

**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

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
<b>1 DÍVIDA PÚBLICA: CONCEITO, TIPOS E NATUREZA JURÍDICA .....</b>	<b>27</b>
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
<b>2 A INEXECUÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....</b>	<b>69</b>
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
<b>3 O QUADRO INSTITUCIONAL DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA EXTERNA NO ÂMBITO INTERNACIONAL .....</b>	<b>123</b>
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
<b>4</b>	<b>O POLICENTRISMO DECISÓRIO: OS TRIBUNAIS NA REESTRUTURAÇÃO</b>	
	<b>DA DÍVIDA PÚBLICA ARGENTINA.....</b>	<b>165</b>
	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
<b>5</b>	<b>TENDÊNCIAS RECENTES DA ORDENAÇÃO INTERNACIONAL DA</b>	
	<b>REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA.....</b>	<b>207</b>
	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
	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>249</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>261</b>

---

## 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 Gersovitz<sup>1</sup> 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

---

<sup>1</sup> 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 inócuo 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 regulatórias, 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 Teubner<sup>2</sup> 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

---

<sup>2</sup> **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.<sup>3</sup> 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,

---

<sup>3</sup> 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.<sup>4</sup> Seguindo esta linha de raciocínio, no caso do crédito público o principal objetivo do regime jurídico regulatório

---

<sup>4</sup> 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.<sup>5</sup> 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-

---

<sup>5</sup> 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,<sup>6</sup> 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.<sup>7</sup>

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,<sup>8</sup> sejam aquelas que, ainda que não o digam expressamente, se preocupam predominantemente em identificar as ineficiências econômicas dos atuais cenários,<sup>9</sup> é preciso ainda tocar em um ponto em

---

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

<sup>7</sup> **Ökonomische Theorie des Rechts**. Berlin: Walter de Gruyter, 1997, p. 7 e seguintes.

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

<sup>9</sup> 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.<sup>10</sup> 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.”<sup>11</sup> 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

---

<sup>10</sup> 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.

<sup>11</sup> 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.