

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 pública 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 *Überfälligkeitskredite*), 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 expresso 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 soberania 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.