afetado e as taxas de juros tornam-se maiores, o que pode se tornar um círculo vicioso: o desequilíbrio fiscal

³⁸⁷ Sobre a amplitude do default, HORNBECK, J. F. *Argentina's Sovereign Debt Restructuring. CRS Report for Congress RL32637*, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2004.

³⁸⁸ FMI. *Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention*. Washington, D.C.: FMI, 2004, p. 6.

inicial diminui a margem de manobra para reduzir o impacto da crise, o que potencialmente gera pessimismo nos investidores, que atacam o valor da moeda local e, em consequência, a situação fiscal se deteriora ainda mais.³⁸⁹ Porções maiores da dívida pública fixadas em moeda estrangeira tornam, assim, o país mais propenso à incapacidade de pagamento, conforme seus instrumentos de amortizar choques sejam mais ou menos eficazes.

Por sua vez, os prazos de maturidade, definida como a data em que o pagamento é devido, determinam a sensibilidade a fatores contingentes, com o que se suporia ser a dívida de menor tempo de maturidade também menos suscetível à suspensão de pagamentos.³⁹⁰ Para países ainda em desenvolvimento, uma dívida pública com esta configuração, ainda que apresente problemas, é uma opção viável para manter as condições de financiamento do déficit, dadas as dificuldades de emissão de dívida de longo prazo se as condições de solvência não são tidas por confiáveis.³⁹¹ Paradoxalmente, no entanto, o excesso de obrigações de curto prazo requer a constante rolagem da dívida, o que nem sempre pode ser feito de maneira tranquila, dados, por exemplo, o aumento nas taxas de juros de curto prazo ou a elevação das restrições orçamentárias. Esta dificuldade de financiar o pagamento da dívida nem sempre indica problemas de solvência do Estado ou outras entidades públicas, podendo decorrer, também, de ausência de liquidez.³⁹² Independentemente, porém, do motivo que coloca em dúvida a rolagem, curtas maturidades se associam com uma maior frequência de crises de endividamento.³⁹³

Apesar de todas estas desvantagens, instrumentos de curto prazo e indexados a uma moeda estrangeira forte são, em contextos específicos, a única opção viável

³⁸⁹ Sobre o “equilíbrio ruim” entre aumentos nas taxas de juros de curto prazo, que conduzem a uma maior probabilidade de default, em decorrência do qual se estimula novo aumento nas taxas de juros, cf. CALVO, G. Servicing the Public Debt: the Role of Expectations. **American Economic Review**, Pittsburgh, vol. 78, n. 4, set. 1988, p. 647-661; KRUGMAN, P. Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crisis. **International Tax and Public Finance**, Nova Iorque, vol. 6, n. 4, nov. 1999, p. 459-472.

³⁹⁰ Para uma crítica da adoção da maturidade de curto prazo como forma de suprir deficiências na confiabilidade do devedor, cf. ALFARO, L.; KANCZUK, F. **Sovereign Debt: Indexation and Maturity**. Washington: Inter-American Development Bank, 2006, p. 9-11.

³⁹¹ BARRO, R. J. Optimal Debt Management and Nominal Debt. **NBER Working Paper 6197**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997.

³⁹² Crises de rolagem da dívida por dificuldades de liquidez ocorreram, por exemplo, nos casos mexicano, em 1995, e russo, em 1998. Cf. FMI. **Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention**. Washington, D.C.: FMI, 2004, p. 34.

³⁹³ CHANG, R.; VELASCO, A. Banks, Debt Maturity and Financial Crises. **Journal of International Economics**, Amsterdam, vol. 51, n. 1, jun. 2000, p. 169-194.

para economias emergentes sustentarem a confiança dos credores. Deste modo, uma interação constante entre os sistemas econômico e jurídico se dá pela tradução, em formas próprias e instrumentos juridicamente válidos, das alternativas economicamente disponíveis para a estruturação da dívida pública.

Era esse o quadro da composição da dívida argentina no período aqui considerado. Nota-se que a dívida pública total era marcadamente vulnerável à conjuntura externa após a desvalorização da moeda local: não apenas a dívida externa do setor público era suscetível a sua vinculação a uma moeda forte, mas também a dívida doméstica fora em grande parte fixada em dólares como garantia contra a desvalorização do peso. Este tipo de operação era possível como resultado do plano de convertibilidade, que permitia a bancos e a fundos de pensão conceder empréstimos indexados. Se, no início, esta autorização indicava um compromisso das instituições de crédito com a fiabilidade do novo regime cambial, no decorrer do tempo se mostrou uma fonte de instabilidade para o cumprimento dos contratos, quando os dólares não puderam ser pagos. Além disso, o cronograma de maturidade da dívida externa era extremamente concentrado, com dificuldades substantivas de financiamento no curto prazo em um cenário no qual se acumulavam juros cada vez maiores e limitações na capacidade de obter divisas pelas transações comerciais internacionais.³⁹⁴

As escolhas políticas e econômicas, que afetam os instrumentos de composição da dívida pública (no caso argentino, composta, em volumes relevantes, de obrigações indexadas e de curto prazo), contribuíram, igualmente, para que se formulassem as propostas de reestruturação. Este processo envolveu uma série de decisões sobre os grupos de credores em que recairiam os efeitos da suspensão dos pagamentos. Os instrumentos jurídicos da reestruturação da dívida pública podem ser compreendidos como a formalização e a tentativa de estabilização das decisões a respeito da distribuição dos prejuízos decorrentes dos novos termos de pagamento.

Esta distribuição dos prejuízos se classifica, formalmente, em três categorias: a dívida regularizada, cujo serviço foi continuado; a dívida não reembolsada sem reestruturação, que não é reestruturada e cujo serviço é interrompido; e a dívida não reembolsada a ser reestruturada, que corresponde aos instrumentos financeiros que sofrem alterações formais.³⁹⁵ Esta última categoria se divide, ainda, entre duas

³⁹⁴ LISCHINSKY, B. The Puzzle of Argentina's Debt Problem: Virtual Dollar Creation?. In: TEUNISSEN, J. J.; AKKERMAN, A. (Eds.). **The Crisis that was not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalization**. Haia: FONDAD, 2003, p. 83.

³⁹⁵ A terminologia não é uniforme. Optou-se pela tradução referente aos termos mais usualmente encontrados, que são, respectivamente, *performing debt*, *non-performing debt not to be restructured* e *non-performing debt to be restructured*.

subcategorias, correspondentes à reestruturação do principal e a de juros vencidos e vincendos, mas ainda não pagos (PDI, da sigla em inglês para *past due interest*). Entre estas três classes se distribuíram, inicialmente, os diferentes grupos de credores.

No início das negociações da reestruturação, o governo argentino tentou preservar da redução dos pagamentos algumas classes que considerava mais colaborativas com os esforços do governo, além de apresentarem complexidades maiores para a revisão dos montantes devidos em razão da interpretação de sua precedência no direito ao recebimento dos pagamentos. Assim se situavam os títulos BODEN, emitidos como compensação ao setor financeiro (bancos e depositantes) pela desvalorização do peso, os empréstimos perante instituições financeiras multilaterais como o FMI e o Banco Mundial, operações de crédito garantidas em tentativas anteriores de reestruturação, e os títulos das dívidas provinciais assumidas pelo governo central.³⁹⁶ Isto não significa que estes credores não tenham enfrentado reduções nos créditos, tendo em vista que houve perdas substantivas em títulos “precificados” nos anos de 2001 e 2002, mas apenas que estes valores foram mantidos durante a renegociação posterior.

O crédito malparado se identifica, portanto, com as duas segundas categorias, referentes às obrigações inexecutadas. À dívida não reembolsada sem reestruturação pertenciam a dívida bilateral, a dívida com bancos comerciais e os juros incidentes sobre estas obrigações. A seu turno, a dívida não reembolsada a ser reestruturada se compunha do principal, isto é, do valor de face dos títulos que não haviam sido pagos desde a moratória em 2001, e de parte do PDI relacionado a estes títulos, calculados até 2004. A dívida para a qual não se apresentou, até aquele momento, proposta de reestruturação, envolvendo o Clube de Paris e bancos comerciais, se aproximava de US\$7 bilhões, ao passo que os títulos a serem reestruturados valiam US\$104,1 bilhões. Nesta última categoria, o principal era calculado em US\$81,2 bilhões, e o PDI, em US\$22,9 bilhões. A complexidade do programa de reestruturação da dívida mobiliária era tamanha que abrangia 152 tipos diferentes de títulos.³⁹⁷

Conduzir esta proposta ao longo do tempo se mostrou uma tarefa das mais trabalhosas, sobretudo pelas dificuldades de coordenar os interesses dos credores para chegar a uma solução satisfatória à economia argentina e aos recebimentos de ao menos parte dos pagamentos pelos credores de uma dívida que se dizia impagável.

³⁹⁶ A Victory by Default? **The Economist**, 3 mar. 2005; HORNBECK, J. F. Argentina's Sovereign Debt Restructuring. **CRS Report for Congress RL32637**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2004.

³⁹⁷ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Securities and Exchange Commission. **Form 18-K, Annual Report of the Republic of Argentina**, Washington, D.C., 30 set. 2011.

De modo a embaralhar ainda mais um quadro já complexo, a percepção de que era o próprio governo argentino que agia de forma desleal ao não empreender esforços suficientes para evitar o default multiplicou os conflitos.³⁹⁸ Da parte dos credores, não havia clareza sobre o tratamento que receberiam e sobre o comportamento do governo, cujo encaminhamento ou para uma solução negociada ou para uma oferta unilateral não era evidente. Já se delineava, porém, que os credores não seriam todos tratados da mesma forma; ao contrário, o cenário da reestruturação era de fragmentação do tratamento jurídico aplicável para mais de uma centena de títulos públicos denominados em sete moedas distintas e submetidos a oito jurisdições territoriais diferentes, com configurações contratuais que não coincidiam.

Antes de iniciar as negociações com os credores privados, o governo argentino buscou, a partir de 2001, um acordo com o FMI para que, refeitas as relações com ele, se pudesse dar maior credibilidade às futuras ofertas aos credores privados e ao Clube de Paris. Esse acordo era necessário para orientar como se reestabeleceriam as condições de crescimento da economia argentina, ao mesmo tempo em que se garantiria superávit suficiente para que a dívida renegociada fosse futuramente paga. Posto em prática o acordo com o Fundo, deu-se sequência à proposta apresentada pelo governo argentino aos detentores dos títulos públicos, em 2003, na reunião do Fórum Econômico Mundial nos Emirados Árabes Unidos. A assim chamada Proposta de Dubai, ainda que não houvesse sido suficientemente detalhada, foi entendida como uma oferta para pagar 25 centavos a cada dólar do valor nominal, sem reconhecimento do PDI – o que representaria um cancelamento que poderia chegar a 90% do valor atualizado dos títulos.³⁹⁹ A seu turno, o governo argentino alegava que a proposta era consistente com o compromisso de 3% de superávit primário acertado com o Fundo – confirmando a suspeita de que a fixação do resultado acabaria por funcionar como um teto aos esforços fiscais do setor público. A Proposta de Dubai foi objeto de críticas tanto da parte dos credores afetados como do próprio FMI, que passou a sugerir maior boa-fé e uma oferta mais condizente com a real situação argentina, em seu entender capaz de superávits maiores. Nesta etapa começaram a se observar, nos Estados Unidos e sob sua lei interna, os primeiros pedidos judiciais para o sequestro de bens argentinos situados naquele país.

³⁹⁸ PORZECANSKI, A. C. From Rogue Creditors to Rogue Debtors: Implications of Argentina's Default. *Chicago Journal of International Law*, Chicago, vol. 6, n. 1, jan. 2005, p. 323-4.

³⁹⁹ A insatisfação dos governos inglês, italiano e japonês, que representam cerca de 35% dos votos do FMI, foi formalmente registrada. Cf. HORNBECK, J. F. Argentina's Sovereign Debt Restructuring. *CRS Report for Congress RL32637*, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2004, p. 7-8.

A resistência à Proposta de Dubai pelos credores e pelo próprio FMI, também ele credor da Argentina, exigiu novas negociações. A exigência do Fundo era que fosse apresentada uma oferta aceitável a uma grande maioria de detentores de títulos (algo como 80%), mas determinados grupos de credores já manifestavam, nesta etapa, sua intenção de não aceitar qualquer outra oferta e recorrer à via judicial para executar as obrigações financeiras. A complexa litigância que se formou em torno do tema, observada em perspectiva, pode ter suas origens atribuídas aos problemas de coordenação notados nestas fases iniciais da reestruturação. Algumas das características mais comuns das reestruturações atuais, tais como a assistência do FMI e uma alta adesão de credores, não chegaram a se estabelecer no caso aqui estudado, nesta fase inicial.

O impasse, após idas e vindas, se concluiu com uma oferta unilateral de Buenos Aires protocolada em 10 de junho de 2004 na Comissão de Títulos e Câmbios dos Estados Unidos (SEC, da sigla em inglês para *U.S. Securities and Exchange Commission*), órgão do governo norte-americano responsável pela regulação dos valores mobiliários. A estratégia argentina dava sinais mais claros de que as conversas com os credores estavam interrompidas. Além de haver suspendido o acordo com o FMI, no âmbito interno foi aprovada a *Ley Cerrojo*,⁴⁰⁰ que proibia o governo de reabrir, em termos mais vantajosos, o processo de troca dos títulos reestruturados. Agora ou nunca, era a mensagem enviada aos investidores financeiros, esperando-se com isso uma alta adesão à oferta. A conversão se processaria sobre parte do valor de face dos títulos mais o PDI (o que ultrapassava 102 bilhões de dólares), o prazo de resolução seria extenso (ao longo de três anos) e o valor recuperado pelos credores, significativamente pequeno (em torno de 30% do valor de face atualizado). Apesar da proibição legal de futuras ofertas, 24% dos credores recusaram a proposta e passaram a compor a classe residual dos não aderentes, também conhecidos como *holdouts*.⁴⁰¹

A baixa adesão à oferta de 2005 impediu que se superasse a fase da reestruturação. Os títulos em litígio mais a dívida com o Clube de Paris e com o FMI exigiram novas medidas, como o pagamento total das obrigações com o Fundo. Restava, porém, a dívida com os países do Clube de Paris, cujo adimplemento fora prometido para 2010, e a disputa com os credores resistentes – com os quais, apesar

⁴⁰⁰ Lei 26.017, de 9 de fevereiro de 2005.

⁴⁰¹ As informações podem ser encontradas em HORNBECK, J. F. *Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts"*. **CRS Report for Congress R41029**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2013.

do discurso de enfrentamento assumido pelo governo argentino, alguma tentativa de pacificação deveria ocorrer. Resolver esta parte importante da dívida pública era uma condição para o retorno da Argentina aos mercados financeiros internacionais e para retomar as possibilidades mais amplas de financiamento por meio de operações de crédito externo, então basicamente restritas à venda direta de títulos ao governo da Venezuela. Com reservas internacionais recompostas, crescimento econômico e saldo comercial positivo, as condições para reestruturar a parte da dívida ainda em disputa eram mais favoráveis. Em 2009 foi suspensa a parte da *Ley Cerrojo* que impedia novas ofertas de troca dos títulos e a nova proposta foi oficialmente apresentada à SEC no final daquele ano. Em meados de 2010 iniciou-se a segunda reestruturação da década, estimando-se que, caso se contasse com 60% de adesão nesta fase, 90% da dívida não reembolsada desde a moratória de 2001 teria sido reestruturada. Este patamar seria suficiente para que o país exibisse novamente sua credibilidade, caso, no entanto, o procedimento seguido tivesse sido o usual, por meio de negociações. Como o caso envolvia ofertas unilaterais, mesmo uma adesão maior do que aquela tida como necessária (agora 91,3% dos credores haviam aderido) não foi suficiente para afirmar a capacidade de pagamento do país e evitar novas suspensões futuras, sobretudo porque havia muitas dúvidas sobre o resultado jurídico da disputa com o resíduo de credores resistentes às ofertas governamentais.

É frequente que esses credores atuem em defesa de seus interesses por meio de pedidos judiciais que determinem a execução do patrimônio do Estado localizado no exterior, e não foi diferente no caso argentino. No entanto, o regime jurídico da dívida pública em disputas internacionais é fragmentado, com conceitos incertos e superposição de jurisdições. Saber operar suas inconsistências pode ser uma vantagem relativa para alguma das partes do processo, como o foi para os assim chamados fundos abutres, cuja denominação em inglês, *vulture funds*, ironiza o comportamento predatório de investidores especializados em adquirir títulos com valor real significativamente menor do que o valor nominal (por assim dizer, carcaças financeiras) e, em seguida, pleitear o pagamento integral. Estes são fundos de cobertura ou de investimento (*hedge funds* ou *private equity funds*, normalmente) cujo comportamento estratégico, de caráter especulativo e de alto risco, consiste inicialmente, entre outras práticas, em não subscrever as ofertas de troca de títulos públicos. Ameaçando o sucesso da reestruturação, sua adesão pode ser recompensada com prêmios maiores. Ocorre, também, que recorram à litigância judicial para obter reembolso integral do valor ao par dos títulos (isto é, pelo seu valor de face), a despeito da maioria dos outros credores ter aceitado cancelamentos

significativos. Conquanto não seja novo e já tenha sido enfrentado em diferentes foros com respostas distintas, o comportamento não cooperativo dos credores resistentes expõe desafios constantes das reestruturações: a coordenação de interesses de todas as partes, a necessidade da ação coletiva e os incentivos institucionais para a cooperação.

4.4. A ATUAÇÃO JUDICIAL DOS CREDORES RESISTENTES

A judicialização promovida por credores residuais da Argentina contra aquele Estado em diferentes foros internacionais e nacionais permite, isolando algumas particularidades que incidem apenas no caso, compreender o problema da reestruturação da dívida com credores privados em duas instâncias de atuação: os tribunais arbitrais internacionais e a litigância em cortes internas. Os credores privados que resistiram às ofertas argentinas recorreram, de um lado, à disputa arbitral perante o Centro Internacional para a Arbitragem de Disputas sobre Investimentos (ICSID, do inglês *International Centre for Settlement of Investment Disputes*), que funciona sob o Banco Mundial, e, de outro, à Corte de Nova Iorque, cuja análise evidencia o cenário de desarticulação entre os locais de solução de controvérsias relativas à dívida pública externa.

4.4.1. A arbitragem internacional

Cortes arbitrais têm sido chamadas recentemente a enfrentar a questão da inexecução da dívida pública e sua exigibilidade nos termos inicialmente pactuados, particularmente pelas conexões que se estabelecem entre negócios com títulos públicos e os investimentos estrangeiros. O ICSID assumiu alguma importância como *locus* de solução das controvérsias da dívida pública pela via arbitral. A primeira reclamação a respeito do mais recente default argentino foi movida por cerca de 170.000 credores italianos em 2006, pleiteando por volta de cinco bilhões e meio de dólares em compensações.⁴⁰² O pedido, posteriormente renomeado como o caso *Abaclat*,⁴⁰³ serve, ainda que não decidido no mérito, de importante precedente sobre a competência do ICSID em matéria de proteção de credores de títulos públicos, pois o inadimplemento argentino teria violado acordo bilateral de investimentos (BIT, para *bilateral investment treaty*).

⁴⁰² MANDER, B. New Tack on Argentina Debt. **Financial Times**, 28/09/2006.

⁴⁰³ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011.

Como o caso mais importante sobre arbitragem internacional de títulos da dívida pública, os complexos impactos do *Abaclat* na maneira como os Estados negociam alterações nos pagamentos de suas obrigações financeiras, ainda que não possam ser completamente previstos, apreciados, permite avaliar alguns aspectos mais relevantes a propósito de sua relação com a preferência por soluções negociadas e coordenadas entre as partes. Os fatos que conduziram à disputa em curso serão expostos conforme elaborado pela decisão do ICSID na decisão em que afirmou sua competência sobre a matéria disputada.⁴⁰⁴

Muito da dívida externa argentina se compunha de títulos em mãos de investidores italianos.⁴⁰⁵ Seguindo uma resolução da Associação de Bancos Italianos, oito grandes instituições⁴⁰⁶ formaram a *Associazione per la Tutela degli Investitori in Titoli Argentini*, também conhecida por *Task Force Argentina* (TFA). Esta associação, organizada sob a lei civil italiana, teve por finalidade representar seus membros nas negociações com o governo de Buenos Aires.⁴⁰⁷ Algum tempo depois, em janeiro de 2004, a TFA se associou ao Comitê Global de Detentores de Títulos Argentinos (GCAB, da sigla em inglês para *Global Committee of Argentina Bondholders*), fundado por dois outros grandes grupos, a *Argentine Bond Restructuring Agency* e o *Argentine Bondholders Committee*, além de dois outros bancos japoneses (Tokyo-Mitsubishi e Shinsei).⁴⁰⁸ O propósito do GCAB é coordenar a ação de seus membros diante das propostas argentinas.

Após a divulgação da primeira oferta de troca em 2004, abriu-se a oferta em 14 de janeiro de 2005, encerrada em 25 de fevereiro do mesmo ano.⁴⁰⁹ De acordo com os termos de reestruturação, algumas séries de títulos cujo pagamento havia sido suspenso seriam convertidas sob condições diferentes, como já se viu, proposta

⁴⁰⁴ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011.

⁴⁰⁵ Aproximadamente US\$13,5 bilhões de um total de US\$137 bilhões. Os detentores italianos dos títulos argentinos eram aproximadamente 600.000 pessoas (**Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011, §§ 63-64).

⁴⁰⁶ Banca Antonveneta, Banca Intensa, Banca Sella, BNL, Iccrea Banca, Monte dei Paschi di Siena, San Paolo e UniCredito (**Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011, § 65).

⁴⁰⁷ Informações sobre o estatuto desta associação estão disponíveis em <http://www.tfargentina.it/chisiamo.php>.

⁴⁰⁸ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, § 72.

⁴⁰⁹ Registrada como Form 18-K/A, U.S. Securities and Exchange Commission.

que 76,15% dos detentores de títulos haviam aceitado,⁴¹⁰ sem que entre eles se encontrassem os membros do TFA, que, em 2006, acusaram o governo de ter agido unilateralmente e de má fé.⁴¹¹

A alegação era de que o processo de reestruturação representara a expropriação de investimentos italianos, além da falta de tratamento justo e equitativo a estes credores, que se encontrariam em situação mais desfavorável do que outros, em violação ao acordo de investimentos existente entre Argentina e Itália, firmado em 22 de maio de 1990. Na falta de solução amigável, o TFA obteve o mandato de seus membros para iniciar procedimento arbitral no ICSID. Em abril de 2010, o governo argentino promoveu outra oferta de troca, oferecendo novos títulos para afastar a causa do litígio, propondo, em alguns casos, até pagamentos em espécie.⁴¹² Alguns credores entenderam que esta segunda reestruturação dos títulos não cumpridos constituía nova medida unilateral, à medida que o crédito não seria pago em sua totalidade, mas ao final aderiram à oferta e retiraram-se do pedido de arbitragem.⁴¹³ Não foi o que todos fizeram, e alguns ainda insistiram na atuação do ICSID para resolver a controvérsia. O número de reclamantes diminuiu, porém, para sessenta mil.⁴¹⁴

Ainda que não haja decisão de mérito do caso em questão, fundadas as alegações no argumento de ausência de tratamento justo e equitativo e de violação ao acordo entre ambos os países envolvidos, o Tribunal firmou importante precedente quanto à própria competência sobre disputas de investimentos relativos a títulos da dívida pública. Esta decisão é singular em muitos sentidos. É pertinente, nesta fase do trabalho, considerar a particularidade de muitos dos argumentos utilizados pelo Tribunal para vislumbrar suas implicações sobre os processos de reestruturação da dívida pública. Alguns dos aspectos processuais não serão estendidos, ainda que tenham relevância, tal como a reclamação em massa em procedimentos arbitrais, dada a imensa quantidade de autores.⁴¹⁵

⁴¹⁰ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, § 80.

⁴¹¹ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, § 84.

⁴¹² Exchange Offer Prospectus (Exh. C-999B).

⁴¹³ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, §92-7.

⁴¹⁴ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, § 216.

⁴¹⁵ Para uma análise desta questão, cf. DONOVAN, D. Case Comment: *Abaclat and Others v. Argentine Republic* as a Collective Claims Proceeding. **ICSID Review**, Washington, D.C., v. 27,

Um dos pontos mais pertinentes e controvertidos do caso *Abaclat* é o conceito de investimento estrangeiro, e sua extensão à aquisição de títulos da dívida pública. Sobre este conceito é que o ICSID afirmou sua competência para decidir a questão. Assim, para que se reconheça a legitimidade dos credores italianos para obter uma decisão arbitral é preciso que tenha havido um rompimento do acordo bilateral relevante. De fato, a proliferação dos BITs a partir da década de 1980 conferiu ao ICSID posição proeminente na solução de controvérsias entre Estados e investidores estrangeiros. O artigo 25(1) da Convenção de Washington confere-lhe competência *ratione materiae* para qualquer disputa de natureza jurídica diretamente decorrente de um investimento entre um Estado e um nacional de outro Estado.⁴¹⁶ Deve haver, no entanto, consentimento das partes para submeter a disputa à jurisdição do ICSID, que fica confinada, portanto, dentro destes limites: a controvérsia deve ser originária de uma violação da proteção do investimento, e as partes devem concordar em submetê-la ao procedimento arbitral.

Ao passo que o único requisito formal do consentimento é que ele seja escrito, há várias formas de manifestá-lo. Estas formas podem ser classificadas em contratuais e não contratuais. Quanto às contratuais, o Estado manifesta diretamente sua concordância com a arbitragem em um instrumento escrito cujo teor é pactuado com o investidor, ao passo que as formas não contratuais referem-se às situações em que o consentimento estatal é determinado em lei, em acordo bilateral ou outro acordo.⁴¹⁷ O BIT entre Argentina e Itália autoriza o recurso à arbitragem após consultas amigáveis e o recurso às vias internas de solução de conflitos.⁴¹⁸ A disputa

n. 2, 2012, p. 261-27; STRONG, S. Mass Procedures as a Form of “Regulatory Arbitration” – *Abaclat v. Argentine Republic* and the International Investment Regime. **The Journal of Corporation Law**, Iowa, v. 38, n. 2, 2013.

⁴¹⁶ No original, “[t]he jurisdiction of the Centre shall extend to any legal dispute arising directly out of an investment, between a Contracting State (or any constituent subdivision or agency of a Contracting State designated to the Centre by that State) and a national of another Contracting State, which the parties to the dispute consent in writing to submit to the Centre. When the parties have given their consent, no party may withdraw its consent unilaterally” (ICSID. **Convention on the Settlement of Investment Disputes between States and Nationals of Other States (1965)**). Washington, D.C.: ICSID, 2016, p. 18).

⁴¹⁷ REED, L.; PAULSON, J.; BLACKABY, N. **Guide to ICSID Arbitration**. Haia: Kluwer Law International, 2011, p. 35.

⁴¹⁸ O artigo 8(3) do acordo estabelece que “[o]ve tra una Parte Contraente ed investitori sussista ancora controversia, dopo trascorso un periodo di 18 mesi dalla notifica di inizio di una azione avanti le magistrature nazionali indicate al paragrafo 2, tale controversia potrà essere sottoposta ad arbitrato internazionale” (**Accordo fra la Repubblica Italiana e la Repubblica Argentina sulla Promozione e Protezione degli Investimenti, 22/5/1992**) Não há tradução oficial para o inglês.

pode ser iniciada no ICSID ou num tribunal *ad hoc* que siga as regras da UNCTRAL (*United Nations Commission on International Trade Law*).⁴¹⁹ Dada certa imprecisão sobre as formas de manifestação do consentimento escrito, o próprio BIT, prevendo a via arbitral, pode ser entendido como uma oferta do Estado para resolver a disputa por este caminho; considera-se a proposta aceita quando a outra parte efetivamente solicita a instauração dos procedimentos perante o Centro.⁴²⁰ Sendo, no caso *Abacat*, inequívoco que ambas as partes contratantes concordaram com esta maneira de resolver eventuais controvérsias, a questão da competência gira em torno do próprio conceito de investimento: as reclamações a respeito do descumprimento do estabelecido nos títulos argentinos fica sujeita às regras de proteção dos investidores estrangeiros?

A Argentina tentou, nesta fase, encerrar a disputa afirmando que não houvera violação do acordo bilateral. As alegações italianas diriam despeito a disputas surgidas de violações contratuais (isto é, do firmado nos títulos públicos), e não do acordo.⁴²¹ Este argumento suscita uma importante distinção entre disputas contratuais e outras originadas do rompimento de tratados. Os credores italianos apenas estariam protegidos se os danos sofridos houvessem se originado de violações do acordo bilateral ou se este acordo contivesse cláusulas guarda-chuva (*umbrella clauses*) que permitissem uma interpretação ampla o suficiente para abarcar outras obrigações contraídas pelo Estado.⁴²² Estas cláusulas de aplicação geral não estão contidas no BIT Argentina-Itália, portanto a discussão está centrada em ter havido rompimento de um contrato ou do tratado em si.

O Centro considerou que o default argentino representou uma quebra de contratos, mas não exclusivamente. A oferta de troca não se resumiu a este tipo de violação: a modificação unilateral dos pagamentos valeu-se de um ato de soberania: “o que a Argentina fez, fez baseada no seu poder soberano; [a oferta] não é baseada nem deriva de um argumento ou mecanismo contratual”.⁴²³ Em outras

⁴¹⁹ Artigo 5(a)(b), **Accordo fra la Repubblica Italiana e la Repubblica Argentina sulla Promozione e Protezione degli Investimenti**, 22/5/1992.

⁴²⁰ **Abacat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, § 258.

⁴²¹ **Abacat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, § 316.

⁴²² YANNACA-SMALL, K. Interpretation of the Umbrella Clause in Investment Agreements. **OECD Working Papers on International Investment**, Washington, D.C., n. 3, 2006, p. 1-29.

⁴²³ **Abacat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, § 323. No original, “what Argentina did, it did

palavras, ao reestruturar sua dívida externa, o governo argentino acabaria por violar contratos, mas o fazia usando de seu poder soberano como um Estado que alegava insolvência. As reclamações não se fundavam, portanto, apenas em princípios obrigacionais. O ICSID reforçou a perspectiva de que as obrigações originadas da dívida pública, conquanto não sejam matéria de exclusiva soberania nacional, como afirmava a Doutrina Drago, apresentam características próprias, que não permitem dizer de um exclusivo regime jurídico privado. A consequência desta abordagem é que a disputa não versando, *prima facie*, sobre inadimplementos contratuais, ela estaria provavelmente relacionada a uma violação do acordo bilateral. A discussão que o Centro passou a travar, portanto, foi a própria noção de investimento, nos termos do acordo.

Na tradução não oficial do BIT Argentina-Itália, investimento é definido como qualquer entrega de ativos investidos ou reinvestidos por indivíduos ou empresas de uma parte ao território de outra parte, em conformidade com a ordem jurídica desta última.⁴²⁴ A definição é, em certa medida, tautológica, mas a seguir o acordo prevê uma lista não limitativa de exemplos, dentre os quais a letra “c” faz referência a “títulos, instrumentos financeiros públicos ou privados ou quaisquer outros direitos a prestações e serviços que tenham valor econômico, incluindo receitas capitalizadas”.⁴²⁵

Apesar do teor do acordo, a Argentina apoiou-se em três argumentos para sustentar que a aplicação de recursos em títulos da dívida não constituía investimentos: i) a definição estabelecida no caso *Salini* não havia sido, no caso, satisfeita; ii) não houve transferência de ativos para o território argentino; e iii) a aquisição dos títulos não havia sido feita em conformidade com a lei argentina.

based on its sovereign power; it is neither based on nor does it derive from any contractual argument or mechanism”.

⁴²⁴ Como citado em **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, §336, o artigo 1(1) do BIT define que investimento é “any conferment of asset invested or reinvested by an individual or corporation of one Contracting Party in the territory of the other Contracting Party, in compliance with the laws and regulations of the latter party”. No original em italiano, “per investimento si intende, conformemente all’ordinamento giuridico del Paese ricevente ed indipendentemente dalla forma giuridica prescelta o da qualsiasi altro ordinamento giuridico di riferimento, ogni conferimento o bene investito o reinvestito da persona fisica o giuridica di una Parte Contraente nel territorio dell’altra, in conformità alle leggi e regolamenti di quest’ultima”.

⁴²⁵ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/8/2011, §336. No original, “obbligazioni, titoli pubblici o privati o qualsiasi altro diritto per prestazioni o servizi che abbiano un valore economico, come altresì redditi capitalizzati”.

O precedente citado é o caso *Salini*, decidido pelo ICSID em 2004. Aí se fixaram alguns critérios substantivos para a delimitação conceitual de investimentos, tais como a exigência de contribuições da aplicação aos investidores, certa duração do contrato e a contribuição ao desenvolvimento econômico do Estado recipiente.⁴²⁶ O segundo argumento, qual seja, o de que não havia suficiente conexão física e jurídica com seu país, se apoiava na circunstância de não terem os credores italianos transferido dinheiro ao território da Argentina, tendo comprado seus títulos em bancos italianos.⁴²⁷ A conexão territorial seria, pois, remota. Finalmente, aduziu-se que algumas das provisões da venda dos títulos promovida pelos referidos bancos seriam ilícitas, tendo violado a boa-fé contratual e diversas normas europeias que restringem a venda de títulos públicos no varejo.⁴²⁸

O ICSID, no entanto, alterou, no caso *Abaclat*, a linha de atuação que havia estabelecido no caso *Salini*. Para definir um ato como investimento, os critérios materiais anteriores foram substituídos por um teste de duas etapas: para ser considerado como tal, é preciso que um investimento seja compatível com a definição fornecida pelo acordo aplicável e que esta definição corresponda ao significado contido na Convenção do ICSID.⁴²⁹ Consequentemente, tanto o consentimento expresso pelo Estado quanto a competência do Centro devem ser considerados. Esta definição é mais ampla que aquela trazida no caso *Salini*, fixando-se a competência para solução de controvérsias no consenso expresso pelas partes de que determinado ato será considerado, para os efeitos da proteção conferida pelo BIT, um investimento. Isto se corrobora com a disposição ampla conferida pela Convenção do ICSID ao tema, que não adota uma formulação restritiva e permite que as partes tenham um relevante espaço de negociação para inclusão de determinadas categorias no escopo de aplicação do acordo. Finalmente, a letra “c” do acordo entre Argentina e Itália prevê expressamente diversas modalidades de instrumentos financeiros os quais, ainda que não tenham as características apontadas no caso *Salini*, passaram a ser protegidos como investimentos por convenção das partes.⁴³⁰

⁴²⁶ **Salini Construttori S.p.A. and Italstrade v. Kingdom of Morocco**, ICSID, Case n. ARB/00/4, Decision on Jurisdiction, 23/7/2001, § 52.

⁴²⁷ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011, § 341.

⁴²⁸ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011 § 341 (iii).

⁴²⁹ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011, § 344.

⁴³⁰ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011, § 355.

Estas considerações permitiram ao Centro afirmar que a disputa em torno do inadimplemento dos títulos públicos argentinos pode se submeter às garantias do acordo bilateral aplicável, compatível tanto com este instrumento específico como com a Convenção de Washington, tomando em conta sua finalidade, que é a proteção de investimentos privados, mesmo que as restrições previstas pelo caso *Salini* não tivessem sido estritamente satisfeitas.

Os outros argumentos argentinos também foram discutidos pelo Centro. A propósito da territorialidade, a pergunta a ser feita era se recursos financeiros aplicados pelos credores italianos foram ou não colocados à disposição da Argentina de maneira a sustentar suas políticas econômicas e estratégias de desenvolvimento.⁴³¹ Sendo este o critério, considerou-se claro que o financiamento atraído pela venda dos títulos havia sido útil ao Estado que os emitira, a despeito da ausência de rigorosa conexão com seu território.

Em síntese, os padrões estabelecidos no caso *Abaclat*, ainda que não haja decisão de mérito, representam uma perspectiva de proteção ainda sem paralelos dos investidores estrangeiros que adquirem títulos de governos estrangeiros. Este cenário permite avaliar algumas de suas consequências para a maneira como Estados em crise passariam a reestruturar suas dívidas, havendo a perspectiva de uma decisão favorável aos credores pela via da arbitragem internacional.

A arbitragem internacional de conflitos originados do default do Estado tem, porém, precedentes relevantes. Também em relação a estes o caso *Abaclat* apresenta particularidades e pode ser considerado uma ampliação das proteções até então previstas para os detentores de títulos públicos. Não é nova, porém, a ideia de que a aquisição destes instrumentos financeiros pode ser entendida como modalidade de investimento e de que os credores atingidos dispõem de proteções no sistema internacional. O caso o *Fedax v. Venezuela* já havia tratado especificamente da proteção dos títulos públicos sob um acordo bilateral de investimentos.⁴³² Este caso tem mais proximidade com a proteção que os detentores de títulos italianos têm procurado contra a Argentina, uma vez que foi o primeiro em que a competência do ICSID foi acionada em razão de um litígio sobre a qualificação de certas transações financeiras como investimentos.

Em breve relato dos fatos, certos instrumentos de dívida em dólares norte-americanos foram emitidos pelo governo da Venezuela e atribuídos, por endosso,

⁴³¹ **Abaclat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n. ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4/08/2011, § 374.

⁴³² **Fedax NV v. Republic of Venezuela**, ICSID, Case n. ARB/96/3, 9/3/1998.

à Fedax, uma empresa constituída em Curaçao, território da Holanda. Alegava-se que a Venezuela não pagará nem o principal nem os juros das notas promissórias, o que não havia sido contestado pelo país emitente. A decisão do ICSID sobre a jurisdição teve de lidar com a situação legal de notas promissórias emitidas por um Estado soberano sob a proteção de tratados internacionais. O caso *Fedax* teve influência decisiva sobre a forma como o Centro compreende um investimento.⁴³³ Ele deu três passos para analisar o caso: decidir se um instrumento financeiro (público ou privado) pode ser protegido como um investimento exige o exame da Convenção do ICSID, do BIT relevante e da distinção de transações comerciais comuns.

Quanto à Convenção, afirmou-se que, segundo seus propósitos, deixa-se às partes significativa margem de autonomia para determinar quais as questões passíveis de arbitragem.⁴³⁴ O artigo 25(1) possibilita uma definição ampla de investimentos, que é, em última análise, definida pelas partes contratantes. Na segunda etapa, foi examinado se o BIT aplicável fazia referência à anuência necessária para submeter a controvérsia a uma decisão arbitral no ICSID. Com o Centro estabelecendo uma ampla noção de investimento, concluiu-se que as notas promissórias eram abrangidas por ele.⁴³⁵ Por último, mas não menos importante, foi necessário classificar as notas promissórias no âmbito de operações comerciais comuns (não abrangidas pela proteção da ICSID) ou sob uma disputa de investimento. O Centro fez uma distinção entre arranjos de curto prazo (capitais voláteis) e os de longa duração, indicando que a aquisição de tais instrumentos não visava lucro imediato. Por outro lado, eles envolveram certa duração e regularidade de ganhos, representando também decisões financeiras importantes para o desenvolvimento do Estado receptor.⁴³⁶ Também sob este último teste as transações seriam consideradas investimentos. A alegação do Estado de que os investimentos não foram feitos “no território” da República da Venezuela foi desconsiderada pelo ICSID, já que os fundos foram efetivamente transferidos para o país e disponibilizados para ele.

O caso *Fedax* reforçou comentários acadêmicos anteriores sobre a natureza dos investimentos, que também tinham sido estabelecidos no caso *Salini*: contribuição para o investidor, duração, risco e contribuição para o desenvolvimento do

⁴³³ “Since promissory notes are evidence of a loan and a rather typical financial and credit instrument, there is nothing to prevent their purchase from qualifying as an investment under the ICSID Convention in the circumstances of a particular case such as this” (*Fedax v. Venezuela*, ICSID Case n. ARB/96/3, Decision on Jurisdiction, jul. 11, 1997, §29).

⁴³⁴ **Fedax NV v. Republic of Venezuela**, ICSID, Case n. ARB/96/3, 9/3/1998, §§ 21-9.

⁴³⁵ **Fedax NV v. Republic of Venezuela**, ICSID, Case n. ARB/96/3, 9/3/1998, §§ 30-3.

⁴³⁶ **Fedax NV v. Republic of Venezuela**, ICSID, Case n. ARB/96/3, 9/3/1998, §§ 42-3.

Estado receptor. As decisões do ICSID não são vinculantes para casos futuros, então eles não constituem precedente estrito. No entanto, o caso *Fedax* pode exercer uma importante influência sobre o caso *Abaclat*, não só em aspectos jurisdicionais, mas também sobre o mérito, pois apenas uma minoria dos detentores de títulos italianos possui títulos de curto prazo. Como já foi observado anteriormente, a maioria dos títulos emitidos tem duração suficiente para ser compreendida como um investimento e não uma transação comercial normal, de acordo com o teste do caso *Salini*. Mas o caso *Fedax* manteve notável silêncio, no entanto, sobre uma questão importante levantada em *Abaclat*: ele não estabeleceu distinções entre as violações contratuais e de tratados, o que parece ser determinante para o sucesso das reivindicações dos detentores de títulos italianos. Foi mencionado acima que o Centro discutiu amplamente este tema, tendo em vista que reestruturações de dívidas não são meramente quebras contratuais, pois o Estado usou seu poder para determinar certas condições da renegociação. Por exclusão, a reestruturação argentina não pode ser considerada meramente contratual, mas pode envolver a violação do BIT aplicável. Esta distinção foi negligenciada no caso *Fedax*.

Assim, o caso *Fedax* tem semelhanças com o caso *Abaclat*, principalmente quanto ao respeito dos contratos e à aplicação da noção de investimento para títulos soberanos. Mas não se deve esquecer que o caso *Abaclat*, além de rejeitar teste do caso *Salini*, introduziu uma distinção de violações contratuais e de tratados que não foram abordadas em *Fedax*. Assim, o papel inovador do caso *Abaclat* não deve ser desconsiderado.

A despeito de ainda estar distante de uma decisão quanto ao mérito, decidido à complexidade da matéria e ao extenso número de credores, eventual decisão do ICSID favorável aos credores teria o potencial de reduzir fortemente a utilidade das cláusulas de ação coletiva e outras medidas destinadas a coordenar esforços de Estados e credores em direção a um acordo de reestruturação que solucione ou mitigue a crise de endividamento. Estender a proteção dos acordos bilaterais de investimento aos credores não participantes da negociação da dívida externa afetaria a percepção do risco nas decisões de investimentos, além de reduzir a flexibilidade das políticas adotadas diante do default ou de sua ameaça.

O recurso à arbitragem internacional pode se tornar um caminho mais correto para a solução de disputas envolvendo títulos da dívida pública caso a decisão do caso *Abaclat* reconheça o direito dos credores ao integral pagamento.⁴³⁷ A

⁴³⁷ O processo arbitral foi suspenso em 2011 após a solicitação argentina para desacreditar dois árbitros, mas o Centro decidiu voltar a se reunir em 2012 para discutir o caso. Isto foi

proteção do investimento em títulos sob o acordo bilateral faria da arbitragem uma via jurídica atraente para confrontar as pretensões do Estado que reestrutura sua dívida.

Apegando-se a esta possibilidade, os credores resistentes encontrariam em tribunais arbitrais internacionais, destacando-se o ICSID, o centro de gravidade de suas reclamações, em detrimento de outros credores e do Estado devedor, com a probabilidade de que os processos de reestruturação se tornassem ainda mais tumultuados. Com uma compreensão bastante ampla do que é um investimento internacional, a tendência é que se torne mais difícil obter acordos entre as diferentes partes para alterar as condições de pagamento dos títulos públicos, oferecendo-se a garantia do pagamento integral em cortes arbitrais e reduzindo, potencialmente, os incentivos para que se adira a uma oferta de reestruturação.

Reduzir o espaço das reações a um default da órbita de considerações econômicas objetivas e dos critérios políticos de negociação que valem para a ampla maioria dos credores aderentes, e ampliar os poderes da adjudicação, isso implicaria uma aplicação mais rígida de regras internacionais protetoras do investidor estrangeiro. A este respeito, os BITs geralmente preveem restrições ao tratamento mais favorável a determinados Estados ou grupos de investidores, contendo cláusulas de nação mais favorecida. Isto significa que os investidores têm o direito de não ter um tratamento mais desfavorável do que aquele que o Estado oferece a uma terceira parte. Se dois Estados firmam um acordo com este princípio, e um deles participa de outro acordo com um terceiro Estado em que os investidores são tratados de forma mais benéfica, estes benefícios se estendem ao primeiro acordo.

Este é um aspecto relevante do problema porque há fundamentos razoáveis para que um Estado em crise estabeleça diferenças entre seus credores.⁴³⁸ A importância da dívida interna na composição da dívida do Estado, por exemplo, pode

interpretado como uma legitimação do processo (BEES UND CHROSTIN, Jessica. Sovereign Debt Restructuring and Mass Claims Arbitration before the ICSID. **Harvard International Law Journal**, Cambridge, v. 53, n. 2, 2012, p. 516).

⁴³⁸ Há uma crescente literatura sobre o tema: PANIZZA, U. Is Domestic Debt the Answer to Debt Crisis?. *In*: HERMAN, B.; OCAMPO, J. A.; SPIEGEL, S. (Org.). **Overcoming Developing Country Debt Crises**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010; GORBUNOV, S. The Russian Federation: from Financial Pariah to State Reformer. *In*: HERMAN, B.; OCAMPO, J. A.; SPIEGEL, S. (Org.). **Overcoming Developing Country Debt Crises**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010; GELPERN, A.; SETSER, B. Domestic and External Debt: the Doomed Quest for Equal Treatment. **Georgetown Journal of International Law**, Washington, D.C., v. 35, n. 4, p. 795-814; FMI. **Sovereign Debt Restructuring Mechanism Further Considerations**. Washington, D.C.: FMI, 2002.

justificar um tratamento diferenciado aos credores domésticos, aos quais se asseguraria prioridade perante credores externos. De um ponto de vista econômico, o pagamento da dívida externa transfere para fora do país recursos que poderiam se mostrar úteis para contornar a crise financeira, justificando medidas diferenciadas. Além disso, um país pode reestruturar sua dívida tendo em consideração a moeda em que ela foi emitida, como fez a Rússia quando preservou os eurotítulos do processo de redefinição dos pagamentos iniciados após a crise de 1998.⁴³⁹ Neste sentido, a aplicação do princípio da nação mais favorecida tal como ele é entendido para os investimentos estrangeiros não é um padrão adequado para a dívida pública. Questiona-se mesmo que isso seja necessário, pois muitos instrumentos de endividamento já contêm cláusulas de vedação de privilégios creditórios, que, dentro de determinadas condições, constituem a promessa do Estado de que a ordem de pagamento dos credores seguirá critérios pré-estabelecidos – uma disposição comum na dinâmica dos mercados de títulos públicos.⁴⁴⁰ A este respeito, a abordagem até aqui conferida pelo ICSID às cláusulas da nação mais-favorecida não conferem, com clareza, proteção substancial aos investimentos.⁴⁴¹

Ao desestimular a adesão de credores aos processos de reestruturação da dívida, é possível prever um incremento no número de disputas levadas aos tribunais arbitrais, tornando-se mais custoso para o Estado chegar a um consenso com os credores sobre as ofertas de pagamento, diminuindo o volume de recursos disponíveis para outras atividades. Da mesma forma, o equilíbrio entre os poderes de negociação em jogo seria alterado, com os processos de saída das crises ganhando uma camada adicional de complexidade, adiando a recuperação econômica e atrasando o retorno do país aos mercados financeiros.⁴⁴² A depender de como o ICSID consolide os padrões de proteção dos detentores de títulos públicos, a distribuição dos riscos seria alterada *ex post*, de forma a potencialmente induzir os credores a assumir riscos excessivos.

⁴³⁹ GORBUNOV, S. The Russian Federation: from Financial Pariah to State Reformer. *In*: HERMAN, B.; OCAMPO, J. A.; SPIEGEL, S. (Org.). **Overcoming Developing Country Debt Crises**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010

⁴⁴⁰ BUCHHEIT, L.; PAM, J. The *Pari Passu* Clause in Sovereign Debt Instruments. **Emory Law Journal**, Atlanta, v. 53, s. n., 2004.

⁴⁴¹

⁴⁴² WAIBEL, M. Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration. **The American Journal of International Law**, Washington, D.C., v. 101, n. 4, 2007, p. 758.

4.4.2. A regulação judicial das renegociações da dívida pública

As estratégias de renegociação da dívida pública não podem deixar de considerar a possibilidade de recurso à via judicial por aqueles credores que, minoritariamente, não aderiram às ofertas de reestruturação. A solução judicial que atenda a demandas relativas à inexecução da dívida pública de forma a determinar o cumprimento dos contratos segundo suas condições judiciais, com pagamento imediato e integral, apresenta-se em relação dicotômica com os processos negociados de reescalamentos e reduções dos valores devidos pelo Estado. Isto porque, para os credores privados que optam pela execução das obrigações financeiras segundo suas definições originais, não são oponíveis os termos do acordo de reestruturação, que é justamente a matéria que questionam por dele não terem participado. Há, no entanto, reflexos de decisões judiciais de tribunais internos sobre as renegociações da dívida pública conduzidas em âmbito internacional. O mais recente caso dos *holdouts* contra a Argentina deve ser interpretado à luz desta perspectiva, a de que há uma acentuada distinção entre ambos os modos de solução de controvérsias entre os credores e o Estado devedor. Se tanto a reestruturação facultativa quanto o acesso a um tribunal interno constituem, de forma mais ampla, métodos pacíficos, a solução jurisdicional se apresenta, entretanto, como a mais conflitiva.⁴⁴³

A “corrida às cortes” é apresentada como uma forma de externalidade negativa nas renegociações da dívida pública e consiste na litigância iniciada por determinados credores com o propósito de recuperar a totalidade de seus créditos.⁴⁴⁴ Caso obtenham sucesso em executar bens do Estado devedor localizados no exterior de forma a assegurar o cumprimento de decisões que o condenem ao pagamento integral das obrigações, os efeitos ultrapassam os interesses exclusivos das partes processuais. Para os credores concordantes com as reestruturações, os encargos do adimplemento imediato das obrigações aos minoritários resistentes significa o aumento dos riscos de crédito sobre os pagamentos consensualmente modificados com uma maioria aderente.⁴⁴⁵ Se os regimes falimentares privados preveem critérios

⁴⁴³ Como a ela se refere ROBERT, E. Rééchelonnement de la Dette ou Règlement Judiciaire? Analyse de la Jurisprudence Interne et Internationale au Regard des Enjeux de la Renégociation de la Dette. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 609.

⁴⁴⁴ Segundo B. Barnett, S. Galvis e G. Gouraige, as consequências de litígios promovidos individualmente seriam ainda piores do que aquelas eventualmente feitas por todo o grupo de credores, “possibly precipitating an avalanche of litigation and hampering coordinated attempts at recovery or renegotiation of the debt” (On Third World Debt. **Harvard International Law Journal**, Cambridge, vol. 25, n. 2, 1984, p. 113).

⁴⁴⁵ Ver ROUBINI, N. Do We Need a New Bankruptcy Regime?. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, D.C., n. 1, 2002, p. 322-3.

de organização do acesso aos bens do devedor, a corrida para competitivamente alcançar o patrimônio público, descrita por Sachs como a *grab race* emergente em um cenário desregulamentado, pode, ainda, diminuir o valor dos ativos do Estado em moratória.⁴⁴⁶

Uma questão da maior relevância sobre a atuação dos tribunais nacionais em situações de repercussão internacional é, então, a lei aplicável, que determinará o foro competente. Os contratos internacionais mais significativos frequentemente contêm cláusula de eleição de foro que especifica as normas aplicáveis pela instância decisória escolhida, o que tem grande relevância no contexto internacional em obrigações marcadas por elementos de estraneidade.⁴⁴⁷ Em razão da importância da cidade de Nova Iorque nos mercados financeiros, as operações financeiras ali emitidas ficam tipicamente sujeitas a seu direito e a sua jurisdição, mesmo que muitas dessas operações tenham pouco envolvimento com aquele território além de sua emissão.

Uma das razões para esta escolha é a experiência daqueles tribunais com matérias relativas a dívida pública, e as cortes de Nova Iorque são interpretadas como uma base neutra capaz de conduzir os processos judiciais segundo um corpo estável e previsível de normas comerciais.⁴⁴⁸ Algo semelhante acontece com os tribunais ingleses, cuja independência e objetividade na análise de assuntos financeiros também situam aquele corpo de normas como opção tida por confiável nas transações comerciais e, por isso mesmo, um sistema jurídico familiar aos credores internacionais.⁴⁴⁹ Quando se opta pelo foro de Nova Iorque ou do Reino Unido para a solução

⁴⁴⁶ SACHS, J. Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, D.C., n. 1, 2002, p. 2.

⁴⁴⁷ Sobre aspectos mais gerais, cf. STEINER, H.; VAGTS, D. **Transnational Legal Problems**. Nova Iorque: The Foundation Press, 1976, p. 91.

⁴⁴⁸ “Considering New York City’s status as a leading international banking and trading centre, parties to na international agreement, eventhough having little or no connection with New York, often agree to submit to the laws and jurisdiction of New York. The reason is the ample experience of New York courts in dealing with these matters; New York is viewed as a *dorum* that, on a neutral basis, could manage a stable and sophisticated body of commercial law” (CARRILLO-BATALLA, V. *Conflicts of Laws in International Lending Transactions: Governing Law and Choice of Forum*. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 422).

⁴⁴⁹ “English law is often chosen because it provides a system of law which is sufficiently independent in the approach of its legal profession and judicature to give both borrowers and lenders confidence. (...) As a result of such factors, English law is a system of law with which international lenders have become familiar, avoiding the necessikty of a detailed investigation by the lenders into the relevant provisions of an unfamiliar system” (CATES, A.; ISERN-FELIU, S.

de controvérsias contratuais, faz-se também a opção por sistemas mais previsíveis em razão de uma certa prática consolidada, e se evitam, assim, os custos de investigação sobre o funcionamento de sistemas jurídicos cujas tendências são menos conhecidas. A preferência entre os credores é, portanto, pela eleição de algum desses foros, o que permite afirmar que não apenas o campo material em que já se manifestaram decisões sobre dívida pública é razoavelmente escasso em comparação com outras matérias, mas também suas fontes judiciais domésticas são bastante concentradas. O que sobressai do conjunto é a jurisprudência dos tribunais de Nova Iorque como corpo de referência jurisprudencial principal, seguida dos tribunais ingleses, em razão de sua importância como centros financeiros internacionais.⁴⁵⁰

A opção pela aplicabilidade destes sistemas jurídicos para a solução de disputas contratuais, se hoje tem se disseminado, encontrava algumas barreiras a partir da posição de Estados devedores que os consideravam demasiadamente associados aos interesses dos credores. Muitos países tradicionalmente se opunham à aplicação do direito de um Estado credor ou protetor de nacionais credores, mas passaram a rever esta posição principalmente depois da década de 1970, quando houve maior demanda por capital estrangeiro. Nesta categoria estão os países da América Latina, que tipicamente submetiam as obrigações financeiras à lei do Estado devedor, o que significava dizer a seu direito doméstico, como consequência da aplicação da Doutrina Calvo. Segundo esta doutrina, é vedado a um Estado tratar estrangeiros de forma diferente de seus nacionais, o que significa concretamente, para os contratos internacionais, que operações financeiras externas do Estado não podem estar sujeitas a lei diferente daquela aplicável às operações internas. Desse modo se consolidou certa prática, atualmente revista, de aplicar o direito interno às obrigações constitutivas da dívida externa. A partir da maior presença do capital estrangeiro, no entanto, esta posição foi mitigada em favor da aplicação do direito estrangeiro para obrigações perante instituições internacionais e bancos

Choice of Law and Site of Litigation in England. *In*: GRUSON, M.; REISNER, R. **Sovereign Lending: Managing Legal Risk**. Londres: Euromoney Publications, 1984, p. 71).

⁴⁵⁰ “(...) non seulement la jurisprudence relative au rééchelonnement de la dette est limitée, mais elle est essentiellement américaine, et de surcroît new-yorkaise. L’origine peut en être largement attribuée à l’importance de New York comme place financière internationale et le renvoi quasi systématique dans les contrats de prêts et d’emprunts aux juridictions de l’Etat de New York, les juridictions anglaises venant en seconde position” (ROBERT, E. Rééchelonnement de la Dette ou Règlement Judiciaire?: Analyse de la Jurisprudence Interne et Internationale au Regard des Enjeux de la Renégociation de la Dette. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 621).

comerciais.⁴⁵¹ Esta perspectiva mais flexível foi corroborada pela Convenção Interamericana sobre Direito Aplicável aos Contratos Internacionais, cujo artigo 7º define que o contrato rege-se pelo direito escolhido pelas partes.⁴⁵²

A nova conjuntura econômica internacional, com a presença maciça dos títulos públicos como instrumento de concessão de empréstimos aos países em desenvolvimento encontraria bases jurídicas mais estáveis se disciplinadas por normas já familiares a estes credores em particular, tais como o direito do estado de Nova Iorque, cuja corte federal já havia se pronunciado a respeito de reescalamentos da dívida pública no caso *Allied Bank*, de 1985.⁴⁵³ Este caso ilustra como um credor individual pode interferir e redefinir pagamentos negociados entre o Estado e os demais credores, e expõe as divergências estratégicas entre os grupos de credores que perseguem as renegociações e aquelas que optam pela solução judicial.

No caso mencionado, em agosto de 1981 o governo da Costa Rica, em razão de grave crise econômica, instituiu controles de transferência de capitais a título de pagamentos de juros ou amortização das dívidas contraídas em face de credores estrangeiros. Em novembro do mesmo ano o país iniciaria a negociação da dívida externa, o que afetou os pagamentos da dívida pública, incluindo as obrigações face a um consórcio bancário que agrupava trinta e nove membros. Os bancos sindicados postularam, na Corte Federal de Nova Iorque, o pagamento integral do principal e dos juros dos bilhetes que portavam, mas foi decidido, então, que uma decisão favorável obrigaria à realização de pagamentos em sentido contrário à determinação do governo costa-riquenho, o que poderia interferir até mesmo nas relações diplomáticas do governo americano com aquele país.⁴⁵⁴ Após o início das negociações, estes bancos chegaram a um acordo, com exceção de um, o *Fidelity*

⁴⁵¹ MEGLIANI, M. **Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation**. Heidelberg: Springer, 2015, p. 193-196.

⁴⁵² **Convenção Inter-Americana sobre Direito Aplicável aos Contratos Internacionais**, de 17/3/1994.

⁴⁵³ Há decisões relativas a diversos processos com o consórcio *Allied Bank*, mas a principal delas é a decisão final, referida como **Allied Bank v. Banco Credito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985. Ver também ROGOFF, K.; ZETTELMEYER, J. *Bankruptcy Procedures for Sovereigns: a History of Ideas, 1976-2001*. **IMF Staff Papers**, Washington, D.C., v. 49, n. 3, 2002, p. 475.

⁴⁵⁴ No original, “[a] judgment in favor of Allied in this case would constitute a judicial determination that defendants must make payments contrary to the directives of their government. (...) Such an act by this court risks embarrassment to the relations between the Executive Branch of the United States and the Government of Costa Rica” (**Allied Bank v. Banco Credito Agrícola de Cartago**, United States District Court, Second District, 8/7/1983, p. 566).

Union Trust of New Jersey, representado pelo banco Allied Bank. Sobre a resistência deste único banco, decidiu a Corte que “enquanto as partes podem concordar em renegociar as condições de pagamento, a obrigação de pagar subjacente permanece válida e executável”.⁴⁵⁵ Ao afirmar que as proteções aos devedores garantidas pelo Capítulo 11 do Código Falimentar dos Estados Unidos (*US Bankruptcy Code*) não se aplicam a Estados nacionais, a decisão do Tribunal foi ainda além: “a tentativa unilateral do governo da Costa Rica de repudiar obrigações privadas e comerciais é inconsistente com a resolução ordenada dos problemas internacionais da dívida”.⁴⁵⁶

A manifestação jurisdicional local de Nova Iorque deixou, neste caso, de esclarecer como permitir a livre atuação do credor resistente para barganhar sua adesão contribuiria para a resolução ordenada dos problemas internacionais da dívida, expondo como decisões nacionais, no âmbito da competência jurisdicional de cada Estado, podem estimular a ação descoordenada entre os credores, conferindo respaldo ao comportamento que exacerba as dificuldades de uma ação articulada. O critério decisório, no entanto, pode ser identificado com o princípio da relatividade dos contratos, cujos efeitos se estendem aos credores que voluntariamente consentiram com a novação contratual, e não aos terceiros não aderentes. Neste sentido, a decisão do caso Allied Bank é fundamental ao afirmar os direitos dos credores e a recusar a interferência do Estado sobre o equilíbrio contratual por via de uma declaração de moratória.⁴⁵⁷ E, assim, que é do interesse americano a garantia de pagamento nos Estados Unidos em dólares americanos dos contratos sujeitos à jurisdição dos Estados Unidos, de acordo com princípios do direito contratual.⁴⁵⁸

⁴⁵⁵ **Allied Bank v. Banco Crédito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985, p. 519. No original, “[w]hile parties may agree to renegotiate conditions of payment, the underlying obligations to pay nevertheless remain valid and enforceable”.

⁴⁵⁶ **Allied Bank v. Banco Crédito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985, p. 522. No original, “[t]he Costa Rican government’s unilateral attempt to repudiate private, commercial obligations is inconsistent with the orderly resolution of international debt problems”.

⁴⁵⁷ Sobre os critérios das decisões da Corte Federal de Nova Iorque, no caso Allied Bank e outros, cf. ROBERT, E. Rééchelonnement de la Dette ou Règlement Judiciaire? Analyse de la Jurisprudence Interne et Internationale au Regard des Enjeux de la Renégociation de la Dette. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 619.

⁴⁵⁸ “The United States has an interest in ensuring that creditors entitled to payment in the United States in United States dollars under contracts subject to the jurisdiction of the United States courts may assume that, except under the most extraordinary circumstances, their rights will be determined in accordance with principles of contract law” (**Allied Bank v. Banco Crédito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985, p. 767).

No período concomitante e posterior à crise argentina, a litigância judicial de credores resistentes a propostas de reestruturação reavivou o problema dos *holdouts*, cujo comportamento pode induzir a rupturas nos processos de renegociação.⁴⁵⁹ No caso *NML Capital*, o resíduo de credores que não consentiram com as últimas propostas de reestruturação, entre os quais o *hedge fund* NML Capital, provocou as instâncias judiciais de Nova Iorque, foro competente para os títulos que haviam adquirido, a se pronunciar sobre a reestruturação argentina. A primeira decisão mais relevante a esse respeito data de dezembro de 2011, que proibiu a Argentina de promover qualquer forma de discriminação dos *holdouts* em favor daqueles que haviam aceitado as propostas de reestruturação.⁴⁶⁰ Colocadas em termos de alguma violação da igualdade entre todos os credores, a existência de pelo menos um credor resistente às propostas de reestruturação demonstra a diferença de tratamento sistemático entre as instâncias multilaterais de renegociação, cujo objetivo é chegar a algum consenso majoritário sobre as modificações das condições de pagamento das obrigações financeiras, e a solução judicial neste caso, que desestimula a formação deste consenso ao reconhecer o direito ao recebimento integral da parte de alguns credores. Da mesma forma, decisão de 2012 proibira a Argentina de realizar pagamentos da dívida reestruturada sem que pagasse concomitantemente os portadores de títulos antigos.⁴⁶¹ Em análise das reservas internacionais da argentina, a Corte de Nova Iorque chegou mesmo a afirmar que esta determinação não comprometeria a situação econômica do país, pois teria capacidade de pagamento.⁴⁶² O juiz Griesa, responsável pelo caso, chegou também a determinar que estes pagamentos se realizassem rapidamente, pois, em razão das declarações inflamadas da presidente da Argentina, que afirmava categoricamente que descumpriria a ordem judicial, procurava-se tomar precauções diante da possibilidade de que seu governo se evadisse do cumprimento da sentença, que determinava o pagamento integral dos títulos.⁴⁶³

⁴⁵⁹ BRATTON, W.; GULATI, G. Sovereign Debt Restructuring and the Best Interest of Creditors. *Vanderbilt Law Review*, Nashville, vol. 57, n. 1, 2004.

⁴⁶⁰ **NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 7/12/2011, p. 2.

⁴⁶¹ **NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina**, United States Court of Appeals, Third Circuit, 26/10/2012, p. 254.

⁴⁶² **NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina**, United States Court of Appeals, Third Circuit, 26/10/2012, p. 263-264.

⁴⁶³ Foi usado, então, a expressão *ratable payment*, que significa o pagamento de todos os credores em proporções definidas conforme a importância de sua participação nos empréstimos originalmente conferidos. Cf. **NML Capital, Ltd. v. Republic of Argentina**, United States Court of Appeals, Third Circuit, 21/11/2012, p. 10.

A decisão foi tomada segundo uma racionalidade distinta daquela perseguida nas renegociações entre devedores e credores,⁴⁶⁴ ainda que não seja o caso de afirmar que o teor significativo de um destes dois aspectos seja exclusivamente positivo e o outro exclusivamente negativo. Trata-se menos de uma afirmação do mérito intrínseco e mais da constatação de uma tensão entre ambos os métodos de solução de controvérsias. Alguns autores apontaram vantagens da solução pela via judicial. Considerando-se que o fazem em vista de características peculiares ao caso, isto não chega a comprometer a relação colidente em que se colocam as renegociações por procedimentos multilaterais e a decisão por tribunais externos a este campo de atuação, em seus aspectos gerais. No caso em questão, há elementos controversos a respeito da conduta do governo argentino ao longo das duas ofertas mais recentes de sua reestruturação, a qual, apesar de obter a adesão de uma ampla maioria na fase final, não se resolveu sem que os negociadores fossem acusados de não promover a cooperação entre os diferentes credores. Entre estes se disseminavam, de fato, muitas dúvidas sobre a situação financeira do país e, conseqüentemente, situavam-se em uma nebulosa zona de conhecimento sobre sua real capacidade de pagamento.⁴⁶⁵ Daí que se pudesse justificar a não adesão às ofertas de conversão dos títulos como uma divergência ponderada sobre a boa-fé do devedor que alegava a proximidade da insolvência. De modo mais abstrato se poderia também dizer que nem todos os efeitos da solução pela via judicial são problemáticos, pois ela serviria de contrapeso, em benefício dos direitos dos credores, às declarações oportunistas de moratórias e eventuais comportamentos colusivos de uma maioria de credores que se agrupassem em detrimentos dos interesses de uma minoria que, sem o acesso aos tribunais, fossem eles domésticos ou internacionais pela via arbitral, ficaria indefesa.⁴⁶⁶

⁴⁶⁴ Para a análise da decisão conforme o direito interno norte-americano, cf. MUSE-FISHER, J. *Starving the Vultures: NML Capital v. Republic of Argentina and Solutions to the Problem of Distressed-Debt Funds*. **California Law Review**, Berkeley, vol. 102, n. 6, dez. 2014.

⁴⁶⁵ Segundo Porzecanski, maior instabilidade aos mercados financeiros globais se originaria não do comportamento de credores oportunistas, mas de devedores oportunistas que não são transparentes a respeito do estado de sua capacidade de pagamento. Assim, “[t]he case of Argentina suggests that much of the academic and policy making literature has ignored the realistic possibility that rogue sovereign debtors, rather than rogue private creditors, are the ones that pose the greatest threat to the integrity and efficiency of the international financial architecture (cf. PORZECANSKI, A. C. *From Rogue Creditors to Rogue Debtors: Implications of Argentina’s Default*. **Chicago Journal of International Law**, Chicago, vol. 6, n. 1, jan. 2005, p. 331).

⁴⁶⁶ Como descrito em FISCH, J. *Vultures or Vanguard? the Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring*. **Faculty Scholarship**, Pensilvânia, n. 1051, 2004, p. 1051.

A despeito destas ponderações, as preocupações com a atuação competitiva de grupos minoritários de credores são um problema recorrente das reestruturações da dívida mobiliária em razão da ausência de mecanismos aptos a contrabalançar os efeitos de decisões judiciais favoráveis que se contraponham ao resultado das renegociações internacionais. Isolados algumas particularidades, pode-se apontar a disputa entre métodos de solução de controvérsias como uma oposição entre arranjos institucionais de funcionamento diverso. Quando se buscam referências jurisprudenciais a respeito da dívida pública, é inevitável recorrer a categorias normativas aplicadas pelo direito de Nova Iorque, o que, por si, demonstra a escassez de tratamento normativo mais abrangente.

Sob a perspectiva desta ordem jurídica, competiria ao Estado devedor operar a partir de categorias normativas próprias do direito nova-iorquino para que, a partir dos meios de defesa à sua disposição, argumentasse pelos efeitos de uma decisão judicial desfavorável sobre as perspectivas econômicas negociadas com um grupo majoritário de credores. Os meios de defesa do Estado devedor são aqueles propriamente judiciais, fundados na lei interna do foro competente, e escapam, portanto, à lógica das negociações conduzidas frente ao FMI e aos Clubes de Londres e Paris. Os principais meios de defesa dos credores, no sistema nova-iorquino, são a invocação da doutrina do ato de Estado (*Act of State*) e, relacionada a ela, o reconhecimento de efeitos jurídicos para a cortesia internacional (*comity*), na forma interpretada pelos referidos tribunais. A eficácia destes argumentos, fundada na jurisprudência local, se mostrou, contudo, falha ao longo do tempo.

De um lado, a doutrina do *Act of State* se fundamenta em antiga decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos, o caso *Underhill v. Hernandez*, que reconheceu o princípio da igualdade entre os Estados,⁴⁶⁷ e consiste na impossibilidade de apreciação judicial, por um tribunal americano, de decisões tomadas por um governo estrangeiro em seu próprio território. A doutrina foi invocada no caso *Allied Bank* para que a primeira instância recusasse seguimento ao pedido formulado pelos credores do governo da Costa Rica.⁴⁶⁸ Se em casos que se referem a expropriações de bens estrangeiros, levados à apreciação de um juiz de Nova Iorque, o elemento territorial enfrenta menores dificuldades de apreciação porque os bens

⁴⁶⁷ “Every sovereign State is bound to respect the independence of every other sovereign State, and the courts of one country will not sit in judgment on the act of the government of another done within its own territory. Redress of grievances by reason of such acts must be obtained through the means open to be availed of by sovereign powers as between themselves” (**Underhill v. Hernandez**, United States Supreme Court, 29/11/1897, p. 168.

⁴⁶⁸ Ver 468 *supra*.

nacionalizados têm natureza geralmente material, a determinação do local da expropriação da dívida pública é tema mais complexo. O crédito é um bem intangível, o que levanta diversas questões práticas sobre o local de situação da dívida e, mais precisamente, sobre o local de sua inexecução. Este seria aquele onde se decidiu a suspensão do pagamento ou onde a dívida foi emitida? Em segunda decisão no caso *Allied Bank*, a corte recursal modificou o entendimento da primeira instância em favor de uma interpretação que considerava Nova Iorque, onde as dívidas foram emitidas, como o local de inexecução das obrigações financeiras, e não o território costa-riquenho, onde se declarara a suspensão. Assim, afastou-se a doutrina do *Act of State* inicialmente afirmada, pois, apesar de se tratar de uma decisão de governo estrangeiro, os efeitos teriam se dado em Nova Iorque. Aí se começou a precisar a noção do *situs* da dívida pública no direito nova-iorquino, aplicando-se o critério da possibilidade de que o Estado de origem exercesse completamente suas competências soberanas sobre o ato (*complete fruition within the dominion of the government*).⁴⁶⁹ A Costa Rica teria domínio e controle sobre a dívida perante o banco estrangeiro apenas se pudesse pagar as obrigações em dólar. Como aquele governo não poderia extinguir as obrigações com seus bancos nacionais para adimplir as obrigações com o banco estrangeiro, considerou-se que não estava em condições de pleno domínio sobre a sua dívida. Além disso, como o local de pagamento, a moeda, o foro de opção e o domínio do representante do consórcio bancário eram a cidade de Nova Iorque, a jurisdição potencial da Costa Rica não foi suficiente para que se situasse o local de inexecução das dívidas por ela tomada em seu próprio território.⁴⁷⁰

Se a doutrina do ato de Estado não constituiu suficiente meio de defesa do Estado devedor, restaria ainda a invocação da cortesia internacional, como se tentou ainda no caso *Allied Bank*. A *comity* permitiria que se reconhecessem a validade e os efeitos dos atos de um Estado estrangeiro sobre território americano desde que esses atos fossem conformes ao direito e às políticas dos Estados Unidos.⁴⁷¹ Admite-se, assim, que a política externa do governo americano influencie o exercício do

⁴⁶⁹ **Allied Bank v. Banco Credito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985, p. 767.

⁴⁷⁰ **Allied Bank v. Banco Credito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985, p. 767.

⁴⁷¹ ROBERT, E. Rééchelonnement de la Dette ou Règlement Judiciaire?: Analyse de la Jurisprudence Interne et Internationale au Regard des Enjeux de la Renégociation de la Dette. In: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995, p. 640-641.

poder jurisdicional. Sob o fundamento de que uma decisão favorável aos credores bancários comprometeria as relações entre Estados Unidos e Costa Rica, a primeira decisão do caso *Allied Bank* admitira a conformidade da moratória costa-riquenha às políticas norte-americanas. Esta posição se havia baseado em indícios que apontavam para a participação do governo dos Estados Unidos na renegociação das dívidas latino-americanas durante as crises da década de 1980.⁴⁷² Houve, aqui, alguma forma de comunicação entre os acordos do Clube de Paris e a Corte Federal de Nova Iorque, que considerou que a moratória costa-riquenha era compatível com as políticas e o direito dos Estados Unidos a partir da ratificação que este país conferira às renegociações. A reconhecimento jurídico da cortesia internacional permitiria que, desta forma, acordos firmados em renegociações multilaterais condicionassem manifestações jurisdicionais domésticas. No caso *Allied Bank*, no entanto, a atuação do governo dos Estados Unidos como *amicus curiae* esclareceu que a ratificação dos acordos do Clube de Paris, como não poderia deixar de ser, se referiam à dívida intergovernamental, e não às obrigações comerciais contestadas no caso.⁴⁷³

A ausência de procedimentos organizados para as modificações dos termos originais dos títulos públicos expôs, neste caso, os limites da *comity* como meio de defesa dos Estados devedores, em razão de ter sido possível demonstrar apenas a compatibilidade da moratória de Costa Rica com as políticas dos Estados Unidos para a dívida bilateral, formalizada em documentos internacionais, mas não quanto à dívida privada expressa em títulos. Diante deste cenário fragmentado entre sentidos colidentes da ação de instituições internacionais que operam pela via negocial e outras instâncias, internas e internacionais, que se valem de critérios normativos próprios sem evidentes relações com o espaço de ação das decisões econômicas e políticas das renegociações, alguns cenários se delineiam a respeito de como conferir às soluções de controvérsias sobre a inexecução da dívida externa (particularmente da dívida mobiliária) um caráter mais ordenado e sistemático, ou ao menos com menores sinais de fragmentação.

⁴⁷² Entre algumas destas medidas de participação, o incentivo do governo Reagan ao *Foreign Assistance Act*, que autorizava a continuidade dos empréstimos à Costa Rica (**Allied Bank v. Banco Credito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985, p. 745).

⁴⁷³ **Allied Bank v. Banco Credito Agrícola de Cartago**, United States Court of Appeals, Second Circuit, 18/3/1985, p. 742-7.

TENDÊNCIAS RECENTES DA ORDENAÇÃO INTERNACIONAL DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

As preocupações com os mecanismos internacionais de reestruturação da dívida pública apontam para cenários institucionais alternativos, em geral complementares àqueles atualmente existentes, mas que também se dirigem à correção de ineficiências específicas diagnosticadas a partir da longa experiência de crises de pagamento dos Estados nacionais. Este debate foi objeto de preocupações mais intensas a partir da década de 1970, com a publicação mais numerosa de estudos sobre as debilidades dos procedimentos de negociação e modificação da dívida pública no âmbito internacional, em que as incertezas jurídicas decorrentes de uma configuração institucional frágil das instâncias de renegociação, bem como a potencialidade de resultados incompatíveis em diferentes instâncias de soluções de controvérsias, traziam à tona problemas recorrentes. Em um primeiro momento, a ênfase recairia sobre a desarticulação entre os grupos de credores, cujos comportamentos individuais teriam poucos incentivos para ir ao encontro de soluções coletivamente satisfatórias; mais recentemente, às dificuldades de da ação coletiva se somariam as preocupações com os limites dos resgates financeiros a países em crise, o que poderia criar alguma espécie de “risco moral” inerente às instituições financeiras internacionais: o risco de que, ao atuarem como emprestadores de último caso, se estimulassem comportamentos fiscais imprudentes em um cenário de ausência de procedimentos ordenados de enfrentamento das crises. Se alguma forma de estabilização dos procedimentos pode ser identificada no funcionamento das negociações desencadeadas em conjunto entre instituições multilaterais e os grupos de credores oficiais e bancários, este cenário de desarticulação é mais

evidente com relação a inúmeros credores privados portadores de títulos públicos, como foi tão bem evidenciado pelo caso argentino.

As alternativas institucionais se desdobram em duas possibilidades fundamentais, conforme o atual estado das discussões. De um lado, os problemas de coordenação de interesses fizeram mais frequentes, nos títulos públicos negociados internacionalmente, as cláusulas de vinculação da totalidade dos credores à decisão de uma maioria qualificada. Este é o cenário alternativo descrito como contratual, dos quais as cláusulas de ação coletiva dão exemplo já frequente. De outra parte, não são incomuns as referências à necessidade de reformas nas funções de instituições multilaterais de modo que se lhes conferissem atribuições mais bem definidas não apenas de provisão de liquidez, mas de ordenação do reembolso aos credores da dívida pública não executada, o que se poderia dar por uma racionalidade própria dos procedimentos falimentares de organização do acesso dos credores ao patrimônio do devedor. Esta alternativa, denominada institucional, tem amparo em propostas respeitáveis, capitaneadas mais recentemente pelo próprio Fundo Monetário Internacional, sem que, no entanto, tenham obtido sucesso significativo em sua implementação. Ambos os cenários serão analisados, o contratual e o institucional, sob a perspectiva de alternativas oferecidas para conferir maior consistência ao estatuto jurídico internacional da dívida pública. A partir da análise da estrutura jurídica destes cenários, que partirá antes de um recorrido sobre seu percurso intelectual mais recente, poderão ser aferidos tanto suas potencialidades como seus limites.

5.1. EVOLUÇÃO DO DEBATE

Desde que a vice-presidente do Fundo Monetário Internacional propôs, em 2001, um mecanismo de reestruturação da dívida soberana, indicado pela sigla SDRM (*sovereign debt restructuring mechanism*), surgiu uma nova onda de debates sobre a necessidade de aperfeiçoamento (entenda-se: de maior organização) dos procedimentos de resolução das crises da dívida pública.⁴⁷⁴ Esta proposta considerava a necessidade de prover o sistema financeiro internacional de ferramentas institucionalizadas de ação coordenada nas conversões das obrigações financeiras e, para isso, apontava em direção à adoção de procedimentos inspirados no direito

⁴⁷⁴ Ver KRUEGER, A. **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C., 26/11/2001. Discurso para o American Enterprise Institute, National Economists' Club Annual Members' Dinner. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.

falimentar para que se organizassem as vias de acesso dos credores aos recursos com que seriam pagos e, ainda, que se estabelecessem regras inibidoras de comportamentos competitivos que um credor adotasse para carrear, antes dos demais e em maior quantidade, os reembolsos eventualmente efetuados. Muitas destas ineficiências derivariam do funcionamento falho das alternativas de mercado à disposição. Como explicava a vice-presidente do FMI, as dificuldades de coordenação decorrentes do elevado número de credores individuais e da pulverização de seus créditos em títulos sujeitos a distintas disciplinas representam um motivo para que os Estados adiem as reestruturações perante credores privados tanto quanto possam. Mesmo que os níveis de endividamento sejam comprovadamente insustentáveis e se enfrentem fortes problemas de liquidez, a perspectiva de que a litigância rompa o frágil equilíbrio entre as partes nas negociações da dívida pública inibe a busca de necessárias reestruturações para além do desejável, argumentava-se na proposta do SDRM.

Esta é apenas uma das feições mais recentes do debate sobre os possíveis cenários que se apresentam para a regulação das soluções de controvérsias entre o Estado devedor e seus credores por procedimentos mais ordenados. Mas é preciso notar que os argumentos na mesma direção têm linhagem anterior, e ainda que se articulem em torno de uma preocupação comum com as ineficiências dos atuais mecanismos, nem todas elas foram percebidas de maneira equivalente. Consequentemente, as alternativas que se delineiam se apresentam de distintas formas. Muitas delas se confinam ao campo de respostas pontuais a problemas econômicos historicamente circunscritos, ao passo que outras apresentam linhas de ação que encaminham propostas mais duradouras perante problemas persistentes.

5.1.1. A Comissão Internacional da Dívida

Durante a década de 1970, as crises da dívida do Zaire e do Peru alertaram para o risco de moratórias generalizadas nos países em desenvolvimento.⁴⁷⁵ Dava-se conta, então, de que seria preciso estimular as renegociações entre Estado e credores para que se retomasse o fluxo de pagamentos, ainda que em volumes menores, e se evitasse o risco de que os mercados financeiros ficassem “entupidos de dívida morta”, que aumentariam os passivos das instituições financeiras sem perspectivas de retorno. A expressão de Ohlin, uma das primeiras referências sobre o tema em

⁴⁷⁵ OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 305-341.

trabalhos mais recentes, fazia coro com a necessidade de prover as finanças dos países em desenvolvimento com regras internacionais para a resolução de crises financeiras que evitassem que todo o sistema de crédito, diante das perspectivas ruins sobre o retorno dos investimentos financeiros, operasse com excessiva aversão ao risco e se permitisse a recuperação rápida após o impacto temporário das crises.⁴⁷⁶ Estas propostas resultaram na iniciativa do G77 para a criação de uma comissão internacional da dívida pública, a *International Debt Commission*, cuja elaboração se deu nas etapas preparatórias para a quinta conferência da UNCTAD, realizada, em 1979, em Manila. As recomendações desse encontro ministerial de Arusha se dirigiram à formação da referida comissão, composta de pessoas públicas eminentes e com notórios conhecimentos sobre dívida pública, com competências para, desde que provocadas por um país interessado, examinar sua situação financeira, elaborar recomendações para superá-la e organizar reuniões entre o Estado e os credores para que se tratasse das formas de executar aquelas recomendações.⁴⁷⁷

A proposta da *International Debt Commission* formulada pelo G77 destinava-se a prover o sistema financeiro internacional de soluções institucionais mais atentas aos interesses dos países em desenvolvimento. A Comissão Internacional da Dívida se apresentava como uma alternativa aos mecanismos de renegociações então identificados com a preservação de interesses de recebimento dos credores dos Clubes de Paris e Londres, em um período no qual as reduções do endividamento não faziam parte do vocabulário de atuação institucional desses grupos. Durante a reunião de Manila, no entanto, a ideia foi rejeitada sob a perspectiva de que um mecanismo institucionalizado amplamente acessível aos devedores interessados encorajasse o aumento de pedidos de alívio do endividamento e, possivelmente, deslocasse os pesos relativos nas negociações em favor dos Estados endividados, com o

⁴⁷⁶ OHLIN, G. Debts, Development and Default. In: HELLEINER, G. (Org.) **A World Divided: the Less Developed Countries in the International Economy**. Nova Iorque: Cambridge University Press, 1976, p. 220.

⁴⁷⁷ “Any interested developing country which believes it has, or may have a debt problem could address itself to the Commission. The commission will: i) Examine the debt and development problems of the requesting country; ii) In the light of such examination and in accordance with the modalities of the detailed features, make recommendations on the measures required to deal with the debt problem in the broader context of development including measures of debt reorganization and additional bilateral and multilateral finance; iii) Convene a meeting of all parties concerned with a view to implementing the recommendations under (ii) above” (*Apud* RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 145).

que se temia a redução e o encarecimento do crédito internacional disponível.⁴⁷⁸ A oposição à proposta não veio unicamente dos países fornecedores de crédito, mas também de muitos devedores, que mostravam contrariedade com as previsões de escasseamento das fontes de financiamento em razão de maiores cautelas dos emprestadores. O possível impacto dos mecanismos de resolução em uma comissão internacional da dívida pública seria a possível inibição dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento em uma época na qual estes países buscavam justamente estas fontes. Em outubro de 1980, o próprio G77 retirou seu apoio à ideia.⁴⁷⁹

A partir da observação de que o principal propósito da Comissão Internacional da Dívida seria assegurar maior importância aos devedores nas renegociações, pode-se afirmar que esse organismo não se dirigia especificamente aos problemas de coordenação que marcariam as propostas posteriores. A despeito disso, o Programa de Arusha continha a primeira referência à possibilidade de introdução de regras análogas, em âmbito internacional, àquelas previstas na legislação dos Estados Unidos, especialmente o Capítulo 11 do seu Código Falimentar (*US Bankruptcy Reform Act*), de 1978. Oechslí destacaria posteriormente a necessidade de recuperar as finanças de Estados nacionais em crise a partir da instauração de atos sequenciados similares àqueles aplicados pelo direito falimentar norte-americano. Estes atos consistiriam de um comitê de credores, de uma instância de supervisão independente (a qual poderia ser o FMI, desde que, sendo ele próprio também um credor, se incluíssem também os devedores nos processos decisórios), e da formalização dos procedimentos de iniciação. O início deste procedimento poderia se dar tanto por iniciativa dos devedores como dos credores, conferindo-se aos credores o poder de negar justificadamente ao pedido, caso se entendessem insuficientes os fundamentos.⁴⁸⁰

Para acelerar processos travados pelas dificuldades de articulação das negociações entre os muitos tipos de credores seria necessário estabelecer procedimentos mais claros, os quais seriam conduzidos sob uma instância judicialmente que aplicasse as mesmas regras processuais para a renegociação dos distintos tipos da dívida

⁴⁷⁸ Ver SOEDERBERG, S. The Transnational Debt Architecture and Emerging Markets: the Politics of Paradox and Punishment. **Third World Quarterly**, Londres, vol. 26, n. 6, 2005, p. 935).

⁴⁷⁹ HELLEINER, E. The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism. **Contributions to Political Economy**, Oxford, vol. 27, n. 1, 2008, p. 105.

⁴⁸⁰ OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 354.

pública, evitando-se assim o alongamento desnecessário decorrente do tratamento diferenciado para cada uma das categorias creditícias. Oechsli se refere às dificuldades geradas pelo funcionamento dos Clubes de renegociação, em que os credores privados representados pelo *Bank Advisory Committee* se reúnem apenas após a conclusão dos procedimentos do Clube de Paris.⁴⁸¹ Finalmente, conquanto o FMI pudesse ser a opção mais evidente como uma espécie de corte falimentar que funcionasse como órgão supervisor dos acordos, esta não seria uma escolha necessária, pois um tribunal arbitral como o ICSID poderia desempenhar essas funções.⁴⁸²

A importância de procedimentos previsíveis para a reestruturação da dívida pública em âmbito internacional, conclui-se de Oechsli, residiria no estabelecimento de regras claras e de acesso a canais de comunicação pelas diversas partes, de um lado, e na tempestividade das renegociações, que seriam mais fluidas caso se reduzissem as diferenças de tratamento entre as dívidas bilateral e privada e estas pudessem se reunir em um único foro de conversas. O foco das ineficiências foi situado, portanto, na abordagem separada conferida aos titulares internacionais de créditos contra o Estado, e o Capítulo 11 serviria não para corrigir distorções decorrentes da estratégia individual de credores que comprometem a consolidação de acordos coletivamente satisfatórios, mas para assegurar a celeridade das renegociações, que chegariam a termo de forma mais rápida e articulada.⁴⁸³

A proposta de Oechsli não ganhou, no entanto, amplo conhecimento. Sua elevada ambição de criar regras de acesso e organização procedimental de renegociações conjuntas, inspiradas por analogia ao Capítulo 11 do Código Falimentar dos Estados Unidos, se tornou uma aspiração muito complexa e distante em face da premência de medidas conjunturais no contexto econômico da década de 1980. As crises generalizadas da dívida pública deste período foram enfrentadas por outras estratégias. Em vez da disciplina das condutas por meio de procedimentos internacionalmente estabelecidos *a priori*, o que se poderia denominar de uma

⁴⁸¹ OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 329.

⁴⁸² “Neither, however, is necessary for Chapter 11 procedures to be applied successfully in the renegotiation context. Establishment of a renegotiation plan could continue to be by the agreement and consensus of the parties, and not by imposition by some international institution” (OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 333).

⁴⁸³ Cf. ROGOFF, K.; ZETTELMEYER, J. Bankruptcy Procedures for Sovereigns: a History of Ideas, 1976-2001. **IMF Staff Papers**, Washington, D.C., v. 49, n. 3, 2002, p. 473.

abordagem institucionalizante, as soluções foram encaminhadas pelo seu sentido econômico, com abordagens orientadas por princípios de mercado. Estas abordagens ajudaram a compreender melhor as possíveis ineficiências da reestruturação da dívida pública, e o complexo Plano Brady representou o mecanismo mais bem estruturado do longo processo de compreensão e enfrentamento das crises da dívida pública durante o período.

5.1.2. As estratégias de mercado

Os problemas decorrentes de coordenação insuficiente entre as diversas partes já ficaram claro no caso *Allied Bank*, em que a possibilidade de que um credor não aderisse às propostas negociadas de reestruturação poderia comprometer sua eficácia, desde que se encontrasse o caminho adequado para suas reclamações. A via da solução judicial ofereceu, então, precedentes para as expectativas de recuperação integral pelos *holdouts*. Este caso permitiu uma maior compreensão sobre a importância de assegurar a consistência da adesão majoritária dos credores, o que se complementou, nos anos de 1980, com a percepção do problema do sobre endividamento, que conduziria a baixas taxas de crescimento. Como já foi dito, os Termos de Toronto e posteriores ofereceram instrumentos objetivos para a concessão de reduções no endividamento, no âmbito das iniciativas multilaterais de cancelamentos e perdões da dívida pública. O que não se disse ainda, contudo, é que as ferramentas de mercado para lidar com as crises consistiram em um conjunto mais amplo de medidas que ajudaram a formar um repositório de expedientes patrocinados pelo Estado e pelos credores. Ao contrário das cogitações de Oechsli, lidas com algum interesse pela literatura mais especializada, mas sem o respaldo dos agentes decisores, as estratégias de mercado tiveram maior receptividade no período e providenciaram análises férteis sobre o seu potencial de ação frente ao problema dos incentivos para a ação coordenada.

5.1.2.1. O Plano Brady

O turbilhão econômico causado pelas amplamente disseminadas crises de endividamento da América Latina durante os anos 1980 conduziu a uma ação mais articulada dos emprestadores para a correção do problema do sobre endividamento. Este aspecto do problema se desenvolveu em várias frentes de atuação. O Clube de Paris, em conjunto com o FMI, começava a perceber a necessidade de adotar critérios objetivos de perdão da dívida pública dos países de menor renda, em muitos casos vista como uma necessidade pragmática, e de continuidade de empréstimos concessionais para que não fossem interrompidos os fluxos de financiamento

a esses países durante os períodos em que renegociavam suas dívidas. O aperfeiçoamento dos critérios de reescalamentos e reduções, introduzidos nas instâncias de renegociação da dívida oficial, não se referiam à dívida mobiliária, cuja reestruturação reapareceu como um tema relevante da agenda financeira global a partir dos planos de enfrentamento das moratórias latino-americanas, entre os quais se destaca o último deles, o Plano Brady.⁴⁸⁴ A partir da percepção da necessidade de ações coordenadas para pavimentar o caminho dos cancelamentos para países altamente endividados, o Plano Brady apontou para a viabilidade de que a articulação das partes se desse por mecanismos de mercado, e não por procedimentos institucionalizados. Na lista de opções para enfrentar de forma mais organizada as crises de endividamento e combater os efeitos negativos da desarticulação, as soluções para a crise latino-americana viriam a acrescentar mais um elemento para os muito diversificados e nem sempre articulados esquemas de renegociação da dívida pública: o das estratégias cooperadas entre Estado e bancos comerciais para a conversão das obrigações financeiras de forma a reduzir os encargos da dívida pública.

O Plano Brady, de 1989, introduziu mecanismos de resolução das crises da dívida pública que procuravam oferecer resultados mais promissores do que aqueles que vinham sendo até então executados. Dirigia-se à sequência de moratórias iniciada com a mexicana, em 1982, e que seriam generalizadamente declaradas por todos os países da região, com exceção da Colômbia, nos anos seguintes.⁴⁸⁵ Como um evento de grande escala, a cessação quase simultânea dos pagamentos de diversos países alertava tanto os bancos internacionais credores quanto os governos dos países em que esses organismos financeiros se situavam, assim como instituições internacionais preocupadas com a estabilidade financeira global, sobre a urgência de medidas de gestão da crise.⁴⁸⁶ Antes que o Plano Brady introduzisse, no final da década, métodos de redução de endividamento e passasse a lidar com as crises sob a perspectiva de recuperação do crescimento e das condições de solvência dos países afetados, outras iniciativas haviam sido levadas a cabo, fornecendo-lhe informações sobre os limites de estratégias voltadas exclusivamente para o alongamento de prazos e concessões de novos financiamentos.

⁴⁸⁴ DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012, p. 5.

⁴⁸⁵ Para as características detalhadas das crises, cf. ALTIMIR, O.; DEVLIN, R. **La Moratoria de La Deuda en América Latina**. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina, 1994.

⁴⁸⁶ Ver MACHINEA, J. L. La Crisis de la Deuda, el Financiamiento Internacional y la Participación del Sector Privado. **Financiamiento del Desarrollo**, Santiago, n. 117, 2002, p. 27; DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. The Great Latin America Debt Crisis. **Revista de Economía Política**, vol. 15, n. 3, jul.-set. 1995.

Durante a primeira fase de enfrentamento das crises latino-americanas, procurou-se conter o risco de crédito dos países da região por meio da continuidade do fluxo dos empréstimos, o que foi feito tanto pelos bancos comerciais interessados em não absorver os passivos do default como pelo FMI e outras instituições multilaterais. Com isto, a crise foi encarada como um problema de liquidez, e não de solvência. Procurava-se, com os novos empréstimos, permitir que os países em crise tivessem, em seu favor, tempo suficiente para ajustar suas finanças públicas e, superadas as dificuldades de dispor de recursos em razão dos problemas na balança de pagamentos, que saíssem tempestivamente das pressões financeiras então interpretadas como uma fragilidade conjuntural.⁴⁸⁷ Esta primeira fase envolvia a execução de diversas medidas de ajustes estruturais, logo percebidas como insuficientes para evitar a interrupção do serviço da dívida em razão de seus efeitos recessivos.⁴⁸⁸ Não seria possível enfrentar o grave contexto financeiro internacional sem modificar as estratégias diante de um quadro em que a introdução de condicionalidades e o oferecimento de novos empréstimos não assegurara a continuidade dos pagamentos da dívida.

Durante a reunião anual do FMI e do Banco Mundial em Seul, no ano de 1985, o secretário do Tesouro dos Estados Unidos, James Baker, expôs o novo plano a ser seguido pelo governo Reagan, o qual requeria maior cooperação entre as partes para que se assegurasse maior solidez às contas públicas dos países em crise, a disponibilidade de novos financiamentos da parte de bancos comerciais mesmo em um contexto de moratórias consumadas, um papel mais ativo de articulação de supervisão das instituições multilaterais e, ao mesmo tempo, a preocupação com o crescimento econômico dos Estados em desenvolvimento. Esta segunda fase, conhecida como o Plano Baker, indicava que o governo dos Estados Unidos percebera que a crise ia além de dificuldades conjunturais de liquidez. Ao contrário, a dívida pública do mundo em desenvolvimento representava uma sólida barreira, tanto econômica quanto política, para a melhoria de seus indicadores econômicos e sociais, o que poderia ainda ser agravado pelo impacto político das restrições financeiras e da inflexibilidade dos credores em admitir reestruturações.

⁴⁸⁷ Ver, a propósito, EYZAGUIRRE, N.; VALDIVIA, M. Restricción Externa y Ajuste: Opciones y Políticas em América Latina. **Revista de la CEPAL**, Santiago, n. 32, 1987, p. 155-77. Secundariamente, VÁSQUEZ, I. The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises. **Cato Journal**, Washington, D.C., vol. 16, n. 2, 1996, p. 233.

⁴⁸⁸ As relações entre os objetivos de crescimento e os limites a ele colocados pelas restrições financeiras, cf. LAVALLE, J. Instituciones e Instrumentos para el Planeamiento Gubernamental em América Latina. **Texto para Discussão Cepal/Ipea**, Santiago, n. 5, 2010.

A austeridade deveria ser combinada com a promoção do crescimento econômico, e esta foi a principal orientação do Plano Baker.⁴⁸⁹

Objetivamente, tratou-se de uma ação internacionalmente concertada que, sob a liderança do governo norte-americano, pedia aos bancos comerciais a continuidade do financiamento aos países de baixa renda mais altamente endividados, com o aumento da exposição dos bancos a uma taxa de 2,5% ao ano. Ao contrário da primeira fase, descrita como um período de “patinação”, o Plano Baker articulava diversas instâncias em torno de seus objetivos.⁴⁹⁰ A expectativa era de que, em três anos, os bancos contribuíssem com a expansão do crédito para aqueles países em 20 bilhões de dólares. Adicionalmente, o Banco Mundial e outros bancos de desenvolvimento, tais como o BIRD, assumiram o compromisso de promover maiores desembolsos para programas de assistência, estimando-se seu incremento em cerca de 50%, com destinação mais rápida dos recursos não apenas para o setor público, mas também para o setor privado. Isto, combinado com as garantias conferidas pela MIGA aos investimentos diretos e o acesso a recursos do fundo fiduciário do FMI sob a condição de que o beneficiário adotasse as políticas recomendadas, criou um ambiente de “cauteloso otimismo”.⁴⁹¹ O primeiro teste do plano viria a ser realizado com o México, em 1986, com um amplo pacote de reestruturação de sua dívida que envolvia diversas fontes de novos financiamentos, restauração do acesso aos mercados de capitais, reformas econômicas e outros serviços fornecidos por instituições multilaterais e bancos de desenvolvimento.⁴⁹²

Esta fase de resolução das crises de endividamento mostrava as condições de possibilidade de abordagens de mercado para a ação coordenada, no âmbito de instituições internacionais já vigentes e a partir de acordos e negociações *ad hoc* entre agentes públicos e privados. Em alguns aspectos o Plano Baker foi, contudo, insuficiente. Entre os anos de 1987 e 1988, as dificuldades de crescimento econômico

⁴⁸⁹ BOGDANOWICZ-BINDERT, C. The Debt Crisis: the Baker Plan Revisited. **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, Miami, vol. 28, n. 3, 1986, p. 33-34.

⁴⁹⁰ Sobre o sucesso do Plano Baker como etapa de superação da fase de *muddling through*, cf. ERBE, R. Has the Baker Plan Failed? **Intereconomics – Review of European Economic Policy**, Berlim, vol. 21, n. 5, set. 1986, p. 213-4.

⁴⁹¹ Cf. BOGDANOWICZ-BINDERT, C. The Debt Crisis: the Baker Plan Revisited. **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, Miami, vol. 28, n. 3, 1986, p. 34. Entre esses países estavam também as maiores da América Latina, além de países de fora da região. Os alvos do programa eram, assim, Argentina, Brasil, México, Venezuela, Uruguai, Chile, Equador, Colômbia, Peru, Bolívia, Iugoslávia, Filipinas, Nigéria, Costa do Marfim e Marrocos.

⁴⁹² WIJNBERGEN, S. v. Mexico and the Brady Plan. **Economic Policy**, Londres, vol. 6, n. 12, abr. 1991, p. 13-56.

como ponto de partida para a sustentabilidade do serviço da dívida não davam sinais de que se superariam exclusivamente com as medidas até ali tentadas. O Plano Baker tentara conciliar a permanência dos países em crise nas rotas dos capitais externos com a execução de medidas de ajuste econômico que reorganizariam as economias nacionais, mas parte do seu insucesso se deveu à baixa adesão dos emprestadores privados aos objetivos do plano. Enquanto o estoque dos empréstimos oficiais cresceu no período do Plano Baker, os empréstimos bancários permaneceram no mesmo volume de 1982 a 1987, e até diminuíram em 1988.⁴⁹³

A agenda econômica do governo Bush para a América Latina foi iniciada, em 1989, com a afirmação de novas linhas orientadoras para o dominante problema da dívida pública, as quais foram costuradas em torno da necessidade de colocar em andamento esquemas voluntários de redução do endividamento tomado ante bancos comerciais sob a condição de que os países beneficiários adotassem políticas de liberalização econômica e financeira. A nova fase, encaminhada pelo novo secretário do Tesouro Nicholas Brady, exibia maior flexibilidade do que as etapas que a antecederam, ainda que mantivesse com elas pontos de concordância, entre os quais o estímulo à continuação de novos empréstimos aos países em crise. O primeiro dos programas foi acertado com o México já no ano de 1989 e serviu de protótipo para os posteriores.

Um dos elementos característicos da estratégia de mercado associada ao Plano Brady foi a formação de amplos *comitês de credores*, que se tornaram o local mais importante de negociação da dívida bancária, e o oferecimento de um conjunto variado de opções de reestruturação à disposição dos bancos participantes. Esta estratégia, conhecida como *menu approach*, consistia em assegurar a voluntariedade das modificações das obrigações pela via de um conjunto de opções pelas quais os credores poderiam optar, as quais poderiam variar entre alternativas como a redução do valor ou o aumento da exposição. Entre os instrumentos de financiamento negociados com o México estiveram, por exemplo, três opções: a conversão das obrigações existentes por outras de longo prazo, com novo prazo de maturidade de 30 anos, e com descontos de 35% no valor de face e um dado percentual acima da taxa LIBOR; a conversão das obrigações existentes por novos títulos ao par com 30 anos de maturidade, mas com taxas de juros abaixo das de mercado (6,25%); ou a concessão de novos empréstimos a taxas de juros de mercado por um período de quatro anos, com aumento de até 25% de sua exposição no ano de 1989. O acordo

⁴⁹³ KRUGMAN, P. LDC Debt Policy. In: FELDSTEIN, M. (Org.). **American Economic Policy in the 1980s**. Chicago: Chicago University Press, 1994, p. 700.

mexicano foi concluído com a conversão de 49% de seus empréstimos em títulos reduzidos, 41% em títulos ao valor nominal e 10% em novos empréstimos.⁴⁹⁴

Os acordos seguintes foram firmados com a Costa Rica (1989), Venezuela (1990), Uruguai (1991), Argentina (1992) e Brasil (1992, finalizada em 1994), e variaram quanto aos percentuais de redução, as taxas de juros e a provisão de dinheiro novo. Com a nova estrutura do plano, reduções de montantes significativos da dívida pública foram atingidas, um objetivo que apenas timidamente havia sido alcançado durante a fase Baker. Uma das razões apontadas para este sucesso foi que o plano Brady conseguira mobilizar recursos significativos, por meio de empréstimos concedidos pelo FMI, pelo Banco Mundial e ainda pelo governo do Japão, para que os países em crise financiassem as conversões das obrigações em títulos com desconto e realizassem eventuais recompras, com o que se garantiu a viabilidade financeira dos amplos e diversificados programas de reestruturação.⁴⁹⁵

Um aspecto importante, porém, é pouco enfatizado para o seu sucesso: todos esses acordos foram implicitamente desvinculados dos programas de assistência do FMI,⁴⁹⁶ o que coloca as estratégias de mercado de reestruturação da dívida pública, das quais o Plano Brady é sua forma mais bem elaborada, em desalinhamento com as dinâmicas do FMI com os Clubes de Londres e Paris, nos quais os acordos de conversão são articulados à assinatura de programas com o Fundo. Ainda que assim não se afirmasse expressamente, estes acordos poderiam ser concluídos ainda que determinado país se encontrasse em situação de moratória, ou seja, já houvesse descumprido os contratos com os credores. Não foi apenas desta maneira, no entanto, que o Plano Brady flexibilizou alguns princípios orientadores dos círculos de reestruturação da dívida pública, à medida que contribuiu para um reconhecimento mais amplo das possibilidades de reestruturações voluntárias da dívida pública que implicassem sua redução, com um amplo acordo entre credores e devedores. Os Termos de Toronto, incorporados depois pelo Clube de Paris, representaram esta nova tendência.

Neste sentido, a execução dos variados acordos do Plano Brady podem ilustrar a possibilidade de coordenação entre as diversas partes em torno de objetivos de melhores condições de gestão da dívida que afastem a possibilidade de interrupção

⁴⁹⁴ VÁSQUEZ, I. The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises. **Cato Journal**, Washington, D.C., vol. 16, n. 2, 1996, p. 235 e seguintes.

⁴⁹⁵ DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. The Great Latin America Debt Crisis. **Revista de Economia Política**, v. 15, n. 3, jul.-set. 1995, p. 132.

⁴⁹⁶ CEPAL. Latin American and the Caribbean: Options to Reduce the Debt Burden. **Libros de la CEPAL**, Santiago, n. 26, 1990.

de seu serviço, ou que possa retomá-lo. As estratégias que apresentavam menores incentivos para que se atingissem os termos das reduções foram aperfeiçoadas pela instalação de amplos comitês *ad hoc* que, de um lado, estimulavam os acordos por meio do oferecimento de propostas diversificadas aos bancos credores, e, de outro, garantiam aos devedores condições de financiamento das propostas com o apoio significativo de instituições multilaterais e governos interessados nas propostas. É possível ver, dessa forma, que não apenas por meio da criação de instituições se atinge grau efetivo de soluções coordenadas entre devedores e credores em torno do complexo objetivo de redução do endividamento em condições satisfatórias para ambos, diante de cenários que comprovem a insustentabilidade da dívida pública em seu estado atual.

5.1.2.2. *A conversão da dívida pública para fins ambientais*

Outras alternativas identificadas com soluções de mercado se apresentaram a partir dos anos de 1980 para que se concluíssem acordos de reestruturação da dívida pública, mas, ao contrário do que se viu no Plano Brady, alguns deles se voltavam para objetivos condicionados de aplicação dos recursos. Como alternativa aos combalidos orçamentos nacionais, diversos Estados adotaram técnicas de modificação de suas obrigações financeiras que representariam, ao mesmo tempo, seu cancelamento parcial e sua conversão em outras obrigações com fins específicos. Estas técnicas apontam, portanto, para a extinção da obrigação original, sua novação e, em razão do interesse comum das partes, seu perdão sob a condição de que os valores descontados sejam condicionados a alguma finalidade previamente determinada, como políticas públicas específicas. Os programas ambientais receberam uma atenção destacada quando se percebeu que os instrumentos de conversão poderiam ser utilizados em conjunto com iniciativas de alívio financeiro de países altamente endividados, e desta forma se poderia reduzir o risco de que viessem a recorrer a solução desestabilizadoras de inadimplemento ou ampla reestruturação de seus débitos. Por meio dos *debt swaps* (literalmente, trocas de dívida), que permitem o câmbio de títulos antigos com juros elevados por novos de serviço mais barato, pagos ao longo da vigência do contrato ou apenas ao seu final (papeis chamados, respectivamente, de *high-coupon* e *low-coupon*), credores sem a expectativa de serem reembolsados ao par, isto é, no valor nominal, obteriam, em troca do cancelamento de parte do valor devido, outros ativos do Estado devedor. As operações de *debt-for-equity* evoluíram posteriormente para o comprometimento dos valores descontados com investimentos, entre os quais se situavam as políticas ambientais.

Quando se trata de dívida pública, os *debt-for-equity swaps* ocorrem tradicionalmente com relação à dívida bancária. O banco credor, atento aos riscos dos títulos públicos que porta, aliena-os em operações no mercado secundário para outro investidor interessado em manter relações financeiras com o Estado devedor.⁴⁹⁷ Este investidor, então, revende, com descontos, o título para o Estado em troca de ativos tais como a participação em alguma empresa pública ou pelo pagamento em espécie do valor reduzido.⁴⁹⁸ O sentido jurídico destas operações não seria, assim, propriamente de uma conversão de uma obrigação financeira antiga por uma nova obrigação, mas de uma substituição do objeto da prestação, caso em que se poderia falar de uma *datio in solutum* de ativos do Estado, devendo-se considerar, ainda, a possibilidade de adiantamento dos pagamentos em vista da concessão de reduções no montante devido. Se numa operação do tipo *debt-for-debt* o devedor se obrigaria a fazer pagamentos regulares, preferencialmente em alguma moeda forte, para os credores que aceitaram reduzir seus interesses, o sentido econômico de uma troca por ativos passa a depender das expectativas de retorno do investimento, o que faz com que não haja um pagamento garantido. Para o Estado devedor, a expectativa seria a de que os recursos resguardados de servir a dívida pública fossem canalizados para investimentos públicos e para a retomada do crescimento econômico. Este tipo de operação ganhou ainda uma importância maior quando o Clube de Paris, que congrega as renegociações da dívida bilateral, incluiu a possibilidade de *debt-for-equity swaps* como uma alternativa para a reestruturação da dívida contratual entre dois Estados.⁴⁹⁹ Ainda que variem na forma, estes acordos resultam na extinção de um passivo denominado em moeda estrangeira e na criação de capital para um não residente, denominado na moeda nacional, seja este não residente, como já se disse, um banco comercial ou outro Estado.⁵⁰⁰

Os *debt-for-nature swaps* (DNS), ocasionalmente também chamados de *debt-for-environment swaps*, guardam semelhança com o modelo de conversão *debt-for-equity*. A adoção de instrumentos financeiros de conversão da dívida externa para

⁴⁹⁷ ANAYIOTOS, G.; PINIÉS, J. The Secondary Market and the International Debt Problem. **World Development**, Washington, D.C., v. 18, n. 12, 1990; BUCKLEY, R. “Debt-for-Development Exchanges: the Origins of a Financial Technique”. **The Law and Development Review**, Berlim, vol. 2, n. 1, 2009.

⁴⁹⁸ COLE, D. Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis. **Columbia Journal of Transnational Law**, Nova Iorque, vol. 30, n. 57, 1992, p. 63.

⁴⁹⁹ ROSS, D.; HARMSSEN, R. (Coord.). **Official Financing for Developing Countries**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2001, p. 66.

⁵⁰⁰ FMI. **External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. FMI: Washington DC, 2003. Apêndice III, Glossário.

fins ambientais surgiu como uma estratégia voltada a enfrentar, simultaneamente, dois problemas fundamentais. O primeiro deles era percepção de que a dívida pública externa de diversos países afetados pelas crises de endividamento na década de 1980 se mostrava impagável.⁵⁰¹ Neste cenário, o cancelamento total ou parcial das obrigações financeiras dos Estados atingidos (notadamente pertencentes à América Latina) poderia ser mais bem aproveitado se eles assumissem o compromisso de que, em troca do perdão, converteriam o montante ainda devido em investimentos para proteção ambiental. O segundo problema eram os indicadores de que o próprio volume da dívida externa poderia ser responsável pela degradação ambiental, pois a crise econômica acarretaria o aumento dos índices de desflorestamento. Ainda que se mostrasse difícil estabelecer uma segura relação de causa e efeito entre ambos os fenômenos, o argumento parecia convincente: o financiamento de uma dívida externa cada vez maior exigia a disponibilidade de divisas que seriam obtidas com exportações cada vez maiores. A produção de bens exportáveis, notadamente bens primários com pouco valor agregado e preços internacionais em deterioração, requeria o uso de métodos cada vez mais intensivos de produção. O crescimento das exportações dos países latino-americanos endividados foi acompanhado, desse modo, do maior empobrecimento de suas zonas rurais no período aqui considerado, com prejuízo para a cobertura florestal e a biodiversidade, os quais são subvalorizados e superexplorados. Com isto se observou uma relação positiva entre os níveis de endividamento externo e os índices de desflorestamento.⁵⁰²

O incentivo a programas de reestruturação das dívidas públicas da América Latina e a percepção de que a crise agravava os problemas ambientais levaram ao desenvolvimento de políticas financeiras específicas, como aquela proposta pelo vice-presidente do World Wildlife Fund (WWF), Thomas Lovejoy, em artigo no jornal *New York Times*, que consistia na adoção de um mecanismo financeiro capaz de promover o alívio da dívida em troca de maiores gastos públicos com o

⁵⁰¹ Cf. ALTIMIR, O.; DEVLIN, R. **La Moratoria de La Deuda en América Latina**. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina, 1994; MACHINEA, J. L. La Crisis de la Deuda, el Financiamiento Internacional y la Participación del Sector Privado. **Financiamiento del Desarrollo**, Santiago, n. 117, 2002.

⁵⁰² JHA, R.; SCHATAN, C. **Debt for Nature: a Swap Whose Time Has Gone?** Cidade do México: CEPAL, 2001, p. 7; CRUZ, W.; REPETTO, R. **The Environmental Effects of Stabilization and Structural Adjustment Programs: the Philippines Case**. World Resources Institute: Washington, D.C., 1992; KHAN, J.; MCDONALD, J. Third World Debt and Tropical Deforestation. **Ecological Economics**, Viena, v. 12, n. 1, 1995, p. 107-123. Entre os estudos brasileiros, cf. RICUPERO, B. A Relação entre Crise da Dívida e Crise Ambiental. **Cadernos do CEDEC**, n. 28, São Paulo, 1993.

meio-ambiente.⁵⁰³ Aí se argumentava que a crise havia diminuído ainda mais os já escassos recursos do orçamento para o meio-ambiente e se identificava uma “coincidência de desejos” entre a demanda por uma maior cobertura florestal e a perspectiva de redução do endividamento, com o que todos os participantes se beneficiariam de alguma forma.⁵⁰⁴

Uma primeira geração de DNS foi iniciada em 1987 entre a *Conservation International*, uma organização não governamental (ONG) sediada em Washington, e o governo da Bolívia, com muitas expectativas de que servisse de modelo para acordos futuros. Em seguida, Equador e Costa Rica criaram outros esquemas de conversão de títulos da dívida externa por títulos do governo em moeda local, repassados para ONGs encarregadas de gerir programas ambientais.⁵⁰⁵

O Brasil se destacava como uma exceção, ainda não convencido das perspectivas promissoras de geração de recursos para investimentos ambientais por meio desses instrumentos financeiros, que poderiam potencializar a inflação do período. Ao contrário, em 1988 chegou a ser apresentada uma proposta alternativa pelo governo de então, o “Programa Nossa Natureza”,⁵⁰⁶ que aparentava prosseguir o anterior “Projeto Calha Norte”⁵⁰⁷ e se propunha à defesa do complexo de ecossistemas da Amazônia Legal, diluindo a pressão internacional sobre a elevação dos índices de desmatamento.

Os países latino-americanos com economias mais precárias mostraram-se então mais abertos à ideia. Inicialmente, foram feitas ao menos quatro propostas para executar a ideia inspirada no trabalho de Lovejoy, nem todas igualmente atrativas para os doadores. Estas propostas consistiriam basicamente na substituição, operada pelo banco central local, da dívida externa em moeda nacional ou títulos nacionais em posse de organizações não governamentais nacionais encarregadas de conduzir projetos de conservação ambiental, ou na doação da dívida a organizações

⁵⁰³ “Aid Debtor Nations’s Ecology”. *New York Times*, 4/10/1984. A31.

⁵⁰⁴ O problema da explicitação da demanda por conservação florestal, como expressão de um bem público múltiplo, é tema abordado, entre outros, por SANDLER, T.; TSCHIRHART, J. *Multiproduct Clubs: Membership and Sustainability*. **Public Finance**, Los Angeles, vol. 48, n. 2, 1993, p. 153-170.

⁵⁰⁵ Para detalhamento da experiência dos três países citados, cf. PAGE, D. *Debt-for-Nature Swaps: Fad or Magic Formula?* **Ambio**, Estocolmo, vol. 17, n. 3, 1988, p. 243-244.

⁵⁰⁶ Decreto n. 96.944, de 12 de outubro de 1988.

⁵⁰⁷ Exposição de Motivos EM n. 770 da Presidência da República, de 19 de dezembro de 1985. A regulamentação jurídica do programa, ainda em vigor, foi atualizada pela Portaria Normativa n. 606 do Ministério da Defesa, de 24 de abril de 2007.

ambientais nacionais para investimento em programas ambientais, ou ainda na compra da dívida por uma organização ambiental e sua venda com desconto para uma empresa multinacional que se comprometa a investir em preservação ambiental. Com isto se promoveria o cancelamento oficial da dívida, condicionado ao reinvestimento no meio ambiente.⁵⁰⁸

Essas propostas, concretamente, evoluíram em direção à ocorrência de dois tipos de estruturas para a troca da dívida, os *swaps* públicos e os privados.⁵⁰⁹ Os DNS privados costumam envolver três partes: uma organização internacional voltada à conservação ambiental, que aceita comprar parte da dívida de determinado Estado com desconto no mercado secundário; uma organização nacional responsável por determinado programa ambiental; e um ou mais órgãos ou entidades governamentais do Estado em desenvolvimento que se beneficiará da troca dos títulos. Este ente governamental costuma ser o banco central, que concorda em converter parte da dívida externa em dívida em moeda nacional, além de estabelecer os limites e a taxa de câmbio para estas conversões. Pode ser que o ministério encarregado pela política econômica também se envolva (como é o caso do Ministério da Fazenda, no Brasil), para consentir com o recebimento da assistência internacional e supervisionar a operação.

Por sua vez, o que diferencia os DNS públicos é que, nestes, a organização internacional de conservação é substituída por um Estado credor e a operação se desenvolve entre duas partes. Como as primeiras experiências com os *debt-for-nature swaps* foram privadas, estes são referidos como de primeira geração, ao passo que os públicos, cronologicamente, são os de segunda geração.⁵¹⁰ Aponta-se também, por conseguinte, que a diferença entre os DNS de primeira e segunda geração está na origem dos recursos que os cobrem, se privados ou públicos. Aqueles de primeira geração seriam associados a recursos privados, ao passo que os de segunda

⁵⁰⁸ HANSEN, S. Debt for Nature Swaps: Overview and Discussion of Key Aspects. **Ecological Economics**, Viena, vol. 1, n. 1, 1988, p. 78.

⁵⁰⁹ Esta sistematização se encontra em JHA, R.; SCHATAN, C. **Debt for Nature: a Swap Whose Time Has Gone?** Cidade do México: CEPAL, 2001.

⁵¹⁰ Até 1992, haviam se completado 23 operações de conversão por meio de DNS privados em 14 países diferentes (Madagascar, Zâmbia, Bolívia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Guatemala, Jamaica, México, Filipinas, Polônia, Nigéria, Brasil e Panamá), e outros estavam em andamento. As organizações internacionais de conservação mais atuantes eram a *Conservation International*, *The Nature Conservancy* (TNC) e *World Wildlife Fund* (WWF). Para outros elementos factuais destas conversões privadas, cf. DEACON, R.; MURPHY, P. The Structure of an Environmental Transaction: the Debt-for-Nature Swap. **Land Economics**, Madison, vol. 73, n. 1, 1997, p. 3.

geração, a recursos públicos.⁵¹¹ Esta tipologia, porém, merece a ressalva de que em ambos os *swaps* haverá envolvimento de recursos públicos da parte do Estado devedor, que se beneficiará do programa sob a condição de investir em políticas públicas de preservação ambiental. Apenas se pode fazer a distinção acima, entre recursos de origem privada ou pública, se considerada a circunstância de o cancelamento das dívidas ter sido obtido junto a um banco comercial (no caso dos DNS de primeira geração) ou junto a um Estado credor (no caso dos DNS de segunda geração).

Ocorre, então, que, em um DNS de primeira geração (três partes) uma organização internacional doadora compra parte da dívida em moeda estrangeira junto a bancos comerciais, no mercado secundário, com desconto, e então a renegocia com o Estado de forma que, como contrapartida ao desconto no montante devido, este aplique os recursos na área ambiental. No caso de um DNS de segunda geração (duas partes), as negociações são conduzidas diretamente entre dois entes soberanos, um credor e outro devedor. Em ambos os casos a dívida é parcialmente cancelada e reestruturada de forma a estender os prazos de pagamento, ou então o Estado devedor readquire a dívida a um preço menor.

A partir do ano de 1998, no entanto, uma iniciativa do governo dos Estados Unidos deu novo impulso aos programas de conversão da dívida pública. A não adesão do país ao Protocolo de Quioto impulsionou críticas da comunidade internacional que procuraram ser mitigadas com a aprovação do *Tropical Forest Conservation Act* (TFCA), uma lei que autoriza o cancelamento parcial da dívida de países aderentes ao programa desde que o Estado beneficiado destine os recursos especificados à conservação de florestas tropicais. Com isto se criou algum amparo formal aos programas de troca da dívida externa, sem as amarras geográficas a que ficava sujeita uma iniciativa anterior semelhante criada em 1990, a *Enterprise for Americas Initiative* (EAI), que se voltava apenas à América Latina e ao Caribe. Segundo a sistemática do TFCA, são estabelecidos três acordos: entre o governo dos Estados Unidos e o país signatário, contendo termos de troca das obrigações financeiras; entre os Estados Unidos e uma entidade privada, prevendo a transferência de recursos; e um acordo de conservação florestal (*Forest Conservation Agreement*) entre esta entidade e o país beneficiário.⁵¹² Cinco tipos de programas são elegíveis, de acordo com o TFCA: i) criação, manutenção e restauração de parques, reservas protegidas e áreas naturais, bem como sua flora e fauna; ii) treinamento de pessoal

⁵¹¹ KNICLEY, J. Debt, Nature, and Indigenous Rights: Twenty-Five Years of Debt-for-Nature Evolution. **Harvard Environmental Law Review**, Cambridge, vol. 36, n. 1, 2012, p. 83.

⁵¹² O programa TFCA é detalhadamente explicado em BUCKLEY, R. **Debt-for-Development Exchanges: History and New Applications**. Nova Iorque: Cambridge, 2011, p. 55-56.

para melhorar sua capacidade de gestão dos parques; iii) desenvolvimento e para comunidades habitantes das florestas, ou próximas a elas; iv) desenvolvimento de sistemas ecológicos sustentáveis e de gerenciamento da terra; e v) pesquisas de identificação de usos medicinais de plantas tropicais e seus produtos.⁵¹³ Diversos acordos surgiram sob o TFCA com o governo brasileiro, alguns com países de economias mais avançadas, como Brasil, Peru e Colômbia. Isto contraria, de certa forma, a expectativa inicial de que o programa norte-americano se voltaria apenas aos países mais pobres. Com a finalidade de proteção ambiental, o mecanismo financeiro pode ser mostrar uma estratégia convincente mesmo para economias mais desenvolvidas.⁵¹⁴

Em conclusão a este tópico, a iniciativa TFCA, no momento a mais importante para reabrir a discussão sobre o emprego de *debt swaps* para fins ambientais reabre o campo de aplicação das conversões da dívida externa para fins ambientais em novos termos por meio de programas bilaterais entre os governos dos Estados Unidos e outros países, fora, portanto, de molduras multilaterais específicas. De um programa voltado a países envolvidos em debilitantes crises de endividamento, comprometedoras da situação social e que agravavam os danos ambientais, a sistemática atualmente adotada indica que os *debt-for-nature swaps* se tornaram um programa de coordenação internacional de interesses de diversas partes, que se voltam à redução dos níveis de endividamento de Estados devedores, ONGs dedicadas à proteção ambiental e credores soberanos ou bancários que aderem à iniciativa. As características parecem apontar para um instrumento de cooperação internacional de adoção mais corriqueira, menos voltada a situações emergenciais marcadas por uma crônica deterioração econômica dos países beneficiários.

5.2. AS CLÁUSULAS DE AÇÃO COLETIVA

De alguma forma, no entanto, os anos de 1990 forneceram alguns elementos para que se acreditasse que os mercados não estavam demonstrando total capacidade de formular adequadamente os contratos em razão de todas as dificuldades ainda observadas de coordenação entre os credores. Apesar de o Plano Brady ter oferecido sinais de que a adesão de amplas maiorias em torno de uma proposta

⁵¹³ O programa TFCA é detalhadamente explicado em BUCKLEY, R. **Debt-for-Development Exchanges: History and New Applications**. Nova Iorque: Cambridge, 2011, p. 57.

⁵¹⁴ Estes também demonstram que o interesse pelos DNS não deve se restringir apenas aos países com dívidas insustentáveis, como é apontado em OCDE. **Lessons Learnt from Experience with Debt-for-Environment Swaps in Economies in Transition**. Paris: OCDE, 2007, p. 25-26.

comum era possível, a possibilidade de insurgência da minoria não aderente contra a proposta majoritária pela via judicial da proteção de seus direitos creditórios era ainda uma preocupação. Formulou-se, então, a estratégia de introdução das cláusulas de ação coletiva nos títulos públicos, conhecidas pelo acrônimo CAC. A defesa desta alternativa, que se colocava em contraposição às propostas de criação de novas instituições internacionais ou de ampliação dos poderes do FMI como instância quase judicial de organização de procedimentos de insolvência pública, foi colocada com maior grau de elaboração pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos, e expressava a ideia de que a alternativa considerada drástica de um tratado multilateral para a resolução das crises da dívida pública não seria necessária caso lacunas contratuais fossem supridas.⁵¹⁵ Como a maioria dos países afetados pelas crises da dívida a emitiam sob o direito de Nova Iorque, os títulos lançados debaixo daquela disciplina jurídica foram tomados como um modelo para as cláusulas de ação coletiva.

Antes de analisar as formas específicas pelas quais as CACs foram propostas sob o direito nova-iorquino, é útil analisar o quadro geral da discussão sobre o problema da ação coletiva na dívida pública. Este debate se insere nas análises que enfatizam as ineficiências dos mecanismos atualmente existentes, identificados, em síntese, com três problemas fundamentais: a existência de *credores não aderentes* às ofertas de troca, comumente conhecidos como *holdouts*, cuja exemplificação no caso argentino demonstrou amplamente a que tipo de estratégias podem recorrer; o *risco moral* de que a existência de procedimentos mais claros estimule a inexecução das obrigações, o dito problema do *moral hazard*; e a incidência dos efeitos econômicos dos descontos conferidos aos devedores sobre os *contribuintes* dos Estados que os concedam. Todos estes aspectos introduzem debilidades nos sistemas de reestruturação predominantemente casuísticos adotados pelos organismos internacionais que se encarregam de coordenar interesses divergentes que confluem para uma proposta unificada de redefinição dos termos de pagamento da dívida pública.⁵¹⁶

De forma mais abstrata, o problema dos não aderentes diz respeito às dificuldades de coordenação de interesses dos diferentes grupos de credores do Estado. Dado que os custos a sua reputação financeira seriam muito elevados caso optasse

⁵¹⁵ Cf. GELPERN, A.; GULATI, M. Public Symbol in Private Contracts: a Case Study. **Washington University Law Quarterly**, Washington, D.C., vol. 84, n. 7, 2006, p. 1641.

⁵¹⁶ Para revisão da literatura a respeito, cf., por todos, SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring: a Bankruptcy Reorganization Approach. **Cornell Law Review**, Ithaca, vol. 85, n. 4, maio 2000, p. 967-971.

por reestruturações forçadas, com o possível estancamento das fontes de crédito e sua exclusão dos mercados financeiros mais relevantes, as reestruturações apresentam a tendência de ocorrer de forma facultativa, com a concordância dos credores afetados. Chegar a alguma forma de consenso entre credores tão numerosos e titulares de direitos de configurações jurídicas distintas não é, no entanto, uma tarefa simples. Isto porque os conflitos de interesses não se dão apenas contra o Estado devedor, mas entre as diversas classes de credores entre si. Ao comporem um grupo, a racionalidade da ação coletiva apresenta características distintas do comportamento de cada indivíduo em seu próprio interesse, e a ação racional individual dos agentes pertencentes ao grupo podem atingir resultados contrários aos interesses coletivos.⁵¹⁷ O problema da ação coletiva, aplicado às reestruturações da dívida pública, exacerba as fragilidades dos procedimentos tradicionais de reestruturação, como já foi analisado.

A compreensão desta ineficiência tem como referência seminal o trabalho de Sachs sobre os problemas de ação coletiva associados à dívida externa.⁵¹⁸ Aí se apontam para possíveis comportamentos individuais que não necessariamente contribuem para o melhor interesse coletivo no mercado de crédito. Ao tratar da dívida bancária sindicada, por exemplo, há incentivos para que os bancos monitorem o desempenho econômico do país para o qual fornecem crédito, mas cada banco individual pode se beneficiar desta supervisão sem que arque com os seus custos. Com este efeito carona, pode-se apontar para desempenho insuficiente dos sistemas de monitoramento. Da mesma forma, a necessidade de reescalonar a dívida pode ser clara, mas não se deve excluir a possibilidade de que cada banco adote estratégias para excluir seus créditos e transferir os custos para os outros membros do consórcio bancário. O evento mais preocupante é que a maximização da utilidade individual conduza ao choque da oferta de crédito a partir do pânico do default, por meio do qual os bancos param de emprestar porque todos os outros fizeram o mesmo. Com isto, mesmo países com perspectivas financeiras normais podem ser atingidos.⁵¹⁹

⁵¹⁷ Ver, por todos, OLSON, M. **The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups**. Cambridge: Harvard University Press, 1965.

⁵¹⁸ Theoretical Issues in International Borrowing. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 54, jul. 1984, p. 1-46. O artigo estende alguns aspectos do problema apresentados em SACHS, J.; COHEN, D. LDC Borrowing with Default Risk. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 925, jul. 1982, p. 1-54.

⁵¹⁹ SACHS, J. Theoretical Issues in International Borrowing. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 54, jul. 1984, p. 5-6.

A tendência a uma atuação crescente dos credores resistentes é uma característica apontada como recente, e decorre das importantes alterações havidas nos mercados da dívida pública desde a década de 1980. Ao se observarem as fontes privadas de fornecimento de crédito ao Estado, a emissão de títulos públicos ganhou significativa importância em relação aos empréstimos de consórcios bancários. Em resumo do que já se disse, credores mais numerosos, instrumentos muito diversificados, anônimos e negociáveis em mercados secundários estimulam as dificuldades de coordenação. Também os objetivos dos detentores de títulos públicos são distintos dos interesses bancários, muitas vezes preferindo uma rápida reestruturação que preserve o valor de seus direitos. Ainda em relação aos títulos públicos, há credores que obtêm vantagens em processos desordenados que lhes permita comprar por um preço menor papéis menos confiáveis.⁵²⁰

Se as alterações de elementos essenciais dos contratos, tais como o principal, os juros e o cronograma de maturidade, exigirem adesão unânime dos credores, cada um deles, individualmente, pode recusar seu consentimento à espera de que o desejo de chegar a um acordo com o Estado induza o devedor ou os outros credores a oferecer algum benefício pela sua adesão. Esta compensação pode consistir em prêmios financeiros ou na alienação onerosa de seus direitos creditórios para outros credores. A ação desarticulada encontra diversos exemplos recentes. As investidas judiciais dos *holdouts* contra as ofertas de reestruturação argentina concluídas em 2010, com a postulação na Corte Federal de Nova Iorque e pela via da arbitragem internacional do pagamento do valor integral dos títulos, são o exemplo mais evidente da aplicabilidade do problema da ação coletiva às renegociações da dívida externa.⁵²¹

A atuação dos credores resistentes, para além deste caso mais notório, é uma preocupação global. Os arquitetos das propostas para a solução da mais recente crise da dívida pública grega se depararam com o desafio de que o sucesso técnico dos programas de reestruturação fosse impedido pela existência de um número grande de credores que não participassem das ofertas e se repetissem, no interior da União Europeia, os problemas judiciais que enfrentava a Argentina em tribunais

⁵²⁰ KRUEGER, A. **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C., 26 nov. 2001. Discurso para o American Enterprise Institute, National Economists' Club Annual Members' Dinner. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>, p. 1-9; SCHWARCZ, S. "Idiot's Guide" to Sovereign Debt Restructuring. **Emory Law Journal**, Atlanta, vol. 53, s. n., 2004, p. 1193.

⁵²¹ HORNBECK, J. F. Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts". **CRS Report for Congress R41029**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2013.

estrangeiros. As dificuldades daí resultantes foram, então, sintetizadas no risco de que a não adesão de um percentual relativamente importante implicasse o descrédito dos fundamentos financeiros da proposta de conversão dos títulos, a desmoralização da maioria participante caso os credores minoritários obtivessem, pela via judicial, o reconhecimento do direito ao pagamento integral dos débitos e, se não houvesse seu pagamento, que um país do interior do bloco europeu se visse envolvido décadas a fio em complexas disputas jurídicas que comprometeriam a estabilidade financeira de toda a comunidade.⁵²² As negociações individuais do banco Crédit Suisse com o governo russo durante a crise daquele país fornecem outro exemplo semelhante das dificuldades de articulação de interesses entre os credores de uma mesma categoria.⁵²³ Em consequência, cada etapa das renegociações financeiras enfrenta problemas de ação coletiva que flagelam – o termo é de Sachs – o reajuste dos débitos, em detrimento da maioria dos credores e dos evidentes interesses do devedor em levar a cabo o acordo sobre a dívida.⁵²⁴

As primeiras iniciativas de lançamento de títulos públicos que previssem maioria qualificada em vez de unanimidade para alterações contratuais passaram praticamente despercebidas. Assim, ainda que em 1997 o Cazaquistão já houvesse lançado títulos em Nova Iorque que previssem os efeitos vinculantes de uma decisão de 75% dos credores sobre os demais, foi em 2003 que o tema ganhou maior projeção, dessa vez pela emissão de papéis mexicanos com cláusulas de mesmo teor.⁵²⁵ A inclusão de cláusulas novas em contratos financeiros complexos envolve alguns custos associados com as necessidades de adaptação dos mercados aos novos termos e com os riscos de que sua interpretação judicial não seja favorável aos seus formuladores, razão pela qual o tema se tornou, então, objeto de maior debate.⁵²⁶ Com a nova cláusula contratual presente em títulos públicos do México emitidos em Nova Iorque, tornaram-se realidade as versões que vinham sendo discutidas

⁵²² BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; TIRADO, I. The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings. **Butterworth Journal of International Banking and Financial Law**, Londres, abr. de 2013, p. 191-194.

⁵²³ Cf. COWELL, A. International Business: More Trouble Seen on Defaulted Russian Debt. **The New York Times**, 16/3/1999.

⁵²⁴ Do We Need an International Lender of Last Resort?. **Frank Graham Memorial Lecture**, Princeton University, abr. 1995, p. 1.

⁵²⁵ GELPERN, A.; GULATI, M. Public Symbol in Private Contracts: a Case Study. **Washington University Law Quarterly**, Washington, D.C., vol. 84, n. 7, 2006, p. 1628-1629.

⁵²⁶ Sobre os custos de alteração, ou *switching costs*, ver KAHAN, M.; KLAUSNER, M. Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or the Economics of “Boilerplate”). **Virginia Law Review**, Charlottesville, vol. 83, n. 4, maio 1997.

para alterações neste sentido. Havia, assim, duas propostas em curso. A primeira delas era a de *cláusulas coletivas de modificação*, pelas quais a reestruturação aceita por percentual previamente definido dos credores é vinculante sobre todo o grupo. A segunda referia-se a *cláusulas coletivas de aceleração*, que proibiriam credores individuais de pleitear judicialmente o pagamento integral dos títulos em um evento de default, exigindo-se o voto autorizador de um percentual mínimo de credores para que o recurso à via judicial fosse possível.⁵²⁷ Ambas procuravam limitar os embaraços que credores individuais dissidentes pudessem causar a acordos gerais de reestruturação. Os títulos mexicanos de 2003 previam ambos os tipos de cláusulas de ação coletiva, tanto de modificação quanto de aceleração, a partir de esforços governamentais para que fossem introduzidos, no que foram depois seguidos por outros países.

Assim, conquanto os trabalhos para a disseminação das cláusulas de ação coletiva possam ser referidos como mais uma das estratégias de mercado para a resolução das crises da dívida pública, de forma a lidar especificamente com o problema dos *holdouts* e as dificuldades de coordenação daí originadas, elas são fruto de elaborações oficiais que postularam por sua disseminação.⁵²⁸ O principal foro de discussão da matéria foi o G7, que, em 1998, incluiu as CACs em seu programa de trabalho para a reforma do sistema financeiro internacional, o que foi endossado na reunião de Colônia do ano seguinte. A introdução de procedimentos mais claros para a resolução de crises de pagamento, no entanto, poderia aumentar o custo do crédito por estimularem eventuais moratórias dos devedores, razão pela qual a ideia não foi imediatamente aceita pelos mercados e por países em desenvolvimento.⁵²⁹ Inobstante as primeiras ressalvas, estas cláusulas apareceram em praticamente todas as emissões de títulos públicos sob o direito de Nova Iorque após 2003.⁵³⁰ Desse modo, estas modificações contratuais não foram impelidas por geração espontânea, mas por uma ampla articulação internacional

⁵²⁷ WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. A People's History of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 54, n. 1, 2013, p. 53.

⁵²⁸ Para a abordagem contratual como expressão de uma estratégia de mercado, cf. SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring Options: an Analytical Comparison. **Harvard Business Law Review**, Cambridge, vol. 2, 2012, p. 103.

⁵²⁹ Para a discussão sobre os custos das CACs para os empréstimos públicos, cf. EICHENGREEN, B.; MODY, A. Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 7458, 2000.

⁵³⁰ Para o acompanhamento gráfico do crescimento da adesão às cláusulas de ação coletiva, ver WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. A People's History of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 54, n. 1, 2013, p. 58.

entre agentes oficiais e privados, a partir de cujas gestões se passou a cogitar de que melhores formulações contratuais serviriam de mecanismos de resolução das crises da dívida pública, ainda que não houvesse demonstrações empíricas a esse respeito. A própria percepção de atores do mercado era difusa sobre a eficácia das cláusulas de ação coletiva para os objetivos a que elas se propunham, com informações incompletas a respeito.⁵³¹

A solução pela via das alterações contratuais desponta, atualmente, como uma das tendências mais importantes no cenário regulatório internacional da dívida pública. As reservas que as cláusulas de ação coletiva encontraram em seus momentos iniciais foram superadas em razão da concorrência de dois fatores fundamentais, a concordância de agentes privados com os novos contratos, e os incentivos do setor oficial para que fossem promovidas as alterações que o mercado, por si mesmo, parecia não promover. No atual momento econômico, a resistência a cenários regulados por instituições multilaterais de índole falimentar parece conferir maior impulso a alternativas que se refiram apenas à inclusão de efeitos vinculantes para as modificações acordadas por uma maioria qualificada de credores. O que pode exemplificar bem o atual estágio regulatório é a ênfase conferida às CACs como possibilidade de saída à crise financeira europeia, as quais assumiram feições mais bem definidas durante a renegociação da dívida grega e passaram a ser chamadas, então, de *euro-CACs*.

Depois do ano de 2012, todos os títulos públicos da zona do euro com maturidade superior a um ano passaram a prever cláusulas padrão de ação coletiva, com o propósito de incentivar a formação de consensos entre devedores em torno de reestruturações necessárias. Desta forma se pretendia evitar que eventuais minorias em dissenso gerassem expectativas negativas no interior do seu grupo de credores quanto à possibilidade de que aqueles que aderissem à proposta de conversão ficassem em situação mais desfavorável do que aqueles que não o fizessem. O sentido do maior estímulo às reestruturações como via de solução de controvérsias financeiras era oferecer uma alternativa aos resgates financeiros imediatos, com a transferência de recursos comunitários ao país em crise de pagamentos, o que se promoveria com a alternativa menos dramática de saídas voluntárias e consensuais entre uma maioria dos envolvidos. Deste modo, as cláusulas de modificação foram

⁵³¹ Extremamente elucidativa é a pesquisa conduzida por A. Gelpern e M. Gulati com dado número de agentes, os quais tinham opiniões muito variadas sobre os efeitos das CACs e davam razões muito distintas para sua adesão às propostas. Cf. *Public Symbol in Private Contracts: a Case Study*. **Washington University Law Quarterly**, Washington, D.C., vol. 84, n. 7, 2006.

invocadas como um cenário mais favorável à resolução de situações conflitivas de inexecução da dívida pública cuja constância, no complexo ambiente financeiro europeu, se mostraria uma ameaça à unidade do bloco.⁵³²

A reunião da cúpula do euro de 26 de outubro de 2011 já havia sugerido que a Grécia promovesse a troca voluntária dos títulos antigos por novos, com descontos nominais de 50%. Desta recomendação resultou a reestruturação da dívida pública grega de março e abril de 2012, promovida em conjunto com credores privados, cuja representação se deu por comitês creditórios formados pelos bancos mais importantes. No âmbito europeu deu-se algo semelhante ao que ocorre nas renegociações dos Clubes de Paris e de Londres, em que instituições multilaterais como o FMI e o Banco Mundial colocam à disposição serviços de financiamento que confirmam maiores garantias ao cumprimento dos acordos. A dívida grega contou, no entanto, com acordo de financiamento conjunto por fundos europeus, aplicados mediante o Fundo de Estabilidade Financeira Europeu (EFSF, para *European Financial Stability Fund*), cujo acionamento foi facilitado pela presença de um comitê organizado de credores em vez de ações desarticuladas dos portadores dos títulos. Ao contrário, no entanto, do que se observara em estratégias de estruturação baseadas em um menu de opções, ofereceu-se aos investidores uma única oferta de troca.⁵³³

De importância para a estruturação dos mecanismos de modificação das condições de pagamento da dívida pública, nesse intrincado processo de renegociações, foi o recebimento pelos credores, da parte do governo grego, de uma *solicitação de consentimento* sobre as trocas dos títulos de que eram portadores, em que se consentia com a reestruturação. Esta solicitação incluía a permissão para que os novos papéis contivessem cláusula de modificação diversa daquela que a quase totalidade dos títulos gregos previa até então. Estes se manifestavam pela decisão unânime como condição para a reestruturação daquela classe de títulos, de acordo com a legislação interna da Grécia. Com efeito, apenas uma parcela pequena, menos de 10% do valor de face elegível a reestruturação, continha alguma forma de CAC, pois sujeitos à lei inglesa, em que a decisão majoritária para alteração é

⁵³² CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA. **Comunicado à Imprensa**, Bruxelas, 28/11/2010, disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf.

⁵³³ Para informações pertinentes às fases da reestruturação da dívida grega, cf. ZETTELMEYER, J.; TREBESCH, C.; GULATI, M. *The Greek Restructuring Debt: an Autopsy*. **Working Paper Series**, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., ago. 2013, p. 8-9.

cláusula contratual usual.⁵³⁴ Esta alteração veio, por fim, pela aprovação de lei⁵³⁵ pelo parlamento grego que submetia os instrumentos financeiros sujeitos ao direito daquele país a uma permissão geral para reestruturação desde que com o assentimento de maioria qualificada dos credores do grupo alvo da conversão. Essa maioria foi definida não apenas em função dos credores aderentes, assinalados em dois terços do total, mas também pela representatividade dessa maioria, que deveria corresponder a pelo menos 50% do valor de face da dívida perante aquela categoria.⁵³⁶

Conquanto se organizassem as alterações negociais dos títulos públicos por meio de cláusulas de ação coletiva modificativas, a via pela qual ela foi inserida tem procedência interna, válida para os instrumentos financeiros emitidos sob a lei nacional. Sob esse aspecto, não se criou alguma forma de aceitação internacional das CACs como alternativas preferenciais de organização dos mecanismos de resolução das crises da dívida pública em âmbito internacional. A partir de primeiro de janeiro de 2013, no entanto, passou a vigor o dispositivo do Tratado do Mecanismo Europeu de Estabilização que cuida da introdução das cláusulas de ação coletiva na área do euro, o que foi qualificado, nesse documento comunitário, como um princípio de ação das operações financeiras do bloco.⁵³⁷

Essa trajetória expõe que as cláusulas de ação coletiva, admitidas no direito inglês desde longa data e tornadas frequentes nos títulos emitidos em Nova Iorque a partir de 2003, tornaram-se também um dos veículos de promoção da estabilidade financeira no âmbito do bloco europeu. Seria possível dizer, então, que estas experiências demonstram que as CACs se mostram como a alternativa mais segura para reforma da arquitetura financeira global em direção a procedimentos mais ordenados de reestruturação da dívida pública? A resposta não é unívoca. Se, para negócios jurídicos específicos, cláusulas de ação coletiva podem oferecer maior

⁵³⁴ Ao menos desde 1824 títulos ingleses já continham alguma forma de ação coletiva. Cf. WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. A People's History of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 54, n. 1, 2013, p. 62.

⁵³⁵ Greek Bondholder Act, 4050/12, de 23 de fevereiro de 2012.

⁵³⁶ Ver, mais uma vez, ZETTELMEYER, J.; TREBESCH, C.; GULATI, M. The Greek Restructuring Debt: an Autopsy. **Working Paper Series**, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., ago. 2013, p. 11.

⁵³⁷ Segundo o artigo 12, 3, “[c]ollective action clauses shall be included, as of 1 January 2013, in all new euro area government securities, with maturity above one year, in a way which ensures that their legal impact is identical” (UNIÃO EUROPEIA. **Treaty Establishing the European Stability Mechanism**, Bruxelas, 2/2/2012).

segurança sobre as vantagens da negociação e da adesão a propostas de conversão da dívida pública, há significativas divergências nas percepções sobre a efetiva utilidade de tais cláusulas para a promoção da coordenação entre as partes.

É perceptível que o atual padrão de reformas tem sido a adoção das cláusulas de ação coletiva, o que atende a um dado favorecimento à superação de dificuldades enfrentadas por países altamente endividados frente aos *holdouts*, mas não à ideia de que oferecem saídas estruturais como mecanismos definitivos de resolução. Os problemas de coordenação que se estabilizariam pela via das cláusulas modificativas por maiorias qualificadas seriam resolvidos em seus efeitos *ex post*, mas não contribuiriam significativamente para as debilidades *ex ante* ou concomitantes às reestruturações. A formação de maiorias vinculantes em torno de modificações das condições de pagamento de títulos públicos, em aspectos diversos como prazos, juros ou reduções do principal, oferece alguma resposta aos potenciais conflitos intercreditórios após a conclusão dos acordos, mas não muito mais do que isso; algo que se mostraria de grande utilidade apenas em casos excepcionais como o argentino, nos quais os problemas de coordenação causados por credores em dissenso assumiram proporções relevantes, mas que não são, segundo parte da literatura, a regra nas reestruturações da dívida pública. Segundo essas referências, os *holdouts* não seriam o principal problema a ser resolvido, e a comunidade internacional deveria se concentrar mais, nos termos em que esse debate é posto, sobre soluções institucionais mais aptas para prevenir as crises e fortalecer acordos durante as renegociações.⁵³⁸ Não é o caso de afirmar que se trate de um falso problema, mas de uma debilidade que, apesar de poder causar eventuais rupturas e dificultar a formação de acordos necessários, não é tão frequente como ocasionalmente se alerta.⁵³⁹

A presença dos fundos abutres, no entanto, diante de Estados cuja imunidade de jurisdição é interpretada como relativa nas recentes decisões nova-iorquinas no caso argentino, evidencia o problema dos *holdouts*. Não é necessário afirmar sua precedência sobre todas as demais fragilidades da organização internacional da

⁵³⁸ BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; TIRADO, I. The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings. **Butterworth Journal of International Banking and Financial Law**, Londres, abril de 2013; sobre a proeminência do tema da resolução das crises sobre outras alternativas, cf. GRIFFIN, S. GDP-Linked Bonds: Lessons from Greece. **International Financial Law Review**, Londres, 15/4/2015.

⁵³⁹ A referência ao problema dos *holdouts* como um problema que tem despertado preocupações excessivas é o estudo de ZETTELMEYER, J.; CHAMON, M.; BI, R. The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings. **IMF Working Paper 11/265**, Washington, D.C., 2011.

dívida pública, pois não se trata de uma disputa para definir qual é o problema mais grave, mas o contexto recente mostra sua importância em razão das vitórias obtidas por aqueles investidores.⁵⁴⁰ A contribuição das CACs, da forma como foi proposta em 2003, nos títulos emitidos em Nova Iorque, e em 2012, na União Europeia, mostra-se, ainda assim, apenas incremental; não há qualquer forma de entendimento sobre serem elas incentivos duradouros para a participação de credores em processos de renegociação da dívida pública. Não é de forma alguma óbvia a afirmação de que os recentes resgates financeiros de países como a Grécia teriam sido evitados caso os contratos sob ameaça de inexecução contivessem cláusulas de ação coletiva, o que exhibe a fragilidade de sua defesa como alguma forma de solução global abrangente para as crises de endividamento.⁵⁴¹

Além disso, dadas as diversas formas que as configurações contratuais podem assumir em cada um dos inúmeros tipos de títulos públicos, sujeitos a direitos aplicáveis distintos, elas ainda podem assumir feições muito diferentes, mas o recente debate tem se centralizado, como se viu com as euro-CACs, quase que exclusivamente sobre a adoção de cláusulas modificativas. Isso acaba por limitar as suas possibilidades de incentivo à conclusão das renegociações com a composição de maiorias entre os credores. Outras formas de cláusula coletiva, tais como a de aceleração, não têm sido discutidas nas tendências mais recentes de sua inclusão em diversos títulos públicos. Sob o aspecto funcional, portanto, a agenda de reformas por meio de cláusulas de ação coletiva tem, necessariamente, condições modestas de servir como efetivo mecanismo de resolução das crises da dívida pública, mesmo que ofereçam, eventualmente, proteções aos interesses de uma maioria dos credores contra a ação de *holdouts*.

Por fim, a configuração das CACs tem levado, ainda, a enfrentá-las o *problema da agregação*, pelo que se denominam *cláusulas de agregação*. Suponha-se, por exemplo, que determinado contrato contenha cláusula de modificação que exija a formação de maioria qualificada de 75%. Este dispositivo contratual tem seu âmbito de validade normalmente restrito àqueles credores que detêm títulos de um mesmo tipo. Desse modo, a ação dos *holdouts* não seria completamente evitada se,

⁵⁴⁰ SCHUMACHER, J.; TREBESCH, C.; ENDERLEIN, T. Sovereign Defaults in Court: the Rise of Creditor Litigation, 1976-2010. **Working Paper**, Munique, 2014. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997.

⁵⁴¹ GELPERN, A.; GULATI, M. The Wonder-Clause. **Journal of Comparative Economics**, vol. 41, n. 2, 2013, p. 367; GITLIN, R.; HOUSE, B. **Just Enough, Just in Time: Improving Sovereign Debt Restructuring for Creditors, Debtors and Citizens**. Ontario: Center for International Governance Innovation (CIGI), 2015, p. 22.

dentro daquela mesma categoria, o credor interessado em romper as renegociações comprasse os créditos de outros de forma acumular mais de 25% do montante devido para aquela classe. A simples cláusula de modificação seria inócua para impedir, nesse caso, que credores resistentes perseguissem estratégias individuais distintas e contrárias ao atingimento de um acordo de reestruturação. As provisões de agregação cuidam de que os credores do conjunto das classes creditórias tenham condições de superar a não formação de maiorias qualificadas em uma dada classe. A situação fica mais clara com o exemplo argentino, que introduziu cláusulas de agregação em seus títulos públicos emitidos depois de 2002. Segundo aquelas disposições, se houver o voto favorável de 85% do total dos títulos pendentes que aprovem a modificação de seus termos de pagamento (*cross series vote*), não importa que uma dada categoria não tenha atingido a maioria de 75%. Os portadores do conjunto das emissões ficam vinculados aos termos de modificação desde que cada uma das categorias tenha atingido ao menos uma maioria de dois terços, isto é, 66,67%. As cláusulas de agregação foram adotadas, além da Argentina, pelo Uruguai, pela República Dominicana e, mais recentemente pela Grécia, com a diferença de que, nas euro-CACs, a exigência de voto *cross-series* é de 75%.⁵⁴²

5.3. MECANISMOS PERMANENTES DE RESOLUÇÃO

A busca de alternativas mais robustas que as cláusulas de ação coletiva tem incentivado a discussão sobre a emergência de mecanismos ordenados de reestruturação da dívida pública, os quais, dotados da necessária legitimidade, se assemelhem à organização que os direitos nacionais conferem aos processos de negociação entre credores e devedores em casos de insolvência. O modelo mais frequentemente mencionado é o já citado capítulo 11 do Código Falimentar dos Estados Unidos, o qual ofereceria, por analogia, critérios de solução de conflitos permanentes, que se sobreporiam à atuação *ad hoc* dos Clubes de Londres e de Paris e às articulações de mercado eventualmente bem sucedidas, mas de evolução lenta até formarem os consensos necessários para sua adequada execução, tais como o Plano Brady, e a outras medidas que se dirigem a contornar fragilidades fundamentais dos processos de reestruturação da dívida pública, como as dificuldades de coordenação dos

⁵⁴² Para a descrição dos elementos essenciais das cláusulas de agregação, bem como de outras cláusulas de ação coletiva, ver também BRADLEY, M.; GULATI. *Collective Action Clauses for the Eurozone: na Empirical Analysis*. **Review of Finance**, Londres, vol. 18, n. 6, 2014. Para aspectos teóricos do problema da agregação, cf. EICHENGREEN, B.; MODY, A. *Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt Restructuring?*. **American Economic Review**, Nashville, vol. 93, n. 2, 2003, p. 80-84.

interesses, mas cuja eficácia é limitada a contratos específicos, categoria na qual se situam as cláusulas de ação coletiva. A Comissão Internacional da Dívida, proposta nos anos 70, foi uma ideia natimorta, mas muitos dos seus fundamentos se encontram presentes nas recomendações da Assembleia Geral das Nações Unidas por uma moldura jurídica multilateral à dívida pública e inspiraram propostas do Fundo Monetário Internacional sobre a importância de normas procedimentais internacionais que ofereçam respostas ágeis, calculáveis e previsíveis às negociações entre credores, particularmente os privados, e o Estado devedor, e assim contribuam para o retorno à normalidade do fluxo dos pagamentos – o que significa a reinserção nos mercados financeiros.⁵⁴³

Alguns aspectos merecem ser considerados ao se falar em analogia entre categorias normativas falimentares usualmente aplicadas a entes privados e instituições multilaterais que mantenham com elas pontos de contato. Antes, portanto, de considerar os cenários mais discutidos neste sentido, é preciso que algumas noções prévias, que geralmente tomam da discussão, sejam contextualizadas. A mais importante delas é a ideia de que a analogia seria descabida porque a inexecução dos bens públicos impediria sua liquidação por órgãos jurisdicionais, quase-jurisdicionais ou de qualquer outra natureza atuante no âmbito internacional. Os direitos falimentares modernos têm instrumentos mais diversos do que a execução dos bens do insolvente. Quando se fala em aproximação entre normas falimentares e a introdução de normas multilaterais aplicáveis à dívida pública, seu significado está muito mais associado à aplicação de processos que, naquele âmbito jurídico, se conhecem como reestruturação do que, propriamente, liquidação dos bens. A mudança de paradigma a que se refere C. Paulus diz respeito ao deslocamento de normas associadas à punição para outras que se dirigem ao saneamento das atividades do devedor; o encorajamento ao *fresh start* tão mencionado nos Estados Unidos, cujo diploma falimentar tem servido de inspiração para os debates de redesenho institucional atualmente veiculados.⁵⁴⁴ Com a disciplina da inexecução da dívida pública a partir de procedimentos institucionalizados, poderiam ser encontradas estratégias

⁵⁴³ Em revisão da literatura a respeito do tema, K. Rogoff e J. Zettelmeyer afirmam que “(...) although the economics literature during the 1980s does not provide any simple answers, it does suggest that the laissez-faire approach to international debt crises does not generally result in efficient outcomes. In these circumstances, an institutional framework governing sovereign debt workouts can improve matters, although the extent to which it does so will depend on the exact nature of default costs (Bankruptcy Procedures for Sovereigns: a History of Ideas, 1976-2001. **IMF Staff Papers**, Washington, D.C., v. 49, n. 3, 2002, p. 478).

⁵⁴⁴ PAULUS, C. Ein Kaleidoskop aus der Geschichte des Insolvenzrechts. **Juristen Zeitung**, Tübingen, vol. 64, n. 23, nov. 2009, p. 1151.

para evitar que as necessárias medidas de reestruturação fossem confundidas por decisões unilaterais ilegítimas; isto é, o alívio da dívida por meio de acordos voluntários seguindo procedimentos pré-ordenados não poderia ser imediatamente associado a um “calote” injustificado.⁵⁴⁵

Esta é a tendência que emoldura a solução institucional de mecanismos permanentes de resolução das crises de endividamento, a qual se aproxima de concepções mais modernas do direito falimentar, em que se observa a atenuação de medidas sancionatórias em favor de maior preocupação com a recolocação econômica do capital paralisado pela crise de solvência; a reestruturação da atividade econômica, para que se repositone nas trocas econômicas, é uma orientação útil para a superação de crises econômicas, a qual vale para institutos falimentares de direito privado, mas que também pode inspirar critérios de renegociação da dívida pública. A bem dizer, esta oposição aqui colocada é certamente esquemática, e serve apenas para realçar as principais distinções entre diferentes sentidos do direito falimentar. Algum abrandamento das sanções contra o insolvente já poderia ser observado desde algumas inovações legislativas romanas, tais como a *lex Iulia*, segundo a qual o devedor, desde que sem dolo, poderia se livrar da pena de *infâmia* por meio de procedimentos de transferências patrimoniais presentes e futuras para os credores (o que se denominava *cessio bonorum*, depois ampliada no Código de Justiniano).⁵⁴⁶ A reabilitação do devedor não é propriamente uma novidade inesperada para um observador atento a tais transformações, e constatar restrições à execução de bens do Estado não deve significar que se afastam, de imediato, quaisquer aproximações com institutos falimentares que não se referem à liquidação de bens, mas aos mecanismos de coordenação de interesses entre o devedor e os credores para que aquele recupere condições de organizar sua atividade econômica.

Não é o caso de expor, aqui, as diferentes interpretações que existem sobre as funções de concepções falimentares ligadas às oportunidades de recomeço das atividades do devedor, seja ele público ou privado. Mas será suficiente observar que, além das razões históricas, há também motivações econômicas suficientes para que a referência a processos de insolvência se torne menos um estigma e mais um instituto

⁵⁴⁵ Ver, a respeito, o que L. C. Bresser-Pereira comenta sobre a legitimidade de medidas de redução da dívida frente ao que chama de um estatuto jurídico universal em **Os Tempos Heroicos de Collor e Zélia: Aventuras da Modernidade e Desventuras da Ortodoxia**. São Paulo: Nobel, 1991, p. 80.

⁵⁴⁶ Sobre o tema, ver POVEDA VELASCO, I. M. Algumas Considerações a Respeito do Beneficium Competentiae. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, vol. 91, 1996, p. 66-73.

de importância econômica.⁵⁴⁷ Se o objetivo das sucessivas atenuações das sanções que recaíam sobre o devedor se mostrava necessários para preservar seu mínimo existencial, as transformações mais recentes do direito falimentar têm um tom mais fortemente econômico: a emergência de novos setores econômicos que se caracterizam por bens e serviços que incorporam conhecimento, informação e tecnologia, dentre outros elementos imateriais, tem levado o direito falimentar a ampliar seus instrumentos de ação. Aqueles bens muito imperfeitamente seriam liquidáveis em procedimentos tradicionais de insolvência nos quais o patrimônio do devedor é alienado para a satisfação dos devedores, em razão das dificuldades de sua adequada tradução em valores pecuniários.⁵⁴⁸ Além disso, um dos princípios mais importantes do direito falimentar, a *par conditio creditorum*, a igualdade entre os credores, se manifesta não apenas como elemento formal de organização de acesso às respectivas partes do patrimônio liquidado, mas também como fator de estabilização da decisão negociada: as concordatas, pelas quais se põe fim à situação de insolvência por manifestação de vontade da comunidade de credores e do devedor comum, têm natureza coletiva. Sob as diversas formas que os direitos nacionais possam organizar mecanismos semelhantes de reorganização, essas decisões conjuntas se destinam a evitar que alguma das partes individuais possa forçar o devedor à declaração de falência, o que pode não ser de seu próprio interesse e tampouco da comunidade de credores, mais interessada na continuidade de suas atividades.⁵⁴⁹ A expectativa de melhora na posição econômica do devedor insolvente pode representar solução mais satisfatória para si próprio e para os credores, e o acordo ali firmado apresenta um componente de sujeição às decisões majoritárias,

⁵⁴⁷ Por todas as referências à análise econômica do direito falimentar, cf. SCHMIDT, R. **Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980.

⁵⁴⁸ Esta é, novamente, a explicação dada por C. Paulus para a diversificação dos mecanismos de enfrentamento de insolvências pelas ordens jurídicas nacionais. Cf. Ein Kaleidoskop aus der Geschichte des Insolvenzrechts. **Juristen Zeitung**, Tübingen, vol. 64, n. 23, nov. 2009. Ver, também, PAULUS, C. Resolvenzrecht als Mittel zur Haushaltsdisziplin. **Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik**, Colônia, vol. 90, n. 12, 2010, p. 793.

⁵⁴⁹ *A par conditio creditorum* não é apenas um princípio moral, mas também funcional na ordem econômica. “Der Gleichheitsgrundsatz im Vergleich ist eine ‘Billigkeitsmaxime’, aber er ist nicht ‘inhaltarm’ und ‘blutleer’, denn ohne ihn ist ein in der Rekonstruktion fingierter Konsens über die Einrichtung eines Mehrheitszwangs, der die ex ante-Zustimmung aller zukünftiger Gläubiger findet, nicht denkbar, und ohne Mehrheitszwang ist die Erhaltung einer insolventen aber auch im Gläubiger Interesse erhaltenswerten Unternehmung nicht möglich” SCHMIDT, R. **Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980, p. 55. Ainda sobre seu conteúdo material, ver o clássico BERGES, A. M. Die rechtlichen Grundlagen der Gläubigergleichbehandlung im Konkurs. **Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen**, Colônia, vol. 18, s. n., 1957, p. 49-58.

de forma a evitar vantagens especiais e a garantir que as normas que preveem a formação desses acordos atinjam sua função de incentivar a reorganização do capital eventualmente inutilizado pela situação de incapacidade definitiva ou temporária de pagamento.

Sob a perspectiva das funções que podem ter, o desempenho de determinados institutos falimentares pode fornecer elementos para a institucionalização das relações entre devedores e credores no plano internacional também em relação aos pagamentos da dívida pública, notadamente aqueles que disciplinam a reorganização da economia do ente endividado.⁵⁵⁰ De um lado, portanto, a aproximação entre institutos falimentares e as crises da dívida pública é possível na medida em que se admitam regras procedimentais para a formação de acordos entre credores e devedores. De outro, porém, o maior interesse por possibilidades institucionais alternativas para a dívida pública em âmbito internacional não poderia se contentar com afirmações de princípio, e dependeria ainda da referência a projetos mais detalhados.⁵⁵¹ Em outras palavras, é preciso explicar exatamente como novas instituições poderiam contribuir com a recuperação econômica de Estados altamente endividados e cujos pagamentos despertam conflitos com os credores. Esse tipo de contribuição seria possível caso houvesse algum ente internacional com competência para conduzir os processos de solução de conflitos a partir de regras secundárias previamente estabelecidas, o que dependeria, ainda, de previsões contratuais pelas quais as partes aceitassem as competências desse ente, e perante o qual processariam seus pedidos de forma alternativa à invocação das cláusulas de ação coletiva.⁵⁵²

Essa proposta, de elaboração simples mas de execução complexa, tem sua razão de ser nas ideias veiculadas pelo Fundo Monetário Internacional, em 2001, sobre a necessidade de introdução de mecanismos permanentes de reestruturação da dívida pública. No bojo da crise argentina, esse instrumento foi denominado

⁵⁵⁰ MALAGARDIS, A. **Ein Konkursrecht für Staaten? Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart**. Baden-Baden: Nomos, 1990, p. 27.

⁵⁵¹ Exemplo de como se pode proceder à análise de políticas concretas, devidamente relacionadas com o ambiente econômica em que se inseriam, pode ser lido em AGGARWAL, V. *The Evolution of Debt Crises: Origins, Management and Policy Lessons*. In: AGGARWAL, V.; GRANVILLE, B. (Org.). **Sovereign Debt: Origins, Crises and Restructuring**. Londres: Royal Institute of International Affairs, 2003, p. 11-35.

⁵⁵² Algo que, em sua forma mais simples, poderia ser escrito como sugere C. Paulus: “[i]n cases of default, the issuing sovereign is permitted, alternatively to activating the Collective Action Clauses, to activate a resolency proceeding by filing a respective petition with the Resolency Court” (Sovereign Defaults to be Solved by Politicians or by Legal Proceedings?. **Law and Economics Yearly Review**, Londres, vol. 1, n. 2, 2012, p. 218).

como *sovereign debt restructuring mechanism* (SDRM). Seus efeitos jurídicos se dariam a partir da modificação do Acordo Constitutivo do Fundo, que passaria a prevê-los como parte da estrutura de enfrentamento de crises da dívida pública com que contaria aquela instituição, de forma vinculante para seus membros. Diferentemente do que acabou por se observar com as cláusulas de ação coletiva, a adoção daqueles mecanismos não ficaria, portanto, a cargo de cada soberano em suas relações contratuais, mas faria parte do arcabouço institucional financeiro internacional. Em razão de sua ambição, é possível entrever que a introdução de mecanismos contratuais se coloca como um tipo de modificação mais simples do que a criação de estruturas globais mais amplas.⁵⁵³ Os mecanismos permanentes não foram, no entanto, completamente ignorados ao longo desse tempo, e a atuação do FMI em sua defesa representa uma de suas fontes de maior expressão.

De forma a oferecer incentivos suficientes para a formação de acordos entre credores e devedores, e também no interior do próprio grupo de credores, o quadro regulatório do SDRM se aproximaria analogicamente no capítulo 11 do estatuto falimentar dos Estados Unidos, com o qual os agentes financeiros já estariam mais acostumados a lidar. Trata-se, portanto, de um modelo de reorganização a partir da intervenção de uma instituição que desempenharia funções próximas àquelas de uma instância judicial, sob responsabilidade, segundo a proposta de Anne Krueger, do próprio FMI nos imaginados processos de reabilitação das finanças do Estado com pendências financeiras.⁵⁵⁴

Parte da funcionalidade da proposta adviria do fato de que, a despeito das limitações que a aplicação analógica de institutos falimentares poderiam oferecer, o sistema norte-americano não é estranho aos procedimentos de reorganização das finanças de entes públicos. Assim, o Capítulo 9 do *Bankruptcy Act*, aplicável às municipalidades financeiramente esgotadas, é expressamente citado na proposta do FMI para o SDRM como exemplo de procedimentos em que as cortes, a despeito de terem a responsabilidade de coordenar a formação de acordos entre os credores e o ente público, não têm competência para interferir em decisões políticas ou governamentais locais, e tampouco oferece possibilidades de liquidação do patrimônio municipal; há, no entanto, a disciplina dos *ajustes dos débitos*, que se baseiam em renegociações entre o ente público devedor e os credores a partir de um plano de reorganização oferecido pelo primeiro, que evidenciará a estratégia de

⁵⁵³ MALAGUTI, M. Sovereign Insolvency and International Legal Order. **International Community Law Review**, Londres, vol. 11, n. 3, 2009, p. 307-326.

⁵⁵⁴ KRUEGER, A. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C.: FMI, 2002.

redução dos passivos.⁵⁵⁵ Ao contrário, porém, do que se aplica às municipalidades, que não são entes autônomos em relação aos seus respectivos estados, o qual poderá exercer alguma forma de controle de despesas, os Estados nacionais são soberanos e isso impediria aproximações maiores com esta parte do código falimentar especificamente aplicável às municipalidades norte-americanas. Daí que se tenha buscado, no âmbito da proposta formulada pelo FMI, amparo no capítulo 11 do código falimentar norte-americano, que lida com entidades privadas capazes de elaborar com maior liberdade suas propostas de reestruturação (as corporações), e não no capítulo 9, que trata de entes não completamente autônomos, para a construção da proposta dos mecanismos de resolução da dívida pública.⁵⁵⁶

O objetivo do SDRM seria conferir às renegociações da dívida pública uma moldura normativa que, antes que o Estado declarasse moratória, incentivasse soluções rápidas e colaborativas sobre a resolução de obrigações financeiras insustentáveis de maneira a preservar o valor dos ativos e viabilizar o retorno aos mercados financeiros no médio prazo, com o que se esperaria reduzir o custo das reestruturações.⁵⁵⁷ O modelo escolhido incluiria, em primeiro lugar, a definição de critérios sobre quais propostas seriam elegíveis para a ativação dos mecanismos de resolução, para o que concorreria alguma definição estatutária genérica, mas também a vontade das partes em cada caso específico. Um ponto importante para o sistema de incentivos envolveria a inclusão dos pleitos judicializados entre aqueles passíveis de reestruturação. Assim, as *judgment claims* também estariam incluídos entre as *eligible claims*, e os credores que cogitassem mover ações judiciais para o reembolso integral após a ativação do mecanismo poderiam, ainda assim, ver aqueles créditos reestruturados por decisão da maioria dos credores. Com isto o mecanismo de resolução da dívida soberana se diferenciaria das cláusulas de ação coletiva, as quais não vinculam os credores que já receberam decisões favoráveis em litígios judiciais antes de iniciadas as tratativas de reestruturação.⁵⁵⁸ Em segundo lugar, das obrigações

⁵⁵⁵ Para explicações mais detalhadas em vista da evolução mais recente do tema, cf. LAWALL, F.; MILLER, G. *Debt Adjustments for Municipalities under Chapter 9 of the Bankruptcy Code*. Sem local: Lexis Nexis, 2012.

⁵⁵⁶ A matéria é sujeita a alguma controvérsia. Para a defesa do *Chapter 9* como modelo para mecanismos globais de reestruturação da dívida pública, cf. BUCKLEY, R. *The International Monetary Fund's Proposal for Sovereign Debt Restructuring: an Australian Assessment*. **Australian Journal of International Law**, vol. 9, n. 1, Sydney, 2003, p. 1-23.

⁵⁵⁷ KRUEGER, A. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C.: FMI, 2002, p. 4-10.

⁵⁵⁸ FMI. **Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Washington, D.C.: FMI, 2003, p. 3.

elegíveis à reestruturação seria excluída a dívida multilateral, sem que, no entanto, o mecanismo defina se não seria atingida nenhuma organização financeira internacional em absoluto, ou se se passaria a prever uma lista fechada, em que os organismos imunes à conversão de seus créditos seriam taxativamente previstos.⁵⁵⁹

Um dos desafios mais importantes desse novo instrumental jurídico seria, ainda, definir qual o nível de endividamento que, para cada caso, pudesse ser qualificado como insustentável; isto é, que se verificasse a efetiva incapacidade de pagamentos do Estado que ativasse o mecanismo de resolução – sendo a iniciativa uma prerrogativa exclusiva do devedor. Para isso seria preciso estabelecer se o corpo dos credores teria participação na admissibilidade do pedido formulado pelo devedor sob o fundamento de que sua situação financeira não seria, ao contrário do que aquele alegasse, insustentável. Temia-se que, caso o SDRM fosse transformado em uma espécie de santuário para países que houvessem declarado a moratória, aumentasse a pressão interna para que se recorresse a ele mesmo em casos nos quais o serviço da dívida não corresse o risco de ser interrompido, ou seja, em situações nas quais a sustentabilidade das obrigações financeiras não estivesse completamente comprometida. Se assim fosse, o problema do *moral hazard* poderia ser fortalecido nesse desenho institucional, sem os necessários desestímulos à adoção de políticas econômica às quais se atribuem os desajustes. Entre as sugestões avaliadas pelo corpo diretivo do FMI, colocaram-se o direito dos credores a conferir *voto terminativo* à pretensão de modificação dos pagamentos do devedor, recusando-se a ativação do SDRM caso a dívida pública fosse avaliada de alguma forma como sustentável, e o pedido, em consequência, sem fundamento.⁵⁶⁰

A partir da formulação do pedido, os procedimentos do SDRM foram pensados em torno de três princípios. O primeiro deles é o das *reestruturações a partir de maiorias*, o que significa que as reuniões em torno das propostas de reorganização financeira conduziriam a votações a respeito das ofertas em que a adesão da maioria qualificada teria efeitos vinculantes sobre a minoria dissidente. Os objetivos dessa previsão são praticamente os mesmos que se observam nas cláusulas de ação coletiva. Sob a perspectiva dos credores, ela reduz o risco de rupturas nas negociações representado pela ação de determinados agentes que atuam, em dissidência, em outras instâncias de solução de controvérsias, com pleitos que não dizem respeito aos consensos para o alívio do endividamento, mas, sim, ao reembolso integral.

⁵⁵⁹ FMI. **Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Washington, D.C.: FMI, 2003, p. 3.

⁵⁶⁰ FMI. **Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Washington, D.C.: FMI, 2003, p. 4.

Pelo lado do devedor, por sua vez, ele pode oferecer maiores garantias de que a equidade intercreditícia será respeitada e, desse modo, acelerar o atingimento do acordo final. Em seguida, a eventualidade de ausência de acordo seria acompanhada da vedação de que se procedesse a uma corrida às cortes até que se atingisse o acordo. Este segundo princípio, o da permanência automática, se traduz pelo bloqueio de ações judiciais até o acordo final (*stay on creditor enforcement*). Em contrapartida, o mecanismo permanente deveria prever a proteção dos interesses dos credores durante o período de permanência automática, o que se realizaria mediante dois instrumentos complementares: seria solicitado ao devedor que não realizasse pagamentos a credores não prioritários (exemplos de credor prioritário são os já citados organismos multilaterais usualmente excluídos da reestruturação), bem como a adoção de medidas protetivas do valor dos ativos renegociados, o que poderia ser tipicamente realizado pela participação em programas de cooperação com o FMI na execução de políticas nacionais.⁵⁶¹

Esta abordagem mais ordenada poderia contornar a percepção de que os processos de reestruturação *ad hoc* das décadas de 1980 e 1990 haviam sido demasiadamente arbitrários. Também teria o condão de unificar a posição dos credores em torno de uma manifestação vinculante de vontade dependente de voto majoritário qualificado. O SDRM não foi, desse modo, fruto exercícios de abstração do Fundo Monetário Internacional, mas uma tentativa de oferecer respostas ordenadas para as dificuldades de coordenação entre as partes nas crises internacionais da dívida pública. Sua eficácia jurídica viria da previsão estatutária, e se diferenciaria dos procedimentos dos Clubes de Paris e de Londres por sua previsão formal e vinculante aos Estados-membros do FMI, que são mais numerosos do que aqueles que participam daqueles dois grupos informais. Essa moldura formal teria vantagens sobre os mecanismos de *soft law* por permitir uma organização mais clara dos interesses creditórios, por admitir alguma forma de suspensão legítima dos pagamentos para os Estados que iniciem os procedimentos sem que isso significasse o afastamento dos credores das renegociações, que deveriam nelas permanecer até que se atingisse um acordo, ao mesmo tempo em que se adotariam programas de colaboração e supervisão para a execução de políticas econômicas que pudessem garantir condições sustentáveis de pagamento da dívida pública daquele ponto em diante. Outro impacto importante da participação em programas oficiais seria a não interrupção dos fluxos de novos financiamentos por fontes privadas e não oficiais, uma

⁵⁶¹ Estes elementos são explicados de forma mais detalhada na formulação original da proposta. Cf. KRUEGER, A. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C.: FMI, 2002, p. 16.

preocupação constante de diversas estratégias de reestruturação antes já analisadas, e que seria mais uma vez alvo dos esforços de um mecanismo permanente de resolução. De outra parte, as negociações da reestruturação procurariam reduzir os riscos de sua constante reabertura em razão de comportamentos não cooperativos. Os custos *ex ante* das reestruturações seriam ainda presentes, porém; à medida que a abertura de um procedimento oficial de negociação da dívida pública pelo Estado interessado fosse vista como um passo radical, as reestruturações poderiam ser ainda mais adiadas. Argumenta-se, no entanto, que os custos *in media res* e *ex post* seriam menores, por haver procedimentos claros (basta lembrar da sucessão de etapas anteriores ao Plano Brady para enfatizar a importância de procedimentos conhecidos para acelerar os acordos) e maior segurança sobre a vinculatividade de todos os credores aos termos finais da negociação.⁵⁶²

Por diversas razões, no entanto, a proposta do SDRM não esteve nem mesmo perto de sua execução. Além das preocupações políticas e econômicas de que a existência de um mecanismo dessa sorte ampliase a percepção subjetiva de que as moratórias seriam uma possibilidade acessível e juridicamente reconhecida, outra fragilidade havia sido adensada com os múltiplos papéis desempenhados pelo Fundo Monetário Internacional.⁵⁶³ Ao ocupar diversas posições simultâneas, temia-se que o Fundo se visse em irremediáveis conflitos de interesses. Como instância de solução de controvérsias apta a ordenar a aplicação dos mecanismos de resolução, o FMI seria uma instância falimentar *sui generis*, pois concomitantemente credora e julgadora.

Esta ambiguidade de quem é parte das relações jurídicas e, ao mesmo tempo, instância decisória comprometeria a percepção da imparcialidade dos juízos emitidos, ainda mais quando fosse necessário introduzir condicionalidades para a conclusão dos acordos. Nestes casos, a extensão das medidas propostas e posteriormente monitoradas pelo Fundo seriam em que extensão contaminada pelo interesse em ver seus próprios créditos satisfeitos? Além disso, a preocupação daquela instituição

⁵⁶² GITLIN, R.; HOUSE, B. **Just Enough, Just in Time: Improving Sovereign Debt Restructuring for Creditors, Debtors and Citizens**. Ontario: Center for International Governance Innovation (CIGI), 2015, p. 24; GUZMAN, M.; STIGLITZ, J. A Rule of Law for Sovereign Debt. **Project Syndicate**, Praga, 15 de jun. 2015.

⁵⁶³ Sobre os potenciais incentivos para a suspensão dos pagamentos que um mecanismo permanente representaria, mesmo antes que fosse proposto o SDRM pelo FMI, ver DOOLEY, M. Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided?. **NBER Discussion Paper**, Cambridge, n. 7531, 2000. Depois da proposta do SDRM, ver SHLEIFER, A. Will the Sovereign Debt Market Survive? **American Economic Review**, Nashville, vol. 93, n. 2, 2003, p. 85-90.

com a estabilidade financeira global o levaria a ter determinadas cautelas com bancos sistemicamente relevantes que o levassem a adotar medidas que os protegessem do colapso frente a crises da dívida pública. Neste caso, o FMI poderia atuar em posição equidistante dos credores privados e dos devedores? As funções de proteção estabilidade financeira global novamente poderiam contrastar com as competências para a condução de processos de reestruturação das dívidas soberanas. Dívidas metódicas foram então aduzidas contra a acumulação de funções do FMI, que implicaria conflitos de interesses em casos nos quais atuasse como órgão central de aplicação do mecanismo de resolução da dívida pública.⁵⁶⁴

O insucesso do SDRM, formulado durante as primeiras fases da crise argentina, em que se formavam as condições da posterior discussão sobre o problema dos *holdouts*, não significa, no entanto, que a ideia de mecanismos permanentes de resolução tenha sido completamente afastada em favor de soluções contratuais como as cláusulas de ação coletiva. Esse debate viria a ser novamente avivado no espaço comunitário europeu, em paralelo às indecisões sobre a resolução das crises efetivas ou potenciais que despontavam no horizonte econômico do bloco. Em meio às constatações sobre as patologias da zona do euro, foram criados alguns mecanismos institucionais que poderiam ser adaptados em direção a uma moldura multilateral supranacional de âmbito regional. O instrumento em questão é o Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM, da sigla em inglês para *European Stabilization Mechanism*).

No contexto da União Europeia, os instrumentos de política monetária são significativamente limitados frente a problemas de elevado endividamento porque, em razão da moeda única, a margem de manobra para desvalorizações e outras políticas de acomodação dos níveis de endividamento não são algo com que os países-membros podem individualmente contar, a não ser na hipótese extraordinária de que os problemas enfrentados pela maioria dos membros da união monetária fossem simétricos. Como resultado, os custos de redução do volume da dívida pública são elevados e os problemas de sua sustentabilidade podem surgir mesmo com níveis mais baixos de endividamento em comparação com países que preservam o poder monetário entre as competências nacionais.⁵⁶⁵

⁵⁶⁴ LIENAU, O. Legitimacy and Impartiality in a Sovereign Debt Workout Mechanism. **UNCTAD Working Group on a Debt Workout Mechanism**, UNCTAD, Genebra, jul. 2014, p. 20-1.

⁵⁶⁵ BUCHHEIT, L. *et al.* **Revisiting Sovereign Bankruptcy**. Ontario: CIGI, 2013, p. 22. Sobre problemas semelhantes provocados não pela união monetária, mas pelo elevado endividamento em moeda externa, cf. JEANNE, O. Foreign Currency Debt and the Global Financial Architecture. **European Economic Review**, Londres, vol. 44, n. 4-6, maio 2000, p. 719-27.

O tema do controle do endividamento é central na agenda europeia e, de forma paralela, têm sido pensados instrumentos adicionais de política econômica que consistem na combinação de disciplina fiscal com auxílios financeiros condicionados e de grande escala, os quais se dão por programas do Banco Central (como o OMT, *Outright Monetary Transactions*) ou pela via dos mecanismos de resgate, função desempenhada provisoriamente pelo EFSF a partir de 2010 e permanentemente pelo ESM. É justamente de ajustes na forma institucional do ESM de que se cogita para que o bloco conte não apenas com esquemas de resgate financeiro a partir de transferências de recursos, os quais poderiam elevar o problema do *moral hazard* na medida em que se perceba haver à disposição quantidade suficiente de meios para financiar níveis insustentáveis de endividamento de determinados países membros, o que incidirá, no limite, sobre o contribuinte europeu de diferentes nacionalidades. Ao introduzir o tema das possibilidades institucionais de reestruturação de dívidas insustentáveis como alternativa aos contínuos resgates procura-se melhorar as condições de gerenciamento da dívida pública sob a perspectiva *ex ante*, isto é, anterior a que ela atinja patamares excessivamente elevados, e ao mesmo tempo contornar problemas de legitimidade no interior da união monetária, pelo que cidadãos europeus não se sentiriam responsáveis por financiar obrigações financeiras excessivas assumidas por outros Estados. Tudo isto sem ainda esquecer dos problemas jurídicos causados pela presença de *holdouts*.⁵⁶⁶

Em vez, portanto, de aderir a propostas ambiciosas e politicamente complexas como a de um mecanismo global de reestruturação, o mesmo poderia ser alcançado em âmbito comunitário a partir da reforma estatutária do Mecanismo Europeu de Estabilidade. Como proposto em textos acadêmicos e referido em alguns documentos oficiais, a reforma estatutária do Mecanismo Europeu de Estabilidade poderia transcorrer de forma semelhante àquela formulada pelo FMI, sem que sejam, entretanto, atribuídas funções a esse organismo global.⁵⁶⁷ As duas principais funções do mecanismo seriam enfrentar eventuais incentivos para o endividamento excessivo a partir de critérios claros sobre quando, como e quanto da dívida pública poderia ser reestruturado e, de outro lado, imunizar as renegociações diante da

⁵⁶⁶ Muitos desses aspectos são analisados em ZETTELMEYER, J.; TREBESCH, C.; GULATI, M. The Greek Restructuring Debt: an Autopsy. **Working Paper Series**, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., ago. 2013. Ver, ainda, KIRKEGAARD, J. F. Will it be Brussels, Berlin or Financial Markets that Check Moral Hazard in Europe's Bailout Union? Most Likely the Latter! **Policy Brief**, Peterson Institute of International Economics, Washington, D.C., n. 25, out. 2010.

⁵⁶⁷ Ver GIANVITI, F. *et al.* **A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: Proposal**. Bruegel Blueprint Series, Bruxelas, vol. 10, 2010.

ação de *holdouts*. Dessa forma se enfrentariam duas debilidades, uma *ex ante* e outra *ex post*, das reestruturações.⁵⁶⁸ Da mesma forma que o SDRM, o mecanismo europeu de reestruturação poderia, a partir da emenda à atual estrutura do ESM, ser iniciado a partir de solicitação do devedor e desestimular a litigância contra o devedor a partir da mesma imposição de permanência, da vinculação às decisões majoritárias qualificadas e do voto agregado entre todas as classes dos credores como medida adicional às cláusulas de modificação.

O que se pode analisar com relação a mecanismos permanentes de resolução são, no entanto, apenas as propostas. Seja no âmbito global ou regional, os mecanismos que têm ganhado relevância recente não são aqueles fundados em estruturas institucionais que atuem como instâncias de solução de controvérsias, optando-se, por assim dizer, pela solução autônoma de ajustes contratuais por meio das cláusulas de ação coletiva. Não há, no momento em que esse trabalho é escrito, como dizer se essas tendências permanecerão ao longo do tempo. Há, no entanto, condições de observar o adensamento de determinadas orientações para a resolução de crises da dívida pública, às quais dizem respeito à busca de alternativas às rupturas negociais evidenciadas pela ação dos *holdouts* e ao enfrentamento de insuficiências na capacidade de pagamento que levem a ações conjuntas entre devedores e credores, que compartilham responsabilidades nos processos de reestruturação. A inexecução da dívida pública se caracteriza por fenômenos de distintas naturezas, multifacetado pela diversidade dos atores e instituições envolvidas e pela diversidade de regimes jurídicos aplicáveis existentes e aqueles ainda por vir. Os mecanismos permanentes de resolução tais quais acima expostos tentam responder a esse cenário fragmentado por meio da proposta de um regime jurídico uniforme e previamente estabelecido para a resolução das crises, especialmente voltado para os desafios dos custos da reestruturação nos atuais esquemas atualmente existentes, seja em âmbito global ou regional. São, no entanto, propostas. Se concretizadas, não chegariam a incidir sobre a totalidade dos fenômenos que caracterizam situações de inexecução da dívida pública, mas ambicionam ao menos estabilizar a complexidade das expectativas que atualmente marcam os processos de reestruturação negocial da dívida pública.

⁵⁶⁸ BUCHHEIT, L. *et al.* **Revisiting Sovereign Bankruptcy**. Ontario: CIGI, 2013, p. 35.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Foi possível expor, nos dois primeiros capítulos, como os aspectos jurídicos da dívida pública se articulam em definições frágeis e em campos temáticos de delimitação normativa ainda incipiente, o que acarreta uma série de indefinições para contextos específicos de inexecução da dívida pública. Em sentido mais específico, a primeira parte mostra dois planos distintos de normatização: o primeiro deles, conceitual, manifesta a indefinição jurídica quanto a definições cruciais para a delimitação objetiva da dívida pública. É possível elaborar conceitos e tipologias da dívida pública com base em formulações doutrinárias e outros documentos internacionais não vinculantes, como aqueles editados por instituições financeiras internacionais globais e regionais. Desse modo foi possível estabelecer o aspecto subjetivo da dívida pública como o conjunto das obrigações financeiras em que o Estado é o devedor, aí incluídos entes despersonalizados como empresas estatais, mas se deve reconhecer que esta afirmação não é satisfatória frente a novas formas de interação entre o público e o privado, bem como a instrumentos mais recentes de ação do Estado. Por sua vez, o aspecto objetivo é convencionado em termos de seus aspectos eminentemente financeiros, postos em função da realização de operações de crédito que exigem, nos Estados constitucionais, autorizações legislativas que diferenciam esta modalidade de endividamento de outras que, ainda que pudessem configurar amplamente modalidades de endividamento por implicarem pagamentos futuros, decorrem do exercício normal da atividade administrativa e, portanto, são tipicamente objeto de disciplina jurídica diferenciada a respeito dos requisitos constitucionais de validade.

Se é possível, desse modo, fundar a definição da dívida pública, da maneira como é usualmente empregado, em seus aspectos financeiros, o primeiro capítulo permitiu afirmar a debilidade de pretender embasar classificações relevantíssimas, como aquela que distingue a dívida interna da dívida externa, em fundamentos mais sólidos. Na ausência de documentos multilaterais que tratem do tema (a tentativa mais recente, pela Convenção de Viena sobre Sucessão de Estados a Respeito da Propriedade Estatal, Arquivos e Dívidas, de 1983, foi frustrada), é preciso recorrer a decisões antigas de tribunais internacionais, como expressa a decisão arbitral do caso Canevaro, de 1912, para buscar alguma orientação jurídica. No mais, preocupações econômicas orientam as definições da dívida externa como aquela assumida em moeda estrangeira ou emitida no exterior, com algum desenvolvimento mais recente em torno de outros pontos de apoio, tais como a lei aplicável, sem que, no entanto, estas inovações tivessem maiores repercussões.

De maior projeção, no entanto, é a disciplina jurídica das garantias da dívida pública, que mais recentemente se apresentam em novas formas que contrastam com a desconfiança que havia a respeito da eficácia de garantias reais ou pessoais mais comuns no passado. Se as diferentes modalidades de garantias reais não escaparam da problemática da possibilidade de sua execução em razão da soberania última do ente garantidor sobre a gestão de seus recursos e de seu patrimônio, e se as pessoais ora se apresentam como pseudo-garantias por sua conotação eminentemente simbólica e ora como instrumentos de injunção do Estado garante sobre as finanças do Estado garantido, observa-se atualmente a ação de organismos internacionais para a segurança do recebimento de credores externos, campo em que despontam a MIGA e o BIRD. Há aqui, portanto, manifestações de maior juridicidade das garantias à dívida pública ao menos a respeito dos investimentos estrangeiros diretos.

Realmente crucial para a reestruturação da dívida pública, no entanto, é delimitá-la, tipologicamente, em função dos credores. De forma um tanto quanto assistemática, é em razão deles que se estabelecem os âmbitos materiais de atuação de algumas instâncias internacionais de solução de controvérsias, as quais têm o objetivo de renegociar a dívida inexecutada ou passível de interrupção do serviço. Verificam-se, assim, quatro tipos de obrigações financeiras em função dos credores. A dívida oficial, isto é, aquela assumida perante outros entes públicos, divide-se na dívida multilateral e na dívida bilateral, ao passo que a dívida perante credores privados é mais tipicamente tomada junto a consórcios bancários (a dívida sindicada) ou pela emissão de títulos públicos, caso em que as obrigações são tratadas como dívida mobiliária. Estas distinções têm origem empírica e decorrem da forma de agir de instituições multilaterais, tais como o FMI, o Banco Mundial e

bancos de desenvolvimento; do Clube de Paris, importante local de renegociação da dívida bilateral; e dos comitês de bancos credores, entre os quais se destaca o Clube de Londres, os quais têm funções de relevo na determinação da modificação de pagamentos de um Estado para bancos credores. Não transparece, nesse quadro, plena afinidade regulatória entre as diferentes estratégias de reestruturação analisadas nos capítulos posteriores; há, porém, certa orientação da ação em torno de práticas estabelecidas que as trazem para o universo jurídico de uma atividade minimamente regulada, ainda que o seja, muitas vezes, de maneira informal. A complexa reestruturação dos títulos públicos, no entanto, é tema objeto de maiores preocupações jurídicas em razão da colisão entre objetivos de renegociação com redução ou alongamento dos pagamentos e, de outro lado, pretensões de recuperação integral em instâncias diversas das colocadas acima. Por tudo isso, o contexto internacional da dívida pública a situa como objeto jurídico sujeito a critérios normativos de decisão para os quais a classificação dos credores é de fundamental compreensão.

Todos esses elementos apontam para a insuficiência das discussões sobre a natureza jurídica dos empréstimos públicos que, anacronicamente, os pudessem definir como atos unilaterais com base em misteriosas noções da soberania estatal que excluíssem suas obrigações financeiras da apreciação jurídica. Por outro lado, se as perspectivas contratuais as colocam no interior do campo material de normas de diferentes origens, reconhecê-las como obrigações (*sui generis*, diga-se) é ainda dizer pouco diante dos problemas de surgem no momento da inexecução das obrigações, em que é necessário encontrar os critérios de solução de controvérsias aplicáveis em regimes distintos, ora veiculados por entes dedicados à renegociação, ora por tribunais arbitrais internacionais ou cortes nacionais em que as pretensões não são a obtenção de acordos, mas a litigância pelo reembolso dos valores inicialmente pactuados.

Para isso foi preciso especificar diferentes formas de inexecução. Antes, no entanto, de elaborá-las no interior de categorias jurídicas tradicionais referentes a modos modificativos e extintivos das obrigações, é preciso reconhecer o fato de que os Estados enfrentam crises de pagamento e que, em extensões variáveis, essas diferentes modalidades de submetem à incidência de normas de distintas proveniências. Isto é necessário para expor relações de tensão que existem entre o sistema jurídico, de um lado, e político, de outro, pois não é incomum que esse último traga objeções consideráveis à afirmação da incapacidade financeira dos Estados, por verdadeiro temor de que o maior desenvolvimento institucional da matéria banalize os eventos de inexecução. Não obstante, as crises ocorreram e continuam a ocorrer a despeito da falta de clareza conceitual de termos como bancarrota,

default e moratória, e também a despeito da imprecisão das normas incidentes em setores materiais específicos. Estes setores foram, então, cogitados a partir da definição da reestruturação como forma modificativa de inexecução, seja forçada ou voluntária e, no último caso, efetivamente renegociada de maneira bilateral ou multilateral ou baseada em ofertas de troca em que a única alternativa ao credor dissidente é não aceitar a proposta e permanecer em posse de títulos antigos, cujos pagamentos podem ser, assim, objeto de diferenciação na ordem dos pagamentos.

Por outro lado, entre as formas de modificação encontram-se medidas não declaradas e implícitas originadas do poder juridicamente conferido de regulação da própria moeda e dos meios de pagamento dos diversos contratos, além do reconhecimento do princípio do nominalismo monetário. Nesse âmbito é possível recorrer à jurisprudência da CPJI e, depois, da CIJ para observar o tratamento jurídico das moratórias implícitas no caso dos empréstimos sérvios e brasileiros, de 1929, e dos empréstimos noruegueses, de 1957. O primeiro desses casos sustentou a diferenciação entre as leis aplicáveis ao contrato em geral e à moeda de pagamento em particular, com o que diferentes partes da obrigação seriam regidas também por ordens jurídicas distintas. A partir da fixação de que o contrato se submetteria, em suas diversas partes, a leis de abrangência territorial diversas, afirmou-se que as cláusulas monetárias de pagamento da dívida pública teriam a interpretação determinada pelo direito estrangeiro, ainda que o conteúdo da obrigação fosse regulado pela lei do país emissor. Desse modo, mesmo que um Estado, em seu direito interno, reconheça o princípio do pagamento nominal das obrigações, nada obstava a adoção de cláusulas de preservação do valor real, como as cláusulas-ouro, em obrigações externas que contavam com o consentimento de ambas as partes. O caso dos empréstimos sérvios e brasileiros contribuiu para a consolidação do princípio do *pacta sunt servanda*, importante etapa de consolidação da dívida pública como fenômeno juridicamente regulado, especificamente aplicável à moeda de pagamento. A respeito da regulamentação da moeda de pagamento das obrigações de forma a evitar danos aos credores prejudicados pela desvalorização, o caso dos empréstimos noruegueses não chegou a decidir sobre outras questões cruciais, como aquela que diz respeito à existência de princípios de direito internacional de não discriminação entre credores que recebem em moedas diversas, o que foi, no entanto, aventado em votos dissidentes. Esta é uma importante lacuna do direito internacional da dívida pública.

Ainda, a disciplina da transmissão da dívida pública do Estado antecessor para o sucessor é matéria que, no direito internacional, ainda tem dificuldades de firmar seus contornos mais fundamentais, como seria o princípio de que as obrigações são

transmissíveis. Foi possível perceber, em percorrido histórico sobre o relevante caso da sucessão da dívida pública do Império Otomano, que a vontade das partes validada pela ideia do *pacta sunt servanda* prevaleceu sobre o eventual reconhecimento de outros princípios que orientassem a distribuição equitativa dos encargos entre o Estado continuador e os novos territórios. O caso da sucessão da dívida otomana é, no entanto, tão estranho em alguns aspectos que, apesar de se reconhecer a disciplina do tratado para as partes, reconheceu-se a aplicabilidade de seus critérios de repartição mesmo para Estados não signatários, o que simplificou a decisão a ser tomada mas prejudicou a consistência do critério adotado. A disciplina jurídica é, neste âmbito, ainda tão frágil que outras experiências históricas tornam improvável o reconhecimento de regras gerais de direito internacional que prevejam a transmissibilidade equitativa das obrigações (como atestam as políticas de reconhecimento apenas *ex gratia*, e não *ex lege*, adotada pelos Estados Unidos, os casos do Texas e de Cuba e, pelo Reino Unido, no caso da África do Sul) ou a definição mais clara do que seria exatamente uma distribuição equitativa, como pode ser visto em inúmeros casos nos quais os mais diversos critérios foram e continuam a ser adotados.

Igualmente complexo, e de bases frágeis, se mostra o reconhecimento de norma internacional que autorize o repúdio da dívida odiosa. Houve significativa extensão de seu conteúdo em relação às formulações iniciais, feitas após a revolução bolchevique, o que lhe confere também maior vagueza ao diluir os critérios inicialmente propostos na ilegitimidade ampla da dívida assumida por quaisquer regimes antidemocráticos. Sua aplicação, portanto, ainda que encontre fundamentos éticos, esbarra em incertezas sobre seus legítimos espaços de admissibilidade. De outro lado, as fontes do direito internacional não são capazes de oferecer um cenário mais seguro, com divergências que se manifestam na recusa expressa de incluir a conceituação de dívida odiosa na Convenção de Viena sobre a Sucessão de Estados em matéria de Bens, Arquivos e Dívidas do Estado, ainda que ela houvesse sido cogitada nos trabalhos preparatórios; na escassez de casos em que ela tenha sido invocada com sucesso; na falta de convicção sobre sua juridicidade; e, finalmente, nas dificuldades de ampará-la em princípios gerais de direito.

Nesses diversos setores da dívida pública o direito repercute com diferentes intensidades, sempre, no entanto, com imprecisões a respeito de critérios amplamente admitidos para as diversas hipóteses de inexecução das obrigações financeiras. Com a necessidade de modificar as condições de pagamento, promovendo-se a reestruturação da dívida pública pela via de reescalamentos, reduções ou recompras, o cenário internacional se manifesta a partir de um conjunto de

instituições que se ocupam das diferentes modalidades da dívida pública, em função dos credores envolvidos. É com eles que o Estado renegociará a dívida, o que traz, antes de tudo, a importante questão sobre a existência de um dever jurídico de renegociação.

Esta problemática ganhou renovada projeção mais recentemente, a partir dos chamados Diálogos Norte-Sul, iniciados na década de 1970 com o propósito de incluir, na agenda das relações entre países industrializados e em desenvolvimento, o tema da cooperação internacional, que deveria suplementar as lacunas das instituições de Bretton Woods a respeito da regulação internacional da dívida pública. Diversos aspectos sustentaram a afirmação de que as partes devedoras e credoras estavam vinculadas a buscar soluções consensuais, em negociações nas quais o interesse de ambas se colocava em situação de igualdade, destacando-se as mudanças de um cenário internacional de coexistência para a cooperação, o reconhecimento pelas Nações Unidas de direitos econômicos e sociais, a solução pacífica de controvérsias e a constante presença dos direitos humanos na pauta das relações entre nações com diferentes estágios de desenvolvimento. De forma concomitante, porém, o elemento fático objetivo de que as reestruturações ocorrem de forma geralmente voluntária e negociada não é, na mesma extensão, acompanhada da convicção de juridicidade, esse elemento subjetivo que faria da opinião acerca da vinculação normativa fator essencial para o reconhecimento de uma norma internacional costumeira. Se há razões para afirmar que a *opinio juris* não é um dado constante, é ainda assim possível, no entanto, observar o constante desenvolvimento da prática internacional nesta direção.

É possível, então, a partir da prática das renegociações observar o quadro institucional em que elas se desenvolvem, o que foi apresentado no terceiro capítulo. A primeira das categorias, a da dívida multilateral, poderia apresentar menores dificuldades de tratamento por não ser usualmente reestruturada, pois tem alguma tradição a ideia de que as instituições multilaterais são credores privilegiados em razão do dever de solidariedade entre seus membros. A análise atenta dos estatutos de diversas destas instituições permitiu, no entanto, observar que muitos deles preveem a admissibilidade de modificações, e no próprio caso do FMI o sistema sancionatório foi adaptado para criar respostas mais flexíveis à eventualidade da interrupção de seus reembolsos. Não que isto signifique que a suspensão do fluxo de pagamentos seja livre de consequências, pois não se trataria de uma decisão política e econômica banal; há, no entanto, cenários objetivos em que programas institucionais se dirigem a reconhecer necessidades de alívio da dívida pública, como aqueles organizados pela Iniciativa HIPC, que, como se mostrou a partir da análise de seus

anteriores e de seus critérios de funcionamento, representa uma forma de ação ordenada, articulada por diversos entes internacionais, para oferecer parâmetros mais objetivos ao alívio da dívida pública de países elegíveis, com compromissos mutuamente assumidos. Em suas diferentes etapas, o tema do alívio como resposta ao problema do sobre endividamento de países de mais baixa renda ganhou contornos mais bem delimitados, ainda que, situada entre um programa de assistência e um mecanismo de resolução, sua aplicabilidade seja restrita a hipóteses bem delimitadas.

O alívio da dívida é um tema persistente, pelo que as tratativas de conversão das obrigações, organizadas em reuniões multilaterais, mostram-se mais abertas à sua possibilidade. O estudo relativo ao Clube de Paris demonstrou o encaminhamento do tema, inserido na agenda das reestruturações internacionais a partir de uma série complexa de determinações conjuntas entre aqueles que foram chamados de “três círculos” das renegociações da dívida pública: as ações de instituições multilaterais com o FMI, a renegociação da dívida bilateral naquele Clube de Paris e, posteriormente, a revisão consensual dos pagamentos aos consórcios bancários emprestadores, pela via do Clube de Londres. Estas engrenagens são ordenadas segundo critérios decisórios estabelecidos que, no caso do Clube de Paris, foram inicialmente consolidados pela prática e, em seguida, afirmados como princípios de ação. Após a conclusão de acordos com o FMI, os quais têm a finalidade de corrigir distorções na maneira de conduzir as políticas econômicas que conduzam a sucessivas moratórias e a múltiplas reestruturações, cabe ao Clube de Paris verificar a iminência do default, a existência e o cumprimento das condicionalidades, e, por fim, a justa distribuição dos encargos entre diferentes classes dos credores, para que não recaia sobre uma ou algumas delas a maior parte das concessões. Ainda que o acordo firmado para a dívida bilateral seja uma minuta de caráter pré-normativo e, assim, sua vinculatividade dependa da conclusão de acordos entre as partes, para os quais os renegociadores do Clube não têm mandato específico, há um conjunto de regras observadas e cumpridas ao longo do tempo para a elaboração dos termos em que se processarão as redefinições de prazos e valores de pagamento.

Se no Clube de Londres, que retoma a atuação dos comitês de credores, mas agora com características plurinacionais e multilaterais, os procedimentos são definidos com menor clareza, sua casuística demonstra, no entanto, respeito a alguns critérios decisivos para a admissibilidade das renegociações ali encetadas. O primeiro deles pode parecer uma contradição em termos, pois a afirmação das reestruturações *ad hoc* seria oponível a critérios fixos. A regra, entretanto, veicula critério afirmativo da observância das particularidades do caso concreto. De outra

parte, estes procedimentos devem ter conotação substantiva, isto é, as minutas dos acordos devem ter conteúdo fixado em negociações efetivas, pelo que se afirma o conteúdo substancial da regra da voluntariedade, a qual vai além de meramente vedar as conversões forçadas. Por fim, o Clube de Londres tem reiterado seu caráter de instrumento de ação do mercado, o que coloca fora de seu âmbito de interesses a conclusão de acordos de alívio em bases eminentemente concessionais. Esta estratégia se viabiliza por meio da fixação de taxas de juros das obrigações modificadas acima das taxas de mercado e a consideração do risco de crédito segundo aferições objetivas.

A ação desses três entes, relacionados às dívidas multilateral, bilateral e sindicada, é porém muito restrita se cotejada com as fragilidades da reestruturação da dívida mobiliária atomizada e não plenamente organizada em comitês de credores interessados nas renegociações, de cuja complexidade o caso argentino é exemplo notável pelo volume e pelas consequências jurídicas da possível desarticulação entre credores. A partir de causas econômicas particulares, chegou-se a uma situação em que a pacificação da controvérsia pela via da ação do Fundo Monetário Internacional e dos Clubes de Paris e de Londres foi diminuta, desfavorecida que estava por dificuldades de ação coletiva que retomaram as preocupações com a criação de uma moldura multilateral que reduzisse os custos *in media res* e *ex post* das reestruturações, mesmo que esse debate retomasse as dúvidas sobre o “risco moral”, isto é, o *tradeoff* existente entre os custos *ex post* e *ex ante* da dívida pública, entre as vias de simplificação das reestruturações a partir do momento em que elas ocorrem e o aumento dos custos de tomada do crédito público. Pela ação dos *holdouts*, caracterizada pela busca de objetivos individuais estratégicos incompatíveis com as renegociações organizadas em instâncias dedicadas a atingir soluções consensuais abrangentes de todas as partes, muitas das contradições da atual arquitetura de reestruturação da dívida pública ficaram evidentes, particularmente em razão das incertezas e das incongruências de propósitos das diversas instâncias decisórias.

O primeiro dos focos judiciais de solução de litígios relativos à inexecução da dívida pública analisados foi a arbitragem internacional. A reestruturação da dívida argentina foi compreendida, no ICSID, não como mera violação dos contratos originais, cujo pagamento integral era pleiteado por inúmeros credores italianos que não haviam concordado com as conversões, mas que representavam uma categoria residual se comparados com a quantidade muito maior de credores aderentes. A partir do entendimento de que se tratava de matéria relativa à violação de um tratado bilateral, no caso o BIT entre Argentina e Itália, a corte arbitral reconheceu sua competência para decidir o caso *Abaclat*, revisando, nesse sentido, a definição

substantiva de investimentos já estabelecida no caso *Salini* em favor de uma conceituação convencional, a ser verificada naquele acordo. Por sua vez, ainda que o caso *Fedax* possa ser utilizado como precedente do reconhecimento de transações financeiras como investimentos, diversos aspectos do caso *Abaclat* são dele diferentes. Há, portanto, tendências inovadoras no recente pleito de credores italianos contra a Argentina que colocam a dívida pública em uma zona de penumbra sobre sua regulação internacional e sobre os possíveis desincentivos para soluções negociadas que uma decisão favorável teria para a participação de detentores de títulos em futuras reestruturações. Uma das principais dúvidas a esse respeito é a forma como se interpretaria a vedação de tratamento mais favorecido aplicável à disciplina jurídica do investimento estrangeiro em operações financeiras que fazem parte da dívida pública, cuja reestruturação geralmente envolve alguma forma de distinção entre os credores, por exemplo entre aqueles que portam títulos denominados em moeda estrangeira e em moeda doméstica.

Por fim, no quarto capítulo se pôde concluir pela inconsistência entre decisões judiciais de tribunais nova-iorquinos, acionáveis a partir de cláusulas de foro de títulos públicos que aceitam a lei de Nova Iorque como direito aplicável, e os sistemas negociais de reestruturação que envolvem reduções de pagamentos. Aquelas decisões judiciais têm precedente, cuja competência tem sido cada vez mais reconhecida até mesmo para os títulos latino-americanos, que anteriormente apresentavam orientação contrária à aplicação de direito estrangeiro mesmo sobre as obrigações financeiras externas. Esse precedente é o caso *Allied Bank*, em que se afirmou tanto a validade da renegociação apenas para as partes expressamente aderentes como os direitos dos credores ao pagamento caso não houvessem subscrito as trocas. No recente caso *NML Capital* o direito ao reembolso integral foi assim decidido. Mesmo meios tradicionais de defesa, como a doutrina do *Act of State* e a *comity* se mostraram de eficácia limitada.

Como contornar as fragilidades das renegociações internacionais frente aos desafios de coordenação, à ação dos *holdouts* e ao problema do risco moral são complexos desafios que procuraram ser respondidos em tendências mais recentes de ordenação internacional da dívida pública. A partir dos anos de 1970, o foco do debate em possíveis mecanismos permanentes de resolução já havia consolidado propostas bem articuladas, mas de pouca relevância prática, como a Comissão Internacional da Dívida, proposta no âmbito da UNCTAD e veiculada pelo G77. Um conjunto de procedimentos institucionalizados amplamente acessíveis aos devedores interessados, que se apresentavam como alternativa aos Clubes de Londres e Paris, foi, porém, afastado em um contexto nos quais as preocupações com as

restrições ao crédito internacional o desaconselhavam. Com a crise da dívida latino-americana, a seu turno, se afirmaram critérios de promoção de alívios ao endividamento segundo complexas negociações pautadas por princípios de mercado que, em seu caráter *ad hoc*, postergaram a continuidade da discussão de mecanismos permanentes de resolução. Assim, até que se chegasse ao Plano Brady foram tentadas diversas abordagens para enfrentar o problema das generalizadas moratórias da América Latina e de outros países, as quais, se enfrentaram diversos problemas relevantes até que atingissem sua formulação mais satisfatória, mostraram que aquela via relativamente espontânea e comercialmente orientada podia chegar a um grau aceitável de articulação entre credores e devedores. Da mesma maneira, as iniciativas de conversão da dívida pública para fins ambientais apontaram para um caminho de redução de encargos da dívida excessiva negociada caso a caso, com a participação tanto de entes públicos como privados.

A complexidade do caso argentino e as recentes crises europeias trouxeram à tona alternativas. A primeira delas, de caráter eminentemente contratual, se daria pela via das reformas das condições de modificação das obrigações financeiras expressas em títulos públicos, pela via do que se convencionou chamar de cláusulas de ação coletiva. Assumindo a forma predominante de cláusulas de modificação, os países emissores que as adotaram argumentam a necessidade de vincular todos os credores de uma classe objeto de reestruturação à decisão de uma supermaioria daquela mesma classe. Em alguns casos, se cogita ainda de cláusulas mais complexas, de agregação, em que mesmo que dentro de uma classe não se forme a maioria necessária haveria a vinculação à reestruturação, desde que houvesse a formação de maioria igualmente qualificada entre outras classes do crédito titularizado (*cross-series vote*). A preocupação com a ação dos *holdouts* na recente crise financeira europeia levou à introdução de euro-CACs nos novos títulos emitidos pela Grécia, e à sua recomendação no estatuto do ESM para todos os títulos europeus.

Como alternativa a esse cenário contratual, que é a forma atualmente proeminente de reforma para evitar a formação de minorias potencialmente comprometedoras dos esforços de renegociação, outra possibilidade é a criação de mecanismos permanentes de resolução válidos em âmbito internacional, sejam eles globais ou de abrangência regional. A partir dele haveria critérios de solução de controvérsias previamente conhecidos, em termos normalmente estabelecidos em função de alguma ordem jurídica interna específica tomada em analogia. É o caso do SDRM, proposto pelo FMI em 2001. Com o foco na reorganização das finanças, segundo o modelo estabelecido no *Chapter 11* do código falimentar norte-americano, seria possível, alegava-se, conter a ação dos credores resistentes por meio de critérios de

decisão vinculantes, válidos para os países que pudessem ser qualificados como elegíveis. Entre esses estão aqueles cujos níveis de endividamento se apresentassem como insustentáveis, a despeito da objeção de que, antecipadamente, não é sempre possível afirmar quais seriam tais níveis. O sistema funcionaria pela reestruturação a partir de maiorias, pelo dever de permanência, que implica um compromisso de não litigância até a conclusão das renegociações e, pelo lado do credor, a adoção de medidas de promoção de níveis sustentáveis de endividamento em suas políticas internas. Apesar do insucesso prático da ideia aventada pelo FMI, discussão semelhante é travada, hoje, no âmbito comunitário europeu, o que ocorreria pela modificação do estatuto do ESM com a inclusão de um mecanismo permanente de resolução.

A inexecução da dívida pública é, portanto, um fenômeno juridicamente regulado, ainda que o seja de forma frágil. As propostas recentes apontam para diferentes tentativas de maior regulamentação do tema. Diversas questões ficam, contudo, sem respostas frente aos cenários eminentemente financeiros representados pelas CACs ou pelos mecanismos permanentes de resolução. Ainda que eles se destinam, de formas mais restritas ou mais amplas, aos problemas de formação de maiores estáveis, das quais depende a solução estável dos diferendos financeiros entre o Estado e seus credores, espaços materiais de normatividade ficam ainda inabarcados. Definições fundamentais, o problema da sucessão dos Estados em matéria de dívida pública e o complexo tema das dívidas odiosas não são enfrentados pelos mecanismos permanentes de resolução. Isto não diminui sua importância relativa. Expõe, no entanto, a amplitude do desafio jurídico, que é consolidar critérios de estabilização de graves controvérsias sem deixar de atender a elementos externos ao seu próprio sistema, tais como a pertinência econômica das decisões e o enorme impacto político das questões atinentes à dívida pública.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGGARWAL, V. The Evolution of Debt Crises: Origins, Management and Policy Lessons. *In*: AGGARWAL, V.; GRANVILLE, B. (Org.). **Sovereign Debt: Origins, Crises and Restructuring**. Londres: Royal Institute of International Affairs, 2003.

AGOSTINHO ALVIM. **Da Inexecução das Obrigações e suas Consequências**. São Paulo: Saraiva, 1949.

AHMIA, M. **The Collected Documents of the Group of 77**. New York: Oxford University Press, 2006, vol. I.

ALFARO, L.; KANCZUK, F. **Sovereign Debt: Indexation and Maturity**. Washington: Inter-American Development Bank, 2006.

ALTIMIR, O.; DEVLIN, R. **La Moratoria de La Deuda en América Latina**. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina, 1994.

AMARAL JR. A. O “Diálogo das Fontes: Fragmentação e Coerência no Direito Internacional Contemporâneo. **Anuário Brasileiro de Direito Internacional**, Belo Horizonte, vol. 2, 2008.

ATALIBA, G. **Empréstimos Públicos e seu Regime Jurídico**. São Paulo: RT, 1973, p. 1-28.

ANAYIOTOS, G.; PINIÉS, J. The Secondary Market and the International Debt Problem. **World Development**, Washington, D.C., vol. 18, n. 12, 1990.

BAKK-SIMON *et al.* Shadow Banking in the Euro Area: an Overview. **Occasional Paper Series**, European Central Bank, n. 133, abr. 2012.

BALEEIRO, A. **Uma Introdução à Ciência das Finanças**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

BANKEN, R. **Die Verträge Von Sèvres 1920 und Lausanne 1923: eine völkerrechtliche Untersuchung zur Beendigung des ersten Weltkrieges und zur Auflösung der**

sogenannten “**Orientalischen Frage**” durch die Friedensverträge zwischen den alliierten Mächten und der Türkei. Berlin: LiT, 2014.

BAR, L. v. **Theorie und Praxis des Internationalen Privatrechts**. Hannover: Hahn, 1889, vol. 2.

BARNETT, B.; GALVIS, S.; GOURAIGE, G. On Third World Debt. **Harvard International Law Journal**, Cambridge, vol. 25, n. 2, 1984.

BARRO, R. J. Optimal Debt Management and Nominal Debt. **NBER Working Paper 6197**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 1997.

BEDJAOU, M. Succession of States in Respect of Matters other than Treaties. *In*: NAÇÕES UNIDAS. **Yearbook of the International Law Commission**. Nova Iorque: Nações Unidas, 1977, vol. II.

BEEBUND CHROSTIN, Jessica. Sovereign Debt Restructuring and Mass Claims Arbitration before the ICSID. **Harvard International Law Journal**, Cambridge, vol. 53, n. 2, 2012.

BERGES, A. M. Die rechtlichen Grundlagen der Gläubigergleichbehandlung im Konkurs. **Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen**, Colônia, vol. 18, s. n., 1957.

BERNARDEZ, S. T. Succession of States. *In*: BEDJAOU, M. (Coord.). **International Law: Achievements and Prospects**. Dordrecht: Martinus Nijhoff, 1991.

BIRDSALL, N.; WILLIAMSON, J.; DEESE, B. **Delivering on Debt Relief: From IMF Gold to a New Aid Architecture**. Washington, D.C.: Center for Global Development, 2002.

BIS. Basel Committee on Banking Supervision. **A Brief History of the Basel Committee**, Basileia, 2013.

BIS. Basel Committee on Banking Supervision. **International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards**, Basileia, 1988.

BIS. **Report on Special Purpose Entities**. Basileia: Bank for International Settlements, 2009.

BLANKART, C. **Öffentliche Finanzen in der Demokratie**. 7. ed. Munique: Vahlen, 2008.

BODIN, J. **Le Six Livres de la République**. Paris: Librairie Générale Française, 1993 (1583).

BOGDANOWICZ-BINDERT, C. The Debt Crisis: the Baker Plan Revisited. **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, Miami, vol. 28, n. 3, 1986.

BOGDANY, A.; GOLDMANN, M. Sovereign Debt Restructurings as Exercises of International Public Authority. *In*: ESPÓSITO, C.; LI, Y.; BOHOSLAVSKY, J. **Sovereign Financing and International Law: the UNCTAD Principles on Responsible Sovereign Lending and Borrowing**. Oxford: Oxford University Press, 2013.

- BORCHARD, E. **State Insolvency and Foreign Bondholders**. Washington, D.C.: Beard Books, 1951, vol. 1.
- BORENSZTEIN, E.; LEVY YEYATI, E.; PANIZZA, U. **Vivir con Deuda: Como Contener los Riesgos del Endeudamiento Público**. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2007.
- BOSCH, J. F. **De Staatsschulden in het Internationaal Recht**. Haia: M. Nijhoff, 1929.
- BOTHE, M.; BRINK, J. Public Debt Restructuring: the Case for International Economic Cooperation. **German Yearbook of International Law**, Berlim, vol. 29, 1986.
- BRADLEY, M.; GULATI. Collective Action Clauses for the Eurozone: na Empirical Analysis. **Review of Finance**, Londres, vol. 18, n. 6, 2014.
- BRATTON, W.; GULATI, G. Sovereign Debt Restructuring and the Best Interest of Creditors. **Vanderbilt Law Review**, Nashville, vol. 57, n. 1, 2004.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. **Os Tempos Heroicos de Collor e Zélia: Aventuras da Modernidade e Desventuras da Ortodoxia**. São Paulo: Nobel, 1991.
- BROWN, P. M. Ottoman Public Debt Administration. **The American Journal of International Law**, Washington, D.C., vol. 20, n. 1, jan. 1926.
- BROWNLIE, I. **Principles of Public International Law**. 7. ed. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010.
- BUCHANAN, J. The Ethics of Debt Default. *In*: BUCHANAN, J.; ROWLEY, C.; TOLLISON, R. (Coord.). **Deficits**. Delhi: Disha Publications, 1989.
- BUCHHEIT, L. *et al.* **Revisiting Sovereign Bankruptcy**. Ontario: CIGI, 2013.
- BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; THOMPSON, R. The Dilemma of Odious Debts. **Duke Law Journal**, Durham, vol. 56, s. n., 2007.
- BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; TIRADO, I. The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings. **Butterworth Journal of International Banking and Financial Law**, Londres, abril de 2013.
- BUCHHEIT, L.; PAM, J. The *Pari Passu* Clause in Sovereign Debt Instruments. **Emory Law Journal**, Atlanta, vol. 53, s. n., 2004.
- BUCKLEY, R. “Debt-for-Development Exchanges: the Origins of a Financial Technique”. **The Law and Development Review**, Berlim, vol. 2, n. 1, 2009.
- BUCKLEY, R. The International Monetary Fund’s Proposal for Sovereign Debt Restructuring: an Australian Assessment. **Australian Journal of International Law**, vol. 9, n. 1, Sydney, 2003.
- BUSBY, J. Bono Made Jesse Helms Cry: Jubilee 2000, Debt Relief, and Moral Action in International Politics. **International Studies Quarterly**, Washington, D.C., vol. 51.
- CALOMIRIS, C. The IMF’s Imprudent Role as Lender of Last Resort. **Cato Journal**, Washington, D.C., vol. 17, n. 3, 1998.

CALVO, G. Servicing the Public Debt: the Role of Expectations. **American Economic Review**, Pittsburgh, vol. 78, n. 4, set. 1988.

CANUTO, O.; HOLLAND, M. Ajustamento Externo e Regimes de Taxa de Câmbio na América Latina. **Economia Ensaios**, Uberlândia, vol. 15, n. 2, jul. 2001.

CANZONERI, M.; CUMBY, R.; DIBA, B. Fiscal Discipline and Exchange Rate Systems. **Center for Economic Policy Research Discussion Paper**, Londres, n. 1899, maio 1988.

CARREAU, D. Rapport du Directeur d'Etudes de La Section de Langue Française du Centre. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.

CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.

CARRILLO-BATALLA, V. Conflicts of Laws in International Lending Transactions: Governing Law and Choice of Forum. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.

CARVALHO, A. **Direito da Infraestrutura: Perspectiva Pública**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

CATES, A.; ISERN-FELIU, S. Choice of Law and Site of Litigation in England. *In*: GRUSON, M.; REISNER, R. **Sovereign Lending: Managing Legal Risk**. Londres: Euromoney Publications, 1984.

CEPAL. Latin American and the Caribbean: Options to Reduce the Debt Burden. **Libros de la CEPAL**, Santiago, n. 26, 1990.

CHANG, R.; VELASCO, A. Banks, Debt Maturity and Financial Crises. **Journal of International Economics**, Amsterdam, vol. 51, n. 1, jun. 2000.

COLE, D. Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis. **Columbia Journal of Transnational Law**, Nova Iorque, vol. 30, n. 57, 1992.

COLLET, S. **A Unified Italy? Sovereign Debt and Investor Skepticism**. Bruxelas, 2012. Mimeo.

CONTI, J. M. Cuidado, pedalar pode dar cadeia! **Revista Eletrônica Consultor Jurídico – Conjur**, publicada em e disponível desde 5 de maio de 2015.

CONTI, J. M. **Federalismo Fiscal e Fundos de Participação**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2001.

COWAN *et al.* **Sovereign Debt in the Americas: New Data and Stylized Facts**. Washington, D.C.: Banco Interamericano de Desenvolvimento, 2006.

COWELL, A. International Business: More Trouble Seen on Defaulted Russian Debt. **The New York Times**, 16/3/1999.

- CRUZ, W.; REPETTO, R. **The Environmental Effects of Stabilization and Structural Adjustment Programs: the Philippines Case**. World Resources Institute: Washington, D.C., 1992.
- DAEHNE VAN VARICK, A. v. **Le Droit Financier International devant la Conférence de la Haie**. Haia: M. Nijhoff, 1907.
- DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012.
- DASEKING, C.; POWELL, R. From Toronto Terms to HIPC Initiative: a Brief History of Debt Relief for Low-Income Countries. **IMF Working Paper**, Washington, D.C., n. 99, out. 1999.
- DEACON, R.; MURPHY, P. The Structure of an Environmental Transaction: the Debt-for-Nature Swap. **Land Economics**, Madison, vol. 73, n. 1, 1997.
- DELAUME, G. **Legal Aspects of International Lending and Economic Development Financing**. Nova Iorque: Oceana, 1967.
- DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. The Great Latin America Debt Crisis. **Revista de Economia Política**, vol. 15, n. 3, jul.-set. 1995.
- DIENA, G. **Il Fallimento degli Stati e Il Diritto Internazionale**. Torino: Unione Tipografico-Editrice, 1898.
- DIPPELMAN, R.; DZIOBEK, C.; MANGAS, C. **What Lies Beneath: the Statistical Definition of Public Sector Debt**. Washington, D.C.: FMI, 2012.
- DOLZER, R. Staatliche Zahlungsunfähigkeit: zum Begriff und zu den Rechtsfolgen im Völkerrecht. In: JEKEWITZ, J. (Coord.). **Des Menschen Recht zwischen Freiheit und Verantwortung**. Berlin: Duncker und Humblot, 1989.
- DOLZER, R. Ten Years of Multi-Annual International Debt Management. **Cairo Conference (1992) Committee on International Monetary Law**. Londres: International Law Association, 1992.
- DONOVAN, D. Case Comment: *Abaclat and Others v. Argentine Republic* as a Collective Claims Proceeding. **ICSID Review**, Washington, D.C., vol. 27, n. 2, 2012.
- DOOLEY, M. Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided? **NBER Discussion Paper**, Cambridge, n. 7531, 2000.
- DRAGO, L. M. In: SCOTT, J. B. (Coord.). **The Proceedings of the Hague Peace Conferences: the Conference of 1907**. Nova Iorque: Oxford, 1921, vol. II.
- EATON, J.; GERSOVITZ, M. Debt with Potential Repudiation: Theoretical and Empirical Analysis. **Review of Economic Studies**, Oxford, vol. 48, n. 2, 1981.
- EICHENGREEN, B.; MODY, A. Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt Restructuring? **American Economic Review**, Nashville, vol. 93, n. 2, 2003.

EICHENGREEN, B.; MODY, A. Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 7458, 2000.

EICHENGREEN, B.; PORTES, R. Dealing with Debt: The 1930s and the 1980s. *In*: HUSAIN, I.; DIWAN, I. **Dealing with the Debt Crisis**. Washington, D.C.: The World Bank, 1989.

EISENSTADT, S. Social Institutions. *In*: SILLIS, D. (Org.). **The International Encyclopedia of the Social Science**. Nova Iorque: McMillan, 1968, vol. 14.

ELSNER, W. **Ökonomische Institutionenanalyse: Paradigmatische Entwicklung der ökonomischen Theorie und der Sinn eines Rückgriffs auf die ökonomische Klassik am Beispiel der Institutionenanalyse ("Property Rights")**. Berlim: Duncker & Humblot, 1986.

ERBE, R. Has the Baker Plan Failed? **Intereconomics – Review of European Economic Policy**, Berlim, vol. 21, n. 5, set. 1986.

ESPINOSA DE LOS MONTEROS, R. La Deuda Externa. *In*: MARÓN, J. (Coord.). **Globalización, Deuda Externa y Exigencias de Justicia Social**. Madrid: Universidad Internacional de Andalucía/Akal, 2003.

ESPINOSA DE LOS MONTEROS, R. Z. Les Dettes Publiques des Etats à l'Egard des Organisations Internationales. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.

ESQUIVEL, G.; LARRAÍN, F.; SACHS, J. The External Debt Problem in Central America: Honduras, Nicaragua and the HIPC Initiative. **Development Discussion Papers**, Harvard Institute for International Development, Cambridge, n. 645, ago. 1998.

EYZAGUIRRE, N.; VALDIVIA, M. Restricción Externa y Ajuste: Opciones y Políticas em América Latina. **Revista de la CEPAL**, Santiago, n. 32, 1987.

FAU-NOUGARET, M. La Liaison Infernale: Conditionnalité Democratique et Dette des Etats à l'Egard des Organisations Internationales. **Civilizar Ciencias Sociales y Humanas**, Bogotá, vol. 8, n. 15, jul.-dez. 2008.

FEILCHENFELD, E. **Public Debts and State Succession**. Nova Iorque: Macmillan, 1931.

FELDMANN, H. **Internationale Umschuldungen im 19. Und 20. Jahrhundert: eine Analyse ihrer Ursachen, Techniken und Grundprinzipien**. Berlim: Duncker & Humblot, 1991.

FINNEMORE, M. **The Purpose of Intervention: Changing Beliefs about the Use of Force**. Ithaca: Cornell University Press, 2003.

FISCH, J. Vultures or Vanguard? the Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring. **Faculty Scholarship**, Pensilvânia, n. 1051, 2004.

FISCHER-LESCANO, A.; TEUBNER, G. **Regime-Kollisionen: zur Fragmentierung des globalen Rechts**. Frankfurt a.M.: Suhrkamp, 2006.

- FLORES, J.; DECORZANT, Y. Public Borrowing in Harsh Times: the League of Nations Loans Revisited. **Working Paper Series**, Universidade de Genebra, Genebra, n. 12091, set. 2012.
- FMI. **Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues**. Washington, D.C.: FMI, 2006.
- FMI. **Lessons from the Crisis in Argentina**. Washington, D.C.: Policy Development and Review Department, 2003.
- FMI. **Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Washington, D.C.: FMI, 2003.
- FMI. **Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. Washington, D.C.: FMI, 2011.
- FMI. **Sovereign Debt Structure for Crisis Prevention**. Washington, D.C.: FMI, 2004.
- FMI. **Sovereign Debt Restructuring Mechanism Further Considerations**. Washington, D.C.: FMI, 2002.
- FOCSANEANU, L. Endettement Extérieur, Renégotiation des Dettes, Controle du Crédit Transnational. **Revue Générale de Droit International Public**, Paris, vol. n. 2, 1985.
- FONROUGE, C. **Derecho Financiero**. 3. ed. Buenos Aires: Depalma, 1977, vol. 2.
- FRANKENBERG, G.; KNIEPER, R. **Legal Problems of Overindebtedness of Developing Countries: the Current Relevance of the Doctrine of Odious Debts**. Safat: The Industrial Bank of Kuwait, 1984.
- FREUND, G. **Die Rechtsverhältnisse der Öffentlichen Anleihen**. Berlin: J. Guttentag, 1907.
- FRIEDMANN, W. **The Changing Structure of International Law**. Nova Iorque: Columbia University Press, 1964.
- GAMARRA *et al.* Debt Relief and Sustainability. *In*: NAÇÕES UNIDAS. **Realizing the Right to Development: Essays in Commemoration of 25 Year of the United Nations Declaration on the Right to Development**. Nova Iorque: OHCHR, 2013.
- GAUTAM, M. **Debt Relief for the Poorest: an OED Review of the HIPC Initiative**. Washington, D.C.: The World Bank, 2003.
- GEFFROY, A. **Études Italiennes**. Paris: Armand Colin, 1898.
- GELPERN, A. Odious, not Debt. **Law and Contemporary Problems**, Durham, vol. 73, n. 4, 2010.
- GELPERN, A. What Iraq and Argentina Might Learn from Each Other. **Chicago Journal of International Law**, Chicago, vol. 6, n. 1, 2005.
- GELPERN, A.; GULATI, M. Public Symbol in Private Contracts: a Case Study. **Washington University Law Quarterly**, Washington, D.C., vol. 84, n. 7, 2006.

GELPERN, A.; GULATI, M. The Wonder-Clause. **Journal of Comparative Economics**, vol. 41, n. 2, 2013.

GELPERN, A.; SETSER, B. Domestic and External Debt: the Doomed Quest for Equal Treatment. **Georgetown Journal of International Law**, Washington, D.C., vol. 35, n. 4.

GIANVITI, F. *et al.* **A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: Proposal**. Bruegel Blueprint Series, Bruxelas, vol. 10, 2010.

GITLIN, R.; HOUSE, B. **Just Enough, Just in Time: Improving Sovereign Debt Restructuring for Creditors, Debtors and Citizens**. Ontario: Center for International Governance Innovation (CIGI), 2015.

GOLD, J. The “Sanctions” of the International Monetary Fund. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 66, n. 5, out. 1972.

GOLDMANN, M. **Responsible Sovereign Lending and Borrowing: the View from Domestic Jurisdictions**. Nova Iorque: UNCTAD, 2012.

GORBUNOV, S. The Russian Federation: from Financial Pariah to State Reformer. *In*: HERMAN, B.; OCAMPO, J. A.; SPIEGEL, S. (Org.). **Overcoming Developing Country Debt Crises**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010.

GRARD, L. Le Club de Paris et les Dettes Publiques des Etats. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.

GRIFFIN, S. GDP-Linked Bonds: Lessons from Greece. **International Financial Law Review**, Londres, 15 abr. 2015.

GRIZIOTTI, B. **Principios de Ciencia de las Finanzas**. Buenos Aires: Depalma, 1959.

GUZMAN, M.; STIGLITZ, J. A Rule of Law for Sovereign Debt. **Project Syndicate**, Praga, 15 jun. 2015.

HADBA, F. A. Caixas de Conversão. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 14, n. 1, jan.-mar. 1994.

HAILSHAM, V. **Halsbury’s Laws of England**. 2. ed. Londres, 1935.

HALLERBERG, M.; STRAUCH, R.; von HAGEN, J. The Design of Fiscal Rules and Forms of Governance in European Union Countries. **Governance and the Efficiency of Economic Systems Discussion Paper n. 150**, Mannheim, jun. 2006.

HANLON, J. Defining “Illegitimate Debt”: When Creditors Should be Liable for Improper Loans. *In*: JOCHNICK, C.; PRESTON, F. (Coord.). **Sovereign Debt at the Crossroads: Challenges and Proposals for Resolving the Third World Debt Crisis**. Oxford: Oxford University Press, 2006.

HANNOUN, H. Sovereign Risk in Bank Regulation and Supervision. **Bank for International Settlements**, Basileia, 2011.

HANSEN, S. Debt for Nature Swaps: Overview and Discussion of Key Aspects. **Ecological Economics**, Viena, vol. 1, n. 1, 1988.

HEAD, J. Suspension of Debtor Countries' Voting Rights in the IMF: an Assessment of the Third Amendment to the IMF Charter. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 33, n. 3, 1993.

HEIMBECK, L. Legal Avoidance as Peace Instrument: Domination and Pacification through Asymmetric Loan Transactions. *In*: HIPPLER, T. **Paradoxes of Peace in Nineteenth Century Europe**. Oxford: Oxford University Press, 2015.

HELLEINER, E. The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism. **Contributions to Political Economy**, Oxford, vol. 27, n. 1, 2008.

HOEFLICH, M. Through a Glass, Darkly: Reflections upon the History of the International Law of Public Debt in Connection with State Succession. **University of Illinois Law Review**, Champaign, vol. 39, n. 1, 1982.

HÖFLING, W. **Staatsschuldenrecht: Rechtsgrundlagen und Rechtsmaßstäbe für die Staatsschuldenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 1993.

HORNBECK, J. F. Argentina's Sovereign Debt Restructuring. **CRS Report for Congress RL32637**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2004.

HORNBECK, J. F. The Financial Crisis in Argentina. **CRS Report for Congress RS21072**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2003.

HOWSE, R. The Concept of Odious Debt in Public International Law. **UNCTAD Discussion Papers**, Genebra, n. 185, jun. 2007.

HUDES, K. Coordination of Paris and London Club Reschedulings. *In*: BRADLOW, D (Coord.). **International Borrowing: Negotiating and Structuring International Debt Transactions**. 2. ed. Washington, D.C.: International Law Institute, 1986.

HUGO, G. **Lehrbuch des Naturrechts**. 4. ed. Berlim: August Mylius, 1819.

HUME, D. **Essays, Moral, Political and Literary**. Indianapolis: Liberty Fund, 1987 (1889).

INGROSSO, G. **Corso di Finanza Pubblica**. Napoli: Casa Editrice Dott. Eugenio Jovene, 1969.

INTERNATIONAL LAW ASSOCIATION. The Hague Conference. **State insolvency: options for the way forward**, 2010.

ISAR, S. Was the Highly Indebted Poor Country Initiative (HIPC) a Success? **Consilience: The Journal of Sustainable Development**, Nova Iorque, vol. 9, n. 1, 2012.

ISENSEE, J.; KIRCHHOF, P. **Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 2012, vol. 10.

JARACH, D. **Finanzas Públicas y Derecho Tributario**. 1. ed. Buenos Aires: Editorial Cangallo, 1985.

JEANNE, O. Foreign Currency Debt and the Global Financial Architecture. **European Economic Review**, Londres, vol. 44, n. 4-6, maio 2000.

JÈZE, G. **Cours de Science des Finances et de Législation Financière Française**. 6. ed. Paris: Marcel Giard, 1922.

JÈZE, G. **La Garantie des Emprunts Publics d'Etat**. Paris: Hachette, 1926.

JÈZE, G. Les Défaillances d'État. **Recueil des Cours**, Leiden, vol. 53, n. 3, 1935.

JÈZE, G. **Science des Finances et de Législation Financière Française**. 6. ed. Paris: Marcel Giard, 1922.

JHA, R.; SCHATAN, C. **Debt for Nature: a Swap Whose Time Has Gone?**. Cidade do México: CEPAL, 2001.

JOBLIN, J. Les Rouages de l'Economie Mondiale au Regard de l'Ethique. Application au Probleme de la Dette. Le point de Vue de l'Eglise. *In*: VIADEL, A. C.; MONTORO, A. F. **La Deuda Externa: Dimensión Política y Jurídica**. Madri: Iepala Editorial, 1999.

JOZON, P. Des Conséquences de l'Inexécution des Engagements Pris par les Gouvernements Relativement au Paiement de leur Dette Publique. **Revue de Droit Internationale**, Bruxelles, vol. I, 1869.

KAHAN, M.; KLAUSNER, M. Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or the Economics of "Boilerplate"). **Virginia Law Review**, Charlottesville, vol. 83, n. 4, maio 1997.

KÄMMERER, J. Der Staatsbankrott aus völkerrechtlicher Sicht. **Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht**, Heidelberg, vol. 65, s. n., 2005.

KASSOW, Achim. **The Interaction Between Sovereign Debt and Risk Weighting under the Capital Requirements Directive (CRD) as an Incentive to Limit Government Exposures**. European Parliament, Bruxelles, 2010.

KEYNES, J. M. **The Economic Consequences of the Peace**. Nova Iorque: Harcourt, Brace and Howe, 1920.

KEYNES, J. M. The German Transfer Problem. **The Economic Journal**, vol. 39, n. 153, mar. 1929.

KHAN, J.; MCDONALD, J. Third World Debt and Tropical Deforestation. **Ecological Economics**, Viena, vol. 12, n. 1, 1995.

KING, J. Odious Debt: the Terms of the Debate. **North Carolina Journal of International Law**, Chapel Hill, vol. 32, n. 4, 2007.

KIRCHNER, C. **Ökonomische Theorie des Rechts**. Berlim: Walter de Gruyter, 1997.

KIRKEGAARD, J. F. Will it be Brussels, Berlim or Financial Markets that Check Moral Hazard in Europe's Bailout Union? Most Likely the Latter! **Policy Brief**, Peterson Institute of International Economics, Washington, D.C., n. 25, out. 2010.

KLUG, A. The German Buybacks, 1932-1939: a Cure for Overhang?. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 75, nov. 1993.

KNICLEY, J. Debt, Nature, and Indigenous Rights: Twenty-Five Years of Debt-for-Nature Evolution. **Harvard Environmental Law Review**, Cambridge, vol. 36, n. 1, 2012.

- KOSAR, K. *The Quasi Government: Hybrid Organizations with Both Government and Private Sector Legal Characteristics*. **CRS Report for Congress RL30533**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2011.
- KOTLIKOFF, L. **Generational Accounting: Knowing Who Pays, and When, for What We Spend**. Nova Iorque: Free Press, 1992.
- KREMER, M.; JAYACHANDRAN, S. *Odious Debt*. **Finance and Development**, Washington, D.C., vol. 39, n. 2, jun. 2002.
- KRUEGER, A. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C.: FMI, 2002.
- KRUEGER, A. **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C., 26/11/2001. Discurso para o American Enterprise Institute, National Economists' Club Annual Members' Dinner. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.
- KRUGMAN, P. *Balance Sheets, the Transfer Problem and Financial Crisis*. **International Tax and Public Finance**, Nova Iorque, vol. 6, n. 4, nov. 1999.
- KRUGMAN, P. *Debt Relief is Cheap*. **Foreign Policy**, Washington, D.C., n. 80, 1990.
- KRUGMAN, P. *Financing vs. Forgiving: a Debt Overhang*. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 2486, 1988.
- KRUGMAN, P. *LDC Debt Policy*. In: FELDSTEIN, M. (Org.). **American Economic Policy in the 1980s**. Chicago: Chicago University Press, 1994.
- LABAND, P. **Das Staatsrecht des Deutschen Reichs**. 3. ed. Tübingen: Laupp, 1880.
- LABAND, P. **Das Staatsrecht des Deutschen Reiches**. Friburgo: J. C. B. Mohr, 1891, vol. 4.
- LABEYRIE, H. **Théorie et Histoire des Conversions de Rentes**. Paris: Guillaumin et Cie, 1878.
- LAPATZA, J. J. **Curso de Derecho Financiero Español**. 23. ed. Madrid: Marcial Pons, 2003, vol. 1.
- LAVALLE, J. *Instituciones e Instrumentos para el Planeamiento Gubernamental em América Latina*. **Texto para Discussão Cepal/Ipea**, Santiago, n. 5, 2010.
- LAWALL, F.; MILLER, G. *Debt Adjustments for Municipalities under Chapter 9 of the Bankruptcy Code*. Sem local: Lexis Nexis, 2012.
- LEWINSKI, K. v. **Öffentlichrechtliche Insolvenz und Staatsbankrott**. Tübingen: Mohr Siebeck, 2011.
- LEWIS, C. **America's Stake in International Investments**. Washington, D.C.: The Brookings Institution, 1938.
- LEYENDECKER, L. **Auslandsverschuldung und Völkerrecht**. Berna: Peter Lang, 1988.

LIEGENTHAL, Z. v. Über das Schuldenwesen der Staaten der heutigen Europa. *In: PÖLITZ, K-H. Jahrbücher der Geschichte und Staatskunst*. Leipzig: Hinrische Buchhandlung, 1830, vol. 2.

LIENAU, O. Legitimacy and Impartiality in a Sovereign Debt Workout Mechanism. **UNCTAD Working Group on a Debt Workout Mechanism**, UNCTAD, Geneva, jul. 2014.

LIENAU, O. **Rethinking Sovereign Debt: Politics, Reputation, and Legitimacy in Modern Finance**. Cambridge: Harvard University Press, 2014.

LIM, R.; MEDEIROS, C.; XIAO, Y. Quantitative Assessments of Sovereign Bond Restructurings. **Material não publicado**, 2005

LINDERT, P.; MORTON, P. How Sovereign Debt has Worked. *In: SACHS, J. Developing Country Debt and Economic Performance*. Chicago: University of Chicago Press, 1989, vol. 1.

LIPPERT, G. **Handbuch des Internationalen Finanzrechts**. 2. ed. Viena: Verlag der Österreichischen Staatsdruckerei, 1928.

LISCHINSKY, B. The Puzzle of Argentina's Debt Problem: Virtual Dollar Creation?. *In: TEUNISSEN, J. J.; AKKERMAN, A. (Eds.). The Crisis that was not Prevented: Argentina, the IMF, and Globalization*. Haia: FONDAD, 2003.

LOCHAGIN, G. Basel Agreements and the Myth of Risk-Free Sovereigns. *In: KIERKEGAARD, S. (Org.). Information Ethics and Security: Future of International World Time*. Copenhagen: IAITL, 2014.

LÖNING, E. **Die Gerichtsbarkeit über fremde Staaten und Souveräne**. Halle: Max Niemeyer, 1903.

LUDINGTON, S.; GULATI, M.; BROPHY, A. Applied Legal History: Demystifying the Doctrine of Odious Debts. **Theoretical Inquiries in Law**, Israel, vol. 11, 2010.

MACHINEA, J. L. La Crisis de la Deuda, el Financiamiento Internacional y la Participación del Sector Privado. **Financiamiento del Desarrollo**, Santiago, n. 117, 2002

MADDEN, J.; NADLER, M. **Foreign Securities: Public and Mortgage Bank Bonds – an Analysis of the Financial, Legal and Political Factors**. Nova Iorque: The Ronald Press Company, 1929.

MAGLIVERAS, K. **Exclusion from Participation in International Organizations: the Law and Practice behing Member States' Expulsion and Suspension of Membership**. Haia: Kluwer Law, 1999.

MAJO, A. d. Obbligazione. *In: Enciclopedia Giuridica*. Roma: Instituto della Enciclopedia Italiana, 2007, vol. XXIV.

MALAGARDIS, A. **Ein Konkursrecht für Staaten? Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart**. Baden-Baden: Nomos, 1990.

- MALAGUTI, M. Sovereign Insolvency and International Legal Order. **International Community Law Review**, Londres, vol. 11, n. 3, 2009.
- MANDER, B. New Tack on Argentina Debt. **Financial Times**, 28/9/2006.
- MANES, A. **Staatsbankrotte: Wirtschaftliche und Rechtliche Betrachtungen**. 2. ed. Berlin: Verlag Von Karl Siegismund, 1919.
- MANN, F. **The Legal Aspect of Money**. Londres: Oxford University Press, 1938.
- MARTHA, R. **The Financial Obligation in International Law**. Oxford: Oxford University Press, 2015.
- MARTIN, M. Assessing the HIPC Initiative: the Key Police Debates. *In*: TEUNISSEN, J.; AKKERMAN, A. **HIPC Debt Relief: Myths and Realities**. Haia: FONDAD, 2004.
- MEETARBHAN, M. Vers un Droit International de la Dette Extérieure? *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.
- MEGLIANI, M. **Sovereign Debt: Genesis, Restructuring, Litigation**. Heidelberg: Springer, 2015.
- MICHALOWSKI, S. **Unconstitutional Regimes and the Validity of the Sovereign Debt: a Legal Perspective**. Chippenham: Ashgate, 2007.
- MITCHELL, W.; GILMAN, M. Achievements to Date and Challenges Ahead: a View from the IMF. *In*: TEUNISSEN, J.; AKKERMAN, A. **HIPC Debt Relief: Myths and Realities**. Haia: FONDAD, 2004.
- MOE, R.; STANTON, T. Government-Sponsored Enterprises as Federal Instrumentalities: Reconciling Private Management with Public Accountability. **Public Administration Review**, Washington, D.C., vol. 49, jul.-ago. 1989.
- MORTIMORE, M.; STANLEY, L. Has Investor Protection Been Rendered Obsolete by the Argentine Crisis? **Cepal Review**, Santiago, n. 88, abr. 2006.
- MUSE-FISHER, J. Starving the Vultures: NML Capital v. Republic of Argentina and Solutions to the Problem of Distressed-Debt Funds. **California Law Review**, Berkeley, vol. 102, n. 6, dez. 2014.
- MUSGRAVE, R; MUSGRAVE, P. **Public Finance in Theory and Practice**. Nova Iorque: McGraw Hill, 1980.
- NAGY, P. **Country Risk: How to Assess, Quantify and Monitor It**. Londres: Euromoney Publications, 1984.
- NYS, E. Le Crédit et les Emprunts au Moyen Âge. **Revue de Droit International et de Legislation Comparée**, Bruxelas, vol. 29, 1897.
- ÖBERG, M. D. The Legal Effects of Resolutions of the UN Security Council and General Assembly in the Jurisprudence of the ICJ. **The European Journal of International Law**, Glasgow, vol. 16, n. 5, nov. 2005.

OCDE. **Lessons Learnt from Experience with Debt-for-Environment Swaps in Economies in Transition**. Paris: OCDE, 2007.

O'CONNELL, D. P. Recent Problems of State Succession in Relation to New States. **Recueil des Cours**, Leiden, vol. 130, n. 2, 1970.

O'CONNELL, D. P. **State Succession in Municipal Law and International Law**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 1967.

OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981.

OHLIN, G. Debts, Development and Default. *In*: HELLEINER, G. (Org.) **A World Divided: the Less Developed Countries in the International Economy**. Nova Iorque: Cambridge University Press, 1976.

OLSON, M. **The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups**. Cambridge: Harvard University Press, 1965.

OOSTERLINCK, K. Sovereign Debt Defaults: Insights from History. **Oxford Review of Economic Policy**, Londres, vol. 29, n. 4, 2013.

PAGE, D. Debt-for-Nature Swaps: Fad or Magic Formula? **Ambio**, Estocolmo, vol. 17, n. 3, 1988.

PANGESTU, M.; HABIR, Manggi. The Boom, Bust and Restructuring of Indonesian Banks. **IMF Working Paper**, Washington, D.C., FMI, 2002.

PANIZZA, U. Domestic and External Public Debt in Developing Countries. **UNCTAD Discussion Papers**, Genebra, n. 188, mar. 2008.

PANIZZA, U. Is Domestic Debt the Answer to Debt Crisis? *In*: HERMAN, B.; OCAMPO, J. A.; SPIEGEL, S. (Org.). **Overcoming Developing Country Debt Crises**. Nova Iorque: Oxford University Press, 2010.

PANIZZA, U.; STURZENEGGER, F.; ZETTELEMYER, J. International Government Debt. **UNCTAD Discussion Papers**, Genebra, n. 199, jun. 2010.

PARKINSON, F. Some Legal and Institutional Aspects of the Debt Crisis. *In*: BUTLER, W. **International Law and the International System**. Dordrecht: Martinus Nijhoff, 1987.

PARSONS, T. **On Institutions and Social Evolution**. Chicago: University of Chicago Press, 1982.

PASTOR, M.; WISE, C. From Poster Child to Basket Case. **Foreign Affairs**, vol. 80, n. 6, nov.-dez. 2001.

PAULUS, C. Ein Kaleidoskop aus der Geschichte des Insolvenzrechts. **Juristen Zeitung**, Tübingen, vol. 64, n. 23, nov. 2009.

- PAULUS, C. Rechtliche Handhaben zur Bewältigung der Überschuldung von Staaten. **Recht der Internationalen Wirtschaft**, Frankfurt, s. n., 2009.
- PAULUS, C. Resolvenzrecht als Mittel zur Haushaltsdisziplin. **Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik**, Colônia, vol. 90, n. 12, 2010.
- PAULUS, C. Sovereign Defaults to be Solved by Politicians or by Legal Proceedings?. **Law and Economics Yearly Review**, Londres, vol. 1, n. 2, 2012.
- PAULUS, C. The Evolution of the Concept of Odious Debt. **Zeitschrift für ausländisches öffentliches Recht und Völkerrecht**, Munique, vol. 68, 2008.
- PESCATORI, A.; SY, A. Are Debt Crisis Adequately Defined? **IMF Staff Papers**, Washington, DC., vol. 54, n. 2, 2007.
- PHILLIMORE, R. **Commentaries on International Law**. 3. ed. Londres: Butterworth, 1882.
- POLITIS, M. **Les Emprunts d'État en Droit International**. Paris: Durand et Pedone-Lauriel, 1894.
- PORZECANSKI, A. C. From Rogue Creditors do Rogue Debtors: Implications of Argentina's Default. **Chicago Journal of International Law**, Chicago, vol. 6, n. 1, jan. 2005.
- POVEDA VELASCO, I. M. Algumas Considerações a Respeito do Beneficium Competentiae. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, vol. 91, 1996.
- PÜNDER, H. Staatsverschuldung. *In*: ISENSEE, J.; KIRCHHOF, P. **Handbuch des Staatsrechts der Bundesrepublik Deutschland**. Heidelberg: C. F. Müller, 2007, vol. 5.
- REED, L.; PAULSON, J.; BLACKABY, N. **Guide to ICSID Arbitration**. Haia: Kluwer Law International, 2011.
- REICH, E. **Selected Documents Illustrating Medieval and Modern History**. Honolulu: University Press of the Pacific, 2004 (1905).
- REINHART, C.; ROGOFF, K.; SEVASTANO, M. Debt Intolerance. *In*: BRAINARD, W.; PERRY, G. (Org.). **Brookings Paper on Economic Acticity**, Washington, D.C.: Brookings Institution Press, vol. 1, 2003.
- REINISCH, A. Debt Restructuring and State Responsibility. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.
- REINISCH, A.; HAFNER, G. Staatensukzession und Schuldenübernahme beim "Zerfall" der Sowjetunion. *In*: DORALT, P.; HASCHEK, H.; SCHAUER, M. (Coord.). **Schriftenreihe des Forschungsinstituts für Mittel- und Osteuropäisches Wirtschaftsrecht**. Viena: Service Fachverlag, 1995, vol. 9.
- RESENDE, A. L. O Conselho da Moeda: um Órgão Emissor Independente. **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 12, n. 4, out.-dez. 1992.

RESS, G. Guarantee Treaties. *In*: BERNHARDT, R. (Coord.). **Encyclopedia of Public International Law**. Heidelberg: Max-Planck-Institut für Ausländisches Öffentliches Recht und Völkerrecht, 1984.

RICUPERO, B. A Relação entre Crise da Dívida e Crise Ambiental. **Cadernos do CEDEC**, n. 28, São Paulo, 1993.

RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003.

ROBERT, E. Rééchelonnement de la Dette ou Règlement Judiciaire? Analyse de la Jurisprudence Interne et Internationale au Regard des Enjeux de la Renégociation de la Dette. *In*: CARREAU, D.; SHAW, M. (Coord.). **La Dette Extérieure**. Haia: Martinus Nijhoff Publishers, 1995.

ROGOFF, K.; ZETTELMEYER, J. Bankruptcy Procedures for Sovereigns: a History of Ideas, 1976-2001. **IMF Staff Papers**, Washington, D.C., vol. 49, n. 3, 2002.

ROUBINI, N. Do We Need a New Bankruptcy Regime? **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, D.C., n. 1, 2002.

ROSS, D.; HARMSEN, R. (Coord.). **Official Financing for Developing Countries**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2001.

RUFF, P. **Die Rechtsnatur der Aufnahme öffentlicher Anleihen**. Naumburg: Lippert, 1912.

RUFFING, K.; VAN DE WATER, P.; KOGAN, R. “**Generational Accounting**” is **Complex, Confusing, and Uninformative**. Center on Budget and Policy Priorities, Washington, D.C., fev. 2014.

SACHS, J. Do We Need an International Lender of Last Resort? **Frank Graham Memorial Lecture**, Princeton University, abr. 1995

SACHS, J. Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, D.C., n. 1, 2002.

SACHS, J. Theoretical Issues in International Borrowing. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 54, jul. 1984.

SACHS, J.; COHEN, D. LDC Borrowing with Default Risk. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 925, jul. 1982.

SACK, A. **Les Effets des Transformations des États sur Leurs Dettes Publiques et Autres Obligations Financières**. Paris: Recueil Sirey, 1927.

SANDLER, T.; TSCHIRHART, J. Multiproduct Clubs: Membership and Sustainability. **Public Finance**, Los Angeles, vol. 48, n. 2, 1993.

SAVIGNY, F. **Das Obligationenrecht**. Berlin: Veit und Comp., 1853.

- SARKAR, R. **Development Law and International Finance**. 2. ed. Haia: Kluwer Law International, 2002.
- SAY, J. B. **A Treatise on Political Economy**. Filadélfia: Claxton, Remsen & Hattelfinger, 1821.
- SCHMIDT, R. **Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980.
- SCHMITT, C. **Positionen und Begriffe** (1940). 4. ed. Berlim: Duncker & Humblodt, 2004.
- SCHNEIDER, B. Clubbing in Paris: Is Debt Sustainability an Illusion? *In*: STIGLITZ, J.; OCAMPO, J. A. (Org.). **Sovereign Debt Workouts**. Nova Iorque: Columbia University Press, 2007.
- SCHUMACHER, J.; TREBESCH, C.; ENDERLEIN, T. Sovereign Defaults in Court: the Rise of Creditor Litigation, 1976-2010. **Working Paper**, Munique, 2014. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997>.
- SCHWARCZ, S. “Idiot’s Guide” to Sovereign Debt Restructuring. **Emory Law Journal**, Atlanta, vol. 53, s. n., 2004.
- SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring: a Bankruptcy Reorganization Approach. **Cornell Law Review**, Ithaca, vol. 85, n. 4, maio 2000.
- SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring Options: an Analytical Comparison. **Harvard Business Law Review**, Cambridge, vol. 2, n. 1, 2012.
- SCHWARCZ, S. The Use and Abuse of Special-Purpose Entities in Public Finance. **Minnesota Law Review**, Minneapolis, vol. 97, n. 2, 2012.
- SHARMA, S. **Global Financial Contagion: Building a Resilient World Economy after the Subprime Crisis**. Nova Iorque: Cambridge University Press, 2014.
- SHLEIFER, A. Will the Sovereign Debt Market Survive? **American Economic Review**, Nashville, vol. 93, n. 2, 2003.
- SMITH, A. **The Wealth of Nations**. Londres: Bantam Classic, 2003 (1776).
- SOEDERBERG, S. The Transnational Debt Architecture and Emerging Markets: the Politics of Paradox and Punishment. **Third World Quarterly**, Londres, vol. 26, n. 6, 2005.
- SOURROUILLE, J. V. Activos y Pasivos Externos de la Argentina desde Fines de la Segunda Guerra Mundial hasta 1958. **Desarrollo Económico**, vol. 47, n. 185, abr.-jun. 2007.
- SPERLING, J.; KIRCHNER, E. **Recasting the European Order: Security Architectures and Economic Cooperation**. Manchester: Manchester University Press, 1997.

SPIEGEL, P. Leaked: Greece's New Debt Restructured Plans. **Financial Times**, 5 de jun. de 2015.

STEIN, L. v. **Lehrbuch der Finanzwissenschaft**. 2. ed. Leipzig: Brodhhaus, 1871.

STEINER, H.; VAGTS, D. **Transnational Legal Problems**. Nova Iorque: The Foundation Press, 1976.

STEPHANOU, C.; MENDOZA, J. C. Credit Risk Measurement under Basel II: an Overview and Implementation Issues for Developing Countries. **World Bank Policy Research Working Paper n. 3556**, Washington, D.C., 2005.

STIGLITZ, J. **Making Globalization Work: the Next Steps to Global Justice**. Londres: Penguin Books, 2006.

STOLZ, P. Das wiedererwachte Interesse der Ökonomie an rechtlichen und politischen Institutionen. **Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik**, Zúrique, vol. 1, n. 3, 1983.

STRONG, S. Mass Procedures as a Form of “Regulatory Arbitration” – *Abaclat v. Argentine Republic* and the International Investment Regime. **The Journal of Corporation Law**, Iowa, vol. 38, n. 2, 2013.

STURZENEGGER, J.; ZETTELMEYER, B. Creditor Losses versus Debt Relief: Results from a Decade of Sovereign Debt Crises. **Journal of the European Economic Association**, vol. 5, n. 2/3, abr.-maio 2007.

STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises**. Cambridge: the MIT Press, 2006.

STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Haircuts: Estimating Investor Losses in Sovereign Debt Restructurings, 1998-2005**. Washington, D.C.: FMI, 2005.

STURZENEGGER, F.; ZETTELMEYER, J. **Has the Legal Threat to Sovereign Debt Restructuring Become Real?** Buenos Aires: Centro de Investigación y Finanzas, 2006.

SURATGAR, D. The International Financial System and the Management of the International Debt Crisis. In: BRADLOW, D. **International Borrowing: Renegotiating and Structuring International Debt Transactions**. Washington, D.C.: Springer, 1986.

SUTER, C. **Debt Cycles in the World Economy: Foreign Loans, Financial Crises, and Debt Settlements, 1820-1990**. Boulder: Westview, 1992.

SZUREK, S. Épilogue d'un Contentieux Historique. **Annuaire Français de Droit International**, Paris, n. 44, 1998.

TEIXEIRA RIBEIRO, J. J. **Lições de Finanças Públicas**. 5. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 1997.

TERHALLE, F. **Die Finanzwirtschaft des Staates und der Gemeinden**. Berlin: Duncker und Humblot, 1948.

- TOMZ, M. **Reputation and International Cooperation: Sovereign Debt Across Three Centuries**. Princeton: Princeton University Press, 2007.
- TORRES, H.; RODRIGUES, F. **Fundo Soberano do Brasil e Finanças Públicas: Regime Jurídico dos Fundos Públicos Especiais, Experiência Internacional e a Lei n. 11.887/2008**. Belo Horizonte: Fórum, 2012.
- VÁSQUEZ, I. The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises. **Cato Journal**, Washington, D.C., vol. 16, n. 2, 1996.
- VILANOVA, J. C.; MARTIN, M. **The Paris Club**. Londres: Debt Relief International, 2001.
- WAIBEL, M. Opening Pandora's Box: Sovereign Bonds in International Arbitration. **The American Journal of International Law**, Washington, D.C., vol. 101, n. 4, 2007.
- WAIBEL, M. **Sovereign Defaults before International Courts and Tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.
- WAIBEL, M. Staateninsolvenzen in Historischer Sicht. *In*: KODEK, G.; REINISCH, A. (Coord.). **Staateninsolvenz**. Viena: Bank Verlag, 2012.
- WÄLDE, T. The Serbian Loans Case: a Precedent for Investment Treaty Protection of Foreign Debt? *In*: WEILER, T. (coord.). **International Investment Law and Arbitration: Leading Cases from the ICSID, NAFTA, Bilateral Treaties and Customary International Law**. Londres: Cameron May, 2005.
- WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. A People's History of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 54, n. 1, 2013.
- WEISS, M. Iraq's Debt Relief: Procedure and Potential Implications for International Debt Relief. **CRS Report for Congress RL 33376**, Washington, D.C., 21/4/2006.
- WEISS, D.; WURZEL, U. **The Economics and Politics of Transition to an Open Market Economy: Egypt**. Paris: Development Centre of the OECD, 1998.
- WIJNBERGEN, S. v. Mexico and the Brady Plan. **Economic Policy**, Londres, vol. 6, n. 12, abr. 1991.
- WISE, C. *Currency Board* da Argentina: Laços que Unem? **Revista de Economia Política**, São Paulo, vol. 21, n. 3, jul.-set. 2001.
- WOOD, P. Debt Priorities in Sovereign Insolvency. **International Financial Law Review**, Londres, vol. 1, n. 7, nov. 1982.
- WUARIN, A. **Essais sur les Emprunts d'États et la Protection des Droits des Porteurs des Fonds d'États Étrangers**. Genebra: Imprimerie du Journal de Genève, 1907.
- WYNNE, W. **State Insolvency and Foreign Bondholders: Selected Case Histories of Governmental Foreign Bond Defaults and Debt Readjustments**. Washington, DC: Beard Books, vol. II.

•• *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública*

YANNACA-SMALL, K. Interpretation of the Umbrella Clause in Investment Agreements. **OECD Working Papers on International Investment**, Washington, D.C., n. 3, 2006.

ZETTELMAYER, J.; CHAMON, M.; BI, R. The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings. **IMF Working Paper 11/265**, Washington, D.C, 2011.

ZETTELMAYER, J.; TREBESCH, C.; GULATI, M. The Greek Restructuring Debt: an Autopsy. **Working Paper Series**, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., ago. 2013.

ZITELMANN, E. **Der Canevaro Streitfall zwischen Italien und Peru: Schiedsspruch vom 3. Mai 1912 auf Grund des Schiedsvergleichs vom 25. April 1910**. Munique, Leipzig: Duncker und Humblot, 1914.

ZORN, P. Der Rechtsschutz der Staatsgläubiger gegenüber fremden Staaten. *In: Bankarchiv*, Berlim, vol. 6, 1907.