

TENDÊNCIAS RECENTES DA ORDENAÇÃO INTERNACIONAL DA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

As preocupações com os mecanismos internacionais de reestruturação da dívida pública apontam para cenários institucionais alternativos, em geral complementares àqueles atualmente existentes, mas que também se dirigem à correção de ineficiências específicas diagnosticadas a partir da longa experiência de crises de pagamento dos Estados nacionais. Este debate foi objeto de preocupações mais intensas a partir da década de 1970, com a publicação mais numerosa de estudos sobre as debilidades dos procedimentos de negociação e modificação da dívida pública no âmbito internacional, em que as incertezas jurídicas decorrentes de uma configuração institucional frágil das instâncias de renegociação, bem como a potencialidade de resultados incompatíveis em diferentes instâncias de soluções de controvérsias, traziam à tona problemas recorrentes. Em um primeiro momento, a ênfase recairia sobre a desarticulação entre os grupos de credores, cujos comportamentos individuais teriam poucos incentivos para ir ao encontro de soluções coletivamente satisfatórias; mais recentemente, às dificuldades de da ação coletiva se somariam as preocupações com os limites dos resgates financeiros a países em crise, o que poderia criar alguma espécie de “risco moral” inerente às instituições financeiras internacionais: o risco de que, ao atuarem como emprestadores de último caso, se estimulassem comportamentos fiscais imprudentes em um cenário de ausência de procedimentos ordenados de enfrentamento das crises. Se alguma forma de estabilização dos procedimentos pode ser identificada no funcionamento das negociações desencadeadas em conjunto entre instituições multilaterais e os grupos de credores oficiais e bancários, este cenário de desarticulação é mais

evidente com relação a inúmeros credores privados portadores de títulos públicos, como foi tão bem evidenciado pelo caso argentino.

As alternativas institucionais se desdobram em duas possibilidades fundamentais, conforme o atual estado das discussões. De um lado, os problemas de coordenação de interesses fizeram mais frequentes, nos títulos públicos negociados internacionalmente, as cláusulas de vinculação da totalidade dos credores à decisão de uma maioria qualificada. Este é o cenário alternativo descrito como contratual, dos quais as cláusulas de ação coletiva dão exemplo já frequente. De outra parte, não são incomuns as referências à necessidade de reformas nas funções de instituições multilaterais de modo que se lhes conferissem atribuições mais bem definidas não apenas de provisão de liquidez, mas de ordenação do reembolso aos credores da dívida pública não executada, o que se poderia dar por uma racionalidade própria dos procedimentos falimentares de organização do acesso dos credores ao patrimônio do devedor. Esta alternativa, denominada institucional, tem amparo em propostas respeitáveis, capitaneadas mais recentemente pelo próprio Fundo Monetário Internacional, sem que, no entanto, tenham obtido sucesso significativo em sua implementação. Ambos os cenários serão analisados, o contratual e o institucional, sob a perspectiva de alternativas oferecidas para conferir maior consistência ao estatuto jurídico internacional da dívida pública. A partir da análise da estrutura jurídica destes cenários, que partirá antes de um recorrido sobre seu percurso intelectual mais recente, poderão ser aferidos tanto suas potencialidades como seus limites.

5.1. EVOLUÇÃO DO DEBATE

Desde que a vice-presidente do Fundo Monetário Internacional propôs, em 2001, um mecanismo de reestruturação da dívida soberana, indicado pela sigla SDRM (*sovereign debt restructuring mechanism*), surgiu uma nova onda de debates sobre a necessidade de aperfeiçoamento (entenda-se: de maior organização) dos procedimentos de resolução das crises da dívida pública.⁴⁷⁴ Esta proposta considerava a necessidade de prover o sistema financeiro internacional de ferramentas institucionalizadas de ação coordenada nas conversões das obrigações financeiras e, para isso, apontava em direção à adoção de procedimentos inspirados no direito

⁴⁷⁴ Ver KRUEGER, A. **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C., 26/11/2001. Discurso para o American Enterprise Institute, National Economists' Club Annual Members' Dinner. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>.

falimentar para que se organizassem as vias de acesso dos credores aos recursos com que seriam pagos e, ainda, que se estabelecessem regras inibidoras de comportamentos competitivos que um credor adotasse para carrear, antes dos demais e em maior quantidade, os reembolsos eventualmente efetuados. Muitas destas ineficiências derivariam do funcionamento falho das alternativas de mercado à disposição. Como explicava a vice-presidente do FMI, as dificuldades de coordenação decorrentes do elevado número de credores individuais e da pulverização de seus créditos em títulos sujeitos a distintas disciplinas representam um motivo para que os Estados adiem as reestruturações perante credores privados tanto quanto possam. Mesmo que os níveis de endividamento sejam comprovadamente insustentáveis e se enfrentem fortes problemas de liquidez, a perspectiva de que a litigância rompa o frágil equilíbrio entre as partes nas negociações da dívida pública inibe a busca de necessárias reestruturações para além do desejável, argumentava-se na proposta do SDRM.

Esta é apenas uma das feições mais recentes do debate sobre os possíveis cenários que se apresentam para a regulação das soluções de controvérsias entre o Estado devedor e seus credores por procedimentos mais ordenados. Mas é preciso notar que os argumentos na mesma direção têm linhagem anterior, e ainda que se articulem em torno de uma preocupação comum com as ineficiências dos atuais mecanismos, nem todas elas foram percebidas de maneira equivalente. Consequentemente, as alternativas que se delineiam se apresentam de distintas formas. Muitas delas se confinam ao campo de respostas pontuais a problemas econômicos historicamente circunscritos, ao passo que outras apresentam linhas de ação que encaminham propostas mais duradouras perante problemas persistentes.

5.1.1. A Comissão Internacional da Dívida

Durante a década de 1970, as crises da dívida do Zaire e do Peru alertaram para o risco de moratórias generalizadas nos países em desenvolvimento.⁴⁷⁵ Dava-se conta, então, de que seria preciso estimular as renegociações entre Estado e credores para que se retomasse o fluxo de pagamentos, ainda que em volumes menores, e se evitasse o risco de que os mercados financeiros ficassem “entupidos de dívida morta”, que aumentariam os passivos das instituições financeiras sem perspectivas de retorno. A expressão de Ohlin, uma das primeiras referências sobre o tema em

⁴⁷⁵ OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 305-341.

trabalhos mais recentes, fazia coro com a necessidade de prover as finanças dos países em desenvolvimento com regras internacionais para a resolução de crises financeiras que evitassem que todo o sistema de crédito, diante das perspectivas ruins sobre o retorno dos investimentos financeiros, operasse com excessiva aversão ao risco e se permitisse a recuperação rápida após o impacto temporário das crises.⁴⁷⁶ Estas propostas resultaram na iniciativa do G77 para a criação de uma comissão internacional da dívida pública, a *International Debt Commission*, cuja elaboração se deu nas etapas preparatórias para a quinta conferência da UNCTAD, realizada, em 1979, em Manila. As recomendações desse encontro ministerial de Arusha se dirigiram à formação da referida comissão, composta de pessoas públicas eminentes e com notórios conhecimentos sobre dívida pública, com competências para, desde que provocadas por um país interessado, examinar sua situação financeira, elaborar recomendações para superá-la e organizar reuniões entre o Estado e os credores para que se tratasse das formas de executar aquelas recomendações.⁴⁷⁷

A proposta da *International Debt Commission* formulada pelo G77 destinava-se a prover o sistema financeiro internacional de soluções institucionais mais atentas aos interesses dos países em desenvolvimento. A Comissão Internacional da Dívida se apresentava como uma alternativa aos mecanismos de renegociações então identificados com a preservação de interesses de recebimento dos credores dos Clubes de Paris e Londres, em um período no qual as reduções do endividamento não faziam parte do vocabulário de atuação institucional desses grupos. Durante a reunião de Manila, no entanto, a ideia foi rejeitada sob a perspectiva de que um mecanismo institucionalizado amplamente acessível aos devedores interessados encorajasse o aumento de pedidos de alívio do endividamento e, possivelmente, deslocasse os pesos relativos nas negociações em favor dos Estados endividados, com o

⁴⁷⁶ OHLIN, G. Debts, Development and Default. In: HELLEINER, G. (Org.) **A World Divided: the Less Developed Countries in the International Economy**. Nova Iorque: Cambridge University Press, 1976, p. 220.

⁴⁷⁷ “Any interested developing country which believes it has, or may have a debt problem could address itself to the Commission. The commission will: i) Examine the debt and development problems of the requesting country; ii) In the light of such examination and in accordance with the modalities of the detailed features, make recommendations on the measures required to deal with the debt problem in the broader context of development including measures of debt reorganization and additional bilateral and multilateral finance; iii) Convene a meeting of all parties concerned with a view to implementing the recommendations under (ii) above” (*Apud* RIEFFEL, L. **Restructuring Sovereign Debt: the Case for Ad Hoc Machinery**. Washington, D.C.: Brookings Institution Press, 2003, p. 145).

que se temia a redução e o encarecimento do crédito internacional disponível.⁴⁷⁸ A oposição à proposta não veio unicamente dos países fornecedores de crédito, mas também de muitos devedores, que mostravam contrariedade com as previsões de escasseamento das fontes de financiamento em razão de maiores cautelas dos emprestadores. O possível impacto dos mecanismos de resolução em uma comissão internacional da dívida pública seria a possível inibição dos fluxos de capitais para os países em desenvolvimento em uma época na qual estes países buscavam justamente estas fontes. Em outubro de 1980, o próprio G77 retirou seu apoio à ideia.⁴⁷⁹

A partir da observação de que o principal propósito da Comissão Internacional da Dívida seria assegurar maior importância aos devedores nas renegociações, pode-se afirmar que esse organismo não se dirigia especificamente aos problemas de coordenação que marcariam as propostas posteriores. A despeito disso, o Programa de Arusha continha a primeira referência à possibilidade de introdução de regras análogas, em âmbito internacional, àquelas previstas na legislação dos Estados Unidos, especialmente o Capítulo 11 do seu Código Falimentar (*US Bankruptcy Reform Act*), de 1978. Oechsli destacaria posteriormente a necessidade de recuperar as finanças de Estados nacionais em crise a partir da instauração de atos sequenciados similares àqueles aplicados pelo direito falimentar norte-americano. Estes atos consistiriam de um comitê de credores, de uma instância de supervisão independente (a qual poderia ser o FMI, desde que, sendo ele próprio também um credor, se incluíssem também os devedores nos processos decisórios), e da formalização dos procedimentos de iniciação. O início deste procedimento poderia se dar tanto por iniciativa dos devedores como dos credores, conferindo-se aos credores o poder de negar justificadamente ao pedido, caso se entendessem insuficientes os fundamentos.⁴⁸⁰

Para acelerar processos travados pelas dificuldades de articulação das negociações entre os muitos tipos de credores seria necessário estabelecer procedimentos mais claros, os quais seriam conduzidos sob uma instância judicialmente que aplicasse as mesmas regras processuais para a renegociação dos distintos tipos da dívida

⁴⁷⁸ Ver SOEDERBERG, S. The Transnational Debt Architecture and Emerging Markets: the Politics of Paradox and Punishment. **Third World Quarterly**, Londres, vol. 26, n. 6, 2005, p. 935).

⁴⁷⁹ HELLEINER, E. The Mystery of the Missing Sovereign Debt Restructuring Mechanism. **Contributions to Political Economy**, Oxford, vol. 27, n. 1, 2008, p. 105.

⁴⁸⁰ OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 354.

pública, evitando-se assim o alongamento desnecessário decorrente do tratamento diferenciado para cada uma das categorias creditícias. Oechsli se refere às dificuldades geradas pelo funcionamento dos Clubes de renegociação, em que os credores privados representados pelo *Bank Advisory Committee* se reúnem apenas após a conclusão dos procedimentos do Clube de Paris.⁴⁸¹ Finalmente, conquanto o FMI pudesse ser a opção mais evidente como uma espécie de corte falimentar que funcionasse como órgão supervisor dos acordos, esta não seria uma escolha necessária, pois um tribunal arbitral como o ICSID poderia desempenhar essas funções.⁴⁸²

A importância de procedimentos previsíveis para a reestruturação da dívida pública em âmbito internacional, conclui-se de Oechsli, residiria no estabelecimento de regras claras e de acesso a canais de comunicação pelas diversas partes, de um lado, e na tempestividade das renegociações, que seriam mais fluidas caso se reduzissem as diferenças de tratamento entre as dívidas bilateral e privada e estas pudessem se reunir em um único foro de conversas. O foco das ineficiências foi situado, portanto, na abordagem separada conferida aos titulares internacionais de créditos contra o Estado, e o Capítulo 11 serviria não para corrigir distorções decorrentes da estratégia individual de credores que comprometem a consolidação de acordos coletivamente satisfatórios, mas para assegurar a celeridade das renegociações, que chegariam a termo de forma mais rápida e articulada.⁴⁸³

A proposta de Oechsli não ganhou, no entanto, amplo conhecimento. Sua elevada ambição de criar regras de acesso e organização procedimental de renegociações conjuntas, inspiradas por analogia ao Capítulo 11 do Código Falimentar dos Estados Unidos, se tornou uma aspiração muito complexa e distante em face da premência de medidas conjunturais no contexto econômico da década de 1980. As crises generalizadas da dívida pública deste período foram enfrentadas por outras estratégias. Em vez da disciplina das condutas por meio de procedimentos internacionalmente estabelecidos *a priori*, o que se poderia denominar de uma

⁴⁸¹ OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 329.

⁴⁸² “Neither, however, is necessary for Chapter 11 procedures to be applied successfully in the renegotiation context. Establishment of a renegotiation plan could continue to be by the agreement and consensus of the parties, and not by imposition by some international institution” (OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, Charlottesville, vol. 21, n. 2, 1981, p. 333).

⁴⁸³ Cf. ROGOFF, K.; ZETTELMEYER, J. Bankruptcy Procedures for Sovereigns: a History of Ideas, 1976-2001. *IMF Staff Papers*, Washington, D.C., v. 49, n. 3, 2002, p. 473.

abordagem institucionalizante, as soluções foram encaminhadas pelo seu sentido econômico, com abordagens orientadas por princípios de mercado. Estas abordagens ajudaram a compreender melhor as possíveis ineficiências da reestruturação da dívida pública, e o complexo Plano Brady representou o mecanismo mais bem estruturado do longo processo de compreensão e enfrentamento das crises da dívida pública durante o período.

5.1.2. As estratégias de mercado

Os problemas decorrentes de coordenação insuficiente entre as diversas partes já ficaram claro no caso *Allied Bank*, em que a possibilidade de que um credor não aderisse às propostas negociadas de reestruturação poderia comprometer sua eficácia, desde que se encontrasse o caminho adequado para suas reclamações. A via da solução judicial ofereceu, então, precedentes para as expectativas de recuperação integral pelos *holdouts*. Este caso permitiu uma maior compreensão sobre a importância de assegurar a consistência da adesão majoritária dos credores, o que se complementou, nos anos de 1980, com a percepção do problema do sobre endividamento, que conduziria a baixas taxas de crescimento. Como já foi dito, os Termos de Toronto e posteriores ofereceram instrumentos objetivos para a concessão de reduções no endividamento, no âmbito das iniciativas multilaterais de cancelamentos e perdões da dívida pública. O que não se disse ainda, contudo, é que as ferramentas de mercado para lidar com as crises consistiram em um conjunto mais amplo de medidas que ajudaram a formar um repositório de expedientes patrocinados pelo Estado e pelos credores. Ao contrário das cogitações de Oechsli, lidas com algum interesse pela literatura mais especializada, mas sem o respaldo dos agentes decisores, as estratégias de mercado tiveram maior receptividade no período e providenciaram análises férteis sobre o seu potencial de ação frente ao problema dos incentivos para a ação coordenada.

5.1.2.1. O Plano Brady

O turbilhão econômico causado pelas amplamente disseminadas crises de endividamento da América Latina durante os anos 1980 conduziu a uma ação mais articulada dos emprestadores para a correção do problema do sobre endividamento. Este aspecto do problema se desenvolveu em várias frentes de atuação. O Clube de Paris, em conjunto com o FMI, começava a perceber a necessidade de adotar critérios objetivos de perdão da dívida pública dos países de menor renda, em muitos casos vista como uma necessidade pragmática, e de continuidade de empréstimos concessionais para que não fossem interrompidos os fluxos de financiamento

a esses países durante os períodos em que renegociavam suas dívidas. O aperfeiçoamento dos critérios de reescalamentos e reduções, introduzidos nas instâncias de renegociação da dívida oficial, não se referiam à dívida mobiliária, cuja reestruturação reapareceu como um tema relevante da agenda financeira global a partir dos planos de enfrentamento das moratórias latino-americanas, entre os quais se destaca o último deles, o Plano Brady.⁴⁸⁴ A partir da percepção da necessidade de ações coordenadas para pavimentar o caminho dos cancelamentos para países altamente endividados, o Plano Brady apontou para a viabilidade de que a articulação das partes se desse por mecanismos de mercado, e não por procedimentos institucionalizados. Na lista de opções para enfrentar de forma mais organizada as crises de endividamento e combater os efeitos negativos da desarticulação, as soluções para a crise latino-americana viriam a acrescentar mais um elemento para os muito diversificados e nem sempre articulados esquemas de renegociação da dívida pública: o das estratégias cooperadas entre Estado e bancos comerciais para a conversão das obrigações financeiras de forma a reduzir os encargos da dívida pública.

O Plano Brady, de 1989, introduziu mecanismos de resolução das crises da dívida pública que procuravam oferecer resultados mais promissores do que aqueles que vinham sendo até então executados. Dirigia-se à sequência de moratórias iniciada com a mexicana, em 1982, e que seriam generalizadamente declaradas por todos os países da região, com exceção da Colômbia, nos anos seguintes.⁴⁸⁵ Como um evento de grande escala, a cessação quase simultânea dos pagamentos de diversos países alertava tanto os bancos internacionais credores quanto os governos dos países em que esses organismos financeiros se situavam, assim como instituições internacionais preocupadas com a estabilidade financeira global, sobre a urgência de medidas de gestão da crise.⁴⁸⁶ Antes que o Plano Brady introduzisse, no final da década, métodos de redução de endividamento e passasse a lidar com as crises sob a perspectiva de recuperação do crescimento e das condições de solvência dos países afetados, outras iniciativas haviam sido levadas a cabo, fornecendo-lhe informações sobre os limites de estratégias voltadas exclusivamente para o alongamento de prazos e concessões de novos financiamentos.

⁴⁸⁴ DAS, U.; PAPAIOANNOU, M.; TREBESCH, C. **Sovereign Debt Restructurings 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts**. Washington, D.C.: FMI, 2012, p. 5.

⁴⁸⁵ Para as características detalhadas das crises, cf. ALTIMIR, O.; DEVLIN, R. **La Moratoria de La Deuda en América Latina**. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina, 1994.

⁴⁸⁶ Ver MACHINEA, J. L. La Crisis de la Deuda, el Financiamiento Internacional y la Participación del Sector Privado. **Financiamiento del Desarrollo**, Santiago, n. 117, 2002, p. 27; DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. The Great Latin America Debt Crisis. **Revista de Economía Política**, vol. 15, n. 3, jul.-set. 1995.

Durante a primeira fase de enfrentamento das crises latino-americanas, procurou-se conter o risco de crédito dos países da região por meio da continuidade do fluxo dos empréstimos, o que foi feito tanto pelos bancos comerciais interessados em não absorver os passivos do default como pelo FMI e outras instituições multilaterais. Com isto, a crise foi encarada como um problema de liquidez, e não de solvência. Procurava-se, com os novos empréstimos, permitir que os países em crise tivessem, em seu favor, tempo suficiente para ajustar suas finanças públicas e, superadas as dificuldades de dispor de recursos em razão dos problemas na balança de pagamentos, que saíssem tempestivamente das pressões financeiras então interpretadas como uma fragilidade conjuntural.⁴⁸⁷ Esta primeira fase envolvia a execução de diversas medidas de ajustes estruturais, logo percebidas como insuficientes para evitar a interrupção do serviço da dívida em razão de seus efeitos recessivos.⁴⁸⁸ Não seria possível enfrentar o grave contexto financeiro internacional sem modificar as estratégias diante de um quadro em que a introdução de condicionalidades e o oferecimento de novos empréstimos não assegurara a continuidade dos pagamentos da dívida.

Durante a reunião anual do FMI e do Banco Mundial em Seul, no ano de 1985, o secretário do Tesouro dos Estados Unidos, James Baker, expôs o novo plano a ser seguido pelo governo Reagan, o qual requeria maior cooperação entre as partes para que se assegurasse maior solidez às contas públicas dos países em crise, a disponibilidade de novos financiamentos da parte de bancos comerciais mesmo em um contexto de moratórias consumadas, um papel mais ativo de articulação de supervisão das instituições multilaterais e, ao mesmo tempo, a preocupação com o crescimento econômico dos Estados em desenvolvimento. Esta segunda fase, conhecida como o Plano Baker, indicava que o governo dos Estados Unidos percebera que a crise ia além de dificuldades conjunturais de liquidez. Ao contrário, a dívida pública do mundo em desenvolvimento representava uma sólida barreira, tanto econômica quanto política, para a melhoria de seus indicadores econômicos e sociais, o que poderia ainda ser agravado pelo impacto político das restrições financeiras e da inflexibilidade dos credores em admitir reestruturações.

⁴⁸⁷ Ver, a propósito, EYZAGUIRRE, N.; VALDIVIA, M. Restricción Externa y Ajuste: Opciones y Políticas em América Latina. **Revista de la CEPAL**, Santiago, n. 32, 1987, p. 155-77. Secundariamente, VÁSQUEZ, I. The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises. **Cato Journal**, Washington, D.C., vol. 16, n. 2, 1996, p. 233.

⁴⁸⁸ As relações entre os objetivos de crescimento e os limites a ele colocados pelas restrições financeiras, cf. LAVALLE, J. Instituciones e Instrumentos para el Planeamiento Gubernamental em América Latina. **Texto para Discussão Cepal/Ipea**, Santiago, n. 5, 2010.

A austeridade deveria ser combinada com a promoção do crescimento econômico, e esta foi a principal orientação do Plano Baker.⁴⁸⁹

Objetivamente, tratou-se de uma ação internacionalmente concertada que, sob a liderança do governo norte-americano, pedia aos bancos comerciais a continuidade do financiamento aos países de baixa renda mais altamente endividados, com o aumento da exposição dos bancos a uma taxa de 2,5% ao ano. Ao contrário da primeira fase, descrita como um período de “patinação”, o Plano Baker articulava diversas instâncias em torno de seus objetivos.⁴⁹⁰ A expectativa era de que, em três anos, os bancos contribuíssem com a expansão do crédito para aqueles países em 20 bilhões de dólares. Adicionalmente, o Banco Mundial e outros bancos de desenvolvimento, tais como o BIRD, assumiram o compromisso de promover maiores desembolsos para programas de assistência, estimando-se seu incremento em cerca de 50%, com destinação mais rápida dos recursos não apenas para o setor público, mas também para o setor privado. Isto, combinado com as garantias conferidas pela MIGA aos investimentos diretos e o acesso a recursos do fundo fiduciário do FMI sob a condição de que o beneficiário adotasse as políticas recomendadas, criou um ambiente de “cauteloso otimismo”.⁴⁹¹ O primeiro teste do plano viria a ser realizado com o México, em 1986, com um amplo pacote de reestruturação de sua dívida que envolvia diversas fontes de novos financiamentos, restauração do acesso aos mercados de capitais, reformas econômicas e outros serviços fornecidos por instituições multilaterais e bancos de desenvolvimento.⁴⁹²

Esta fase de resolução das crises de endividamento mostrava as condições de possibilidade de abordagens de mercado para a ação coordenada, no âmbito de instituições internacionais já vigentes e a partir de acordos e negociações *ad hoc* entre agentes públicos e privados. Em alguns aspectos o Plano Baker foi, contudo, insuficiente. Entre os anos de 1987 e 1988, as dificuldades de crescimento econômico

⁴⁸⁹ BOGDANOWICZ-BINDERT, C. The Debt Crisis: the Baker Plan Revisited. **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, Miami, vol. 28, n. 3, 1986, p. 33-34.

⁴⁹⁰ Sobre o sucesso do Plano Baker como etapa de superação da fase de *muddling through*, cf. ERBE, R. Has the Baker Plan Failed? **Intereconomics – Review of European Economic Policy**, Berlim, vol. 21, n. 5, set. 1986, p. 213-4.

⁴⁹¹ Cf. BOGDANOWICZ-BINDERT, C. The Debt Crisis: the Baker Plan Revisited. **Journal of Interamerican Studies and World Affairs**, Miami, vol. 28, n. 3, 1986, p. 34. Entre esses países estavam também as maiores da América Latina, além de países de fora da região. Os alvos do programa eram, assim, Argentina, Brasil, México, Venezuela, Uruguai, Chile, Equador, Colômbia, Peru, Bolívia, Iugoslávia, Filipinas, Nigéria, Costa do Marfim e Marrocos.

⁴⁹² WIJNBERGEN, S. v. Mexico and the Brady Plan. **Economic Policy**, Londres, vol. 6, n. 12, abr. 1991, p. 13-56.

como ponto de partida para a sustentabilidade do serviço da dívida não davam sinais de que se superariam exclusivamente com as medidas até ali tentadas. O Plano Baker tentara conciliar a permanência dos países em crise nas rotas dos capitais externos com a execução de medidas de ajuste econômico que reorganizariam as economias nacionais, mas parte do seu insucesso se deveu à baixa adesão dos emprestadores privados aos objetivos do plano. Enquanto o estoque dos empréstimos oficiais cresceu no período do Plano Baker, os empréstimos bancários permaneceram no mesmo volume de 1982 a 1987, e até diminuíram em 1988.⁴⁹³

A agenda econômica do governo Bush para a América Latina foi iniciada, em 1989, com a afirmação de novas linhas orientadoras para o dominante problema da dívida pública, as quais foram costuradas em torno da necessidade de colocar em andamento esquemas voluntários de redução do endividamento tomado ante bancos comerciais sob a condição de que os países beneficiários adotassem políticas de liberalização econômica e financeira. A nova fase, encaminhada pelo novo secretário do Tesouro Nicholas Brady, exibia maior flexibilidade do que as etapas que a antecederam, ainda que mantivesse com elas pontos de concordância, entre os quais o estímulo à continuação de novos empréstimos aos países em crise. O primeiro dos programas foi acertado com o México já no ano de 1989 e serviu de protótipo para os posteriores.

Um dos elementos característicos da estratégia de mercado associada ao Plano Brady foi a formação de amplos *comitês de credores*, que se tornaram o local mais importante de negociação da dívida bancária, e o oferecimento de um conjunto variado de opções de reestruturação à disposição dos bancos participantes. Esta estratégia, conhecida como *menu approach*, consistia em assegurar a voluntariedade das modificações das obrigações pela via de um conjunto de opções pelas quais os credores poderiam optar, as quais poderiam variar entre alternativas como a redução do valor ou o aumento da exposição. Entre os instrumentos de financiamento negociados com o México estiveram, por exemplo, três opções: a conversão das obrigações existentes por outras de longo prazo, com novo prazo de maturidade de 30 anos, e com descontos de 35% no valor de face e um dado percentual acima da taxa LIBOR; a conversão das obrigações existentes por novos títulos ao par com 30 anos de maturidade, mas com taxas de juros abaixo das de mercado (6,25%); ou a concessão de novos empréstimos a taxas de juros de mercado por um período de quatro anos, com aumento de até 25% de sua exposição no ano de 1989. O acordo

⁴⁹³ KRUGMAN, P. LDC Debt Policy. In: FELDSTEIN, M. (Org.). **American Economic Policy in the 1980s**. Chicago: Chicago University Press, 1994, p. 700.

mexicano foi concluído com a conversão de 49% de seus empréstimos em títulos reduzidos, 41% em títulos ao valor nominal e 10% em novos empréstimos.⁴⁹⁴

Os acordos seguintes foram firmados com a Costa Rica (1989), Venezuela (1990), Uruguai (1991), Argentina (1992) e Brasil (1992, finalizada em 1994), e variaram quanto aos percentuais de redução, as taxas de juros e a provisão de dinheiro novo. Com a nova estrutura do plano, reduções de montantes significativos da dívida pública foram atingidas, um objetivo que apenas timidamente havia sido alcançado durante a fase Baker. Uma das razões apontadas para este sucesso foi que o plano Brady conseguira mobilizar recursos significativos, por meio de empréstimos concedidos pelo FMI, pelo Banco Mundial e ainda pelo governo do Japão, para que os países em crise financiassem as conversões das obrigações em títulos com desconto e realizassem eventuais recompras, com o que se garantiu a viabilidade financeira dos amplos e diversificados programas de reestruturação.⁴⁹⁵

Um aspecto importante, porém, é pouco enfatizado para o seu sucesso: todos esses acordos foram implicitamente desvinculados dos programas de assistência do FMI,⁴⁹⁶ o que coloca as estratégias de mercado de reestruturação da dívida pública, das quais o Plano Brady é sua forma mais bem elaborada, em desalinhamento com as dinâmicas do FMI com os Clubes de Londres e Paris, nos quais os acordos de conversão são articulados à assinatura de programas com o Fundo. Ainda que assim não se afirmasse expressamente, estes acordos poderiam ser concluídos ainda que determinado país se encontrasse em situação de moratória, ou seja, já houvesse descumprido os contratos com os credores. Não foi apenas desta maneira, no entanto, que o Plano Brady flexibilizou alguns princípios orientadores dos círculos de reestruturação da dívida pública, à medida que contribuiu para um reconhecimento mais amplo das possibilidades de reestruturações voluntárias da dívida pública que implicassem sua redução, com um amplo acordo entre credores e devedores. Os Termos de Toronto, incorporados depois pelo Clube de Paris, representaram esta nova tendência.

Neste sentido, a execução dos variados acordos do Plano Brady podem ilustrar a possibilidade de coordenação entre as diversas partes em torno de objetivos de melhores condições de gestão da dívida que afastem a possibilidade de interrupção

⁴⁹⁴ VÁSQUEZ, I. The Brady Plan and Market-Based Solutions to Debt Crises. **Cato Journal**, Washington, D.C., vol. 16, n. 2, 1996, p. 235 e seguintes.

⁴⁹⁵ DEVLIN, R.; FRENCH-DAVIS, R. The Great Latin America Debt Crisis. **Revista de Economia Política**, v. 15, n. 3, jul.-set. 1995, p. 132.

⁴⁹⁶ CEPAL. Latin American and the Caribbean: Options to Reduce the Debt Burden. **Libros de la CEPAL**, Santiago, n. 26, 1990.

de seu serviço, ou que possa retomá-lo. As estratégias que apresentavam menores incentivos para que se atingissem os termos das reduções foram aperfeiçoadas pela instalação de amplos comitês *ad hoc* que, de um lado, estimulavam os acordos por meio do oferecimento de propostas diversificadas aos bancos credores, e, de outro, garantiam aos devedores condições de financiamento das propostas com o apoio significativo de instituições multilaterais e governos interessados nas propostas. É possível ver, dessa forma, que não apenas por meio da criação de instituições se atinge grau efetivo de soluções coordenadas entre devedores e credores em torno do complexo objetivo de redução do endividamento em condições satisfatórias para ambos, diante de cenários que comprovem a insustentabilidade da dívida pública em seu estado atual.

5.1.2.2. *A conversão da dívida pública para fins ambientais*

Outras alternativas identificadas com soluções de mercado se apresentaram a partir dos anos de 1980 para que se concluíssem acordos de reestruturação da dívida pública, mas, ao contrário do que se viu no Plano Brady, alguns deles se voltavam para objetivos condicionados de aplicação dos recursos. Como alternativa aos combalidos orçamentos nacionais, diversos Estados adotaram técnicas de modificação de suas obrigações financeiras que representariam, ao mesmo tempo, seu cancelamento parcial e sua conversão em outras obrigações com fins específicos. Estas técnicas apontam, portanto, para a extinção da obrigação original, sua novação e, em razão do interesse comum das partes, seu perdão sob a condição de que os valores descontados sejam condicionados a alguma finalidade previamente determinada, como políticas públicas específicas. Os programas ambientais receberam uma atenção destacada quando se percebeu que os instrumentos de conversão poderiam ser utilizados em conjunto com iniciativas de alívio financeiro de países altamente endividados, e desta forma se poderia reduzir o risco de que viessem a recorrer a solução desestabilizadoras de inadimplemento ou ampla reestruturação de seus débitos. Por meio dos *debt swaps* (literalmente, trocas de dívida), que permitem o câmbio de títulos antigos com juros elevados por novos de serviço mais barato, pagos ao longo da vigência do contrato ou apenas ao seu final (papeis chamados, respectivamente, de *high-coupon* e *low-coupon*), credores sem a expectativa de serem reembolsados ao par, isto é, no valor nominal, obteriam, em troca do cancelamento de parte do valor devido, outros ativos do Estado devedor. As operações de *debt-for-equity* evoluíram posteriormente para o comprometimento dos valores descontados com investimentos, entre os quais se situavam as políticas ambientais.

Quando se trata de dívida pública, os *debt-for-equity swaps* ocorrem tradicionalmente com relação à dívida bancária. O banco credor, atento aos riscos dos títulos públicos que porta, aliena-os em operações no mercado secundário para outro investidor interessado em manter relações financeiras com o Estado devedor.⁴⁹⁷ Este investidor, então, revende, com descontos, o título para o Estado em troca de ativos tais como a participação em alguma empresa pública ou pelo pagamento em espécie do valor reduzido.⁴⁹⁸ O sentido jurídico destas operações não seria, assim, propriamente de uma conversão de uma obrigação financeira antiga por uma nova obrigação, mas de uma substituição do objeto da prestação, caso em que se poderia falar de uma *datio in solutum* de ativos do Estado, devendo-se considerar, ainda, a possibilidade de adiantamento dos pagamentos em vista da concessão de reduções no montante devido. Se numa operação do tipo *debt-for-debt* o devedor se obrigaria a fazer pagamentos regulares, preferencialmente em alguma moeda forte, para os credores que aceitaram reduzir seus interesses, o sentido econômico de uma troca por ativos passa a depender das expectativas de retorno do investimento, o que faz com que não haja um pagamento garantido. Para o Estado devedor, a expectativa seria a de que os recursos resguardados de servir a dívida pública fossem canalizados para investimentos públicos e para a retomada do crescimento econômico. Este tipo de operação ganhou ainda uma importância maior quando o Clube de Paris, que congrega as renegociações da dívida bilateral, incluiu a possibilidade de *debt-for-equity swaps* como uma alternativa para a reestruturação da dívida contratual entre dois Estados.⁴⁹⁹ Ainda que variem na forma, estes acordos resultam na extinção de um passivo denominado em moeda estrangeira e na criação de capital para um não residente, denominado na moeda nacional, seja este não residente, como já se disse, um banco comercial ou outro Estado.⁵⁰⁰

Os *debt-for-nature swaps* (DNS), ocasionalmente também chamados de *debt-for-environment swaps*, guardam semelhança com o modelo de conversão *debt-for-equity*. A adoção de instrumentos financeiros de conversão da dívida externa para

⁴⁹⁷ ANAYIOTOS, G.; PINIÉS, J. The Secondary Market and the International Debt Problem. **World Development**, Washington, D.C., v. 18, n. 12, 1990; BUCKLEY, R. “Debt-for-Development Exchanges: the Origins of a Financial Technique”. **The Law and Development Review**, Berlim, vol. 2, n. 1, 2009.

⁴⁹⁸ COLE, D. Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis. **Columbia Journal of Transnational Law**, Nova Iorque, vol. 30, n. 57, 1992, p. 63.

⁴⁹⁹ ROSS, D.; HARMSSEN, R. (Coord.). **Official Financing for Developing Countries**. Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2001, p. 66.

⁵⁰⁰ FMI. **External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users**. FMI: Washington DC, 2003. Apêndice III, Glossário.

fins ambientais surgiu como uma estratégia voltada a enfrentar, simultaneamente, dois problemas fundamentais. O primeiro deles era percepção de que a dívida pública externa de diversos países afetados pelas crises de endividamento na década de 1980 se mostrava impagável.⁵⁰¹ Neste cenário, o cancelamento total ou parcial das obrigações financeiras dos Estados atingidos (notadamente pertencentes à América Latina) poderia ser mais bem aproveitado se eles assumissem o compromisso de que, em troca do perdão, converteriam o montante ainda devido em investimentos para proteção ambiental. O segundo problema eram os indicadores de que o próprio volume da dívida externa poderia ser responsável pela degradação ambiental, pois a crise econômica acarretaria o aumento dos índices de desflorestamento. Ainda que se mostrasse difícil estabelecer uma segura relação de causa e efeito entre ambos os fenômenos, o argumento parecia convincente: o financiamento de uma dívida externa cada vez maior exigia a disponibilidade de divisas que seriam obtidas com exportações cada vez maiores. A produção de bens exportáveis, notadamente bens primários com pouco valor agregado e preços internacionais em deterioração, requeria o uso de métodos cada vez mais intensivos de produção. O crescimento das exportações dos países latino-americanos endividados foi acompanhado, desse modo, do maior empobrecimento de suas zonas rurais no período aqui considerado, com prejuízo para a cobertura florestal e a biodiversidade, os quais são subvalorizados e superexplorados. Com isto se observou uma relação positiva entre os níveis de endividamento externo e os índices de desflorestamento.⁵⁰²

O incentivo a programas de reestruturação das dívidas públicas da América Latina e a percepção de que a crise agravava os problemas ambientais levaram ao desenvolvimento de políticas financeiras específicas, como aquela proposta pelo vice-presidente do World Wildlife Fund (WWF), Thomas Lovejoy, em artigo no jornal *New York Times*, que consistia na adoção de um mecanismo financeiro capaz de promover o alívio da dívida em troca de maiores gastos públicos com o

⁵⁰¹ Cf. ALTIMIR, O.; DEVLIN, R. **La Moratoria de La Deuda en América Latina**. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica de Argentina, 1994; MACHINEA, J. L. *La Crisis de la Deuda, el Financiamiento Internacional y la Participación del Sector Privado*. **Financiamiento del Desarrollo**, Santiago, n. 117, 2002.

⁵⁰² JHA, R.; SCHATAN, C. **Debt for Nature: a Swap Whose Time Has Gone?** Cidade do México: CEPAL, 2001, p. 7; CRUZ, W.; REPETTO, R. **The Environmental Effects of Stabilization and Structural Adjustment Programs: the Philippines Case**. World Resources Institute: Washington, D.C., 1992; KHAN, J.; MCDONALD, J. *Third World Debt and Tropical Deforestation*. **Ecological Economics**, Viena, v. 12, n. 1, 1995, p. 107-123. Entre os estudos brasileiros, cf. RICUPERO, B. *A Relação entre Crise da Dívida e Crise Ambiental*. **Cadernos do CEDEC**, n. 28, São Paulo, 1993.

meio-ambiente.⁵⁰³ Aí se argumentava que a crise havia diminuído ainda mais os já escassos recursos do orçamento para o meio-ambiente e se identificava uma “coincidência de desejos” entre a demanda por uma maior cobertura florestal e a perspectiva de redução do endividamento, com o que todos os participantes se beneficiariam de alguma forma.⁵⁰⁴

Uma primeira geração de DNS foi iniciada em 1987 entre a *Conservation International*, uma organização não governamental (ONG) sediada em Washington, e o governo da Bolívia, com muitas expectativas de que servisse de modelo para acordos futuros. Em seguida, Equador e Costa Rica criaram outros esquemas de conversão de títulos da dívida externa por títulos do governo em moeda local, repassados para ONGs encarregadas de gerir programas ambientais.⁵⁰⁵

O Brasil se destacava como uma exceção, ainda não convencido das perspectivas promissoras de geração de recursos para investimentos ambientais por meio desses instrumentos financeiros, que poderiam potencializar a inflação do período. Ao contrário, em 1988 chegou a ser apresentada uma proposta alternativa pelo governo de então, o “Programa Nossa Natureza”,⁵⁰⁶ que aparentava prosseguir o anterior “Projeto Calha Norte”⁵⁰⁷ e se propunha à defesa do complexo de ecossistemas da Amazônia Legal, diluindo a pressão internacional sobre a elevação dos índices de desmatamento.

Os países latino-americanos com economias mais precárias mostraram-se então mais abertos à ideia. Inicialmente, foram feitas ao menos quatro propostas para executar a ideia inspirada no trabalho de Lovejoy, nem todas igualmente atrativas para os doadores. Estas propostas consistiriam basicamente na substituição, operada pelo banco central local, da dívida externa em moeda nacional ou títulos nacionais em posse de organizações não governamentais nacionais encarregadas de conduzir projetos de conservação ambiental, ou na doação da dívida a organizações

⁵⁰³ “Aid Debtor Nations’s Ecology”. *New York Times*, 4/10/1984. A31.

⁵⁰⁴ O problema da explicitação da demanda por conservação florestal, como expressão de um bem público múltiplo, é tema abordado, entre outros, por SANDLER, T.; TSCHIRHART, J. Multiproduct Clubs: Membership and Sustainability. *Public Finance*, Los Angeles, vol. 48, n. 2, 1993, p. 153-170.

⁵⁰⁵ Para detalhamento da experiência dos três países citados, cf. PAGE, D. Debt-for-Nature Swaps: Fad or Magic Formula? *Ambio*, Estocolmo, vol. 17, n. 3, 1988, p. 243-244.

⁵⁰⁶ Decreto n. 96.944, de 12 de outubro de 1988.

⁵⁰⁷ Exposição de Motivos EM n. 770 da Presidência da República, de 19 de dezembro de 1985. A regulamentação jurídica do programa, ainda em vigor, foi atualizada pela Portaria Normativa n. 606 do Ministério da Defesa, de 24 de abril de 2007.

ambientais nacionais para investimento em programas ambientais, ou ainda na compra da dívida por uma organização ambiental e sua venda com desconto para uma empresa multinacional que se comprometa a investir em preservação ambiental. Com isto se promoveria o cancelamento oficial da dívida, condicionado ao reinvestimento no meio ambiente.⁵⁰⁸

Essas propostas, concretamente, evoluíram em direção à ocorrência de dois tipos de estruturas para a troca da dívida, os *swaps* públicos e os privados.⁵⁰⁹ Os DNS privados costumam envolver três partes: uma organização internacional voltada à conservação ambiental, que aceita comprar parte da dívida de determinado Estado com desconto no mercado secundário; uma organização nacional responsável por determinado programa ambiental; e um ou mais órgãos ou entidades governamentais do Estado em desenvolvimento que se beneficiará da troca dos títulos. Este ente governamental costuma ser o banco central, que concorda em converter parte da dívida externa em dívida em moeda nacional, além de estabelecer os limites e a taxa de câmbio para estas conversões. Pode ser que o ministério encarregado pela política econômica também se envolva (como é o caso do Ministério da Fazenda, no Brasil), para consentir com o recebimento da assistência internacional e supervisionar a operação.

Por sua vez, o que diferencia os DNS públicos é que, nestes, a organização internacional de conservação é substituída por um Estado credor e a operação se desenvolve entre duas partes. Como as primeiras experiências com os *debt-for-nature swaps* foram privadas, estes são referidos como de primeira geração, ao passo que os públicos, cronologicamente, são os de segunda geração.⁵¹⁰ Aponta-se também, por conseguinte, que a diferença entre os DNS de primeira e segunda geração está na origem dos recursos que os cobrem, se privados ou públicos. Aqueles de primeira geração seriam associados a recursos privados, ao passo que os de segunda

⁵⁰⁸ HANSEN, S. Debt for Nature Swaps: Overview and Discussion of Key Aspects. **Ecological Economics**, Viena, vol. 1, n. 1, 1988, p. 78.

⁵⁰⁹ Esta sistematização se encontra em JHA, R.; SCHATAN, C. **Debt for Nature: a Swap Whose Time Has Gone?** Cidade do México: CEPAL, 2001.

⁵¹⁰ Até 1992, haviam se completado 23 operações de conversão por meio de DNS privados em 14 países diferentes (Madagascar, Zâmbia, Bolívia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, Guatemala, Jamaica, México, Filipinas, Polônia, Nigéria, Brasil e Panamá), e outros estavam em andamento. As organizações internacionais de conservação mais atuantes eram a *Conservation International*, *The Nature Conservancy* (TNC) e *World Wildlife Fund* (WWF). Para outros elementos factuais destas conversões privadas, cf. DEACON, R.; MURPHY, P. The Structure of an Environmental Transaction: the Debt-for-Nature Swap. **Land Economics**, Madison, vol. 73, n. 1, 1997, p. 3.

geração, a recursos públicos.⁵¹¹ Esta tipologia, porém, merece a ressalva de que em ambos os *swaps* haverá envolvimento de recursos públicos da parte do Estado devedor, que se beneficiará do programa sob a condição de investir em políticas públicas de preservação ambiental. Apenas se pode fazer a distinção acima, entre recursos de origem privada ou pública, se considerada a circunstância de o cancelamento das dívidas ter sido obtido junto a um banco comercial (no caso dos DNS de primeira geração) ou junto a um Estado credor (no caso dos DNS de segunda geração).

Ocorre, então, que, em um DNS de primeira geração (três partes) uma organização internacional doadora compra parte da dívida em moeda estrangeira junto a bancos comerciais, no mercado secundário, com desconto, e então a renegocia com o Estado de forma que, como contrapartida ao desconto no montante devido, este aplique os recursos na área ambiental. No caso de um DNS de segunda geração (duas partes), as negociações são conduzidas diretamente entre dois entes soberanos, um credor e outro devedor. Em ambos os casos a dívida é parcialmente cancelada e reestruturada de forma a estender os prazos de pagamento, ou então o Estado devedor readquire a dívida a um preço menor.

A partir do ano de 1998, no entanto, uma iniciativa do governo dos Estados Unidos deu novo impulso aos programas de conversão da dívida pública. A não adesão do país ao Protocolo de Quioto impulsionou críticas da comunidade internacional que procuraram ser mitigadas com a aprovação do *Tropical Forest Conservation Act* (TFCA), uma lei que autoriza o cancelamento parcial da dívida de países aderentes ao programa desde que o Estado beneficiado destine os recursos especificados à conservação de florestas tropicais. Com isto se criou algum amparo formal aos programas de troca da dívida externa, sem as amarras geográficas a que ficava sujeita uma iniciativa anterior semelhante criada em 1990, a *Enterprise for Americas Initiative* (EAI), que se voltava apenas à América Latina e ao Caribe. Segundo a sistemática do TFCA, são estabelecidos três acordos: entre o governo dos Estados Unidos e o país signatário, contendo termos de troca das obrigações financeiras; entre os Estados Unidos e uma entidade privada, prevendo a transferência de recursos; e um acordo de conservação florestal (*Forest Conservation Agreement*) entre esta entidade e o país beneficiário.⁵¹² Cinco tipos de programas são elegíveis, de acordo com o TFCA: i) criação, manutenção e restauração de parques, reservas protegidas e áreas naturais, bem como sua flora e fauna; ii) treinamento de pessoal

⁵¹¹ KNICLEY, J. Debt, Nature, and Indigenous Rights: Twenty-Five Years of Debt-for-Nature Evolution. **Harvard Environmental Law Review**, Cambridge, vol. 36, n. 1, 2012, p. 83.

⁵¹² O programa TFCA é detalhadamente explicado em BUCKLEY, R. **Debt-for-Development Exchanges: History and New Applications**. Nova Iorque: Cambridge, 2011, p. 55-56.

para melhorar sua capacidade de gestão dos parques; iii) desenvolvimento e para comunidades habitantes das florestas, ou próximas a elas; iv) desenvolvimento de sistemas ecológicos sustentáveis e de gerenciamento da terra; e v) pesquisas de identificação de usos medicinais de plantas tropicais e seus produtos.⁵¹³ Diversos acordos surgiram sob o TFCA com o governo brasileiro, alguns com países de economias mais avançadas, como Brasil, Peru e Colômbia. Isto contraria, de certa forma, a expectativa inicial de que o programa norte-americano se voltaria apenas aos países mais pobres. Com a finalidade de proteção ambiental, o mecanismo financeiro pode ser mostrar uma estratégia convincente mesmo para economias mais desenvolvidas.⁵¹⁴

Em conclusão a este tópico, a iniciativa TFCA, no momento a mais importante para reabrir a discussão sobre o emprego de *debt swaps* para fins ambientais reabre o campo de aplicação das conversões da dívida externa para fins ambientais em novos termos por meio de programas bilaterais entre os governos dos Estados Unidos e outros países, fora, portanto, de molduras multilaterais específicas. De um programa voltado a países envolvidos em debilitantes crises de endividamento, comprometedoras da situação social e que agravavam os danos ambientais, a sistemática atualmente adotada indica que os *debt-for-nature swaps* se tornaram um programa de coordenação internacional de interesses de diversas partes, que se voltam à redução dos níveis de endividamento de Estados devedores, ONGs dedicadas à proteção ambiental e credores soberanos ou bancários que aderem à iniciativa. As características parecem apontar para um instrumento de cooperação internacional de adoção mais corriqueira, menos voltada a situações emergenciais marcadas por uma crônica deterioração econômica dos países beneficiários.

5.2. AS CLÁUSULAS DE AÇÃO COLETIVA

De alguma forma, no entanto, os anos de 1990 forneceram alguns elementos para que se acreditasse que os mercados não estavam demonstrando total capacidade de formular adequadamente os contratos em razão de todas as dificuldades ainda observadas de coordenação entre os credores. Apesar de o Plano Brady ter oferecido sinais de que a adesão de amplas maiorias em torno de uma proposta

⁵¹³ O programa TFCA é detalhadamente explicado em BUCKLEY, R. **Debt-for-Development Exchanges: History and New Applications**. Nova Iorque: Cambridge, 2011, p. 57.

⁵¹⁴ Estes também demonstram que o interesse pelos DNS não deve se restringir apenas aos países com dívidas insustentáveis, como é apontado em OCDE. **Lessons Learnt from Experience with Debt-for-Environment Swaps in Economies in Transition**. Paris: OCDE, 2007, p. 25-26.

comum era possível, a possibilidade de insurgência da minoria não aderente contra a proposta majoritária pela via judicial da proteção de seus direitos creditórios era ainda uma preocupação. Formulou-se, então, a estratégia de introdução das cláusulas de ação coletiva nos títulos públicos, conhecidas pelo acrônimo CAC. A defesa desta alternativa, que se colocava em contraposição às propostas de criação de novas instituições internacionais ou de ampliação dos poderes do FMI como instância quase judicial de organização de procedimentos de insolvência pública, foi colocada com maior grau de elaboração pelo Departamento do Tesouro dos Estados Unidos, e expressava a ideia de que a alternativa considerada drástica de um tratado multilateral para a resolução das crises da dívida pública não seria necessária caso lacunas contratuais fossem supridas.⁵¹⁵ Como a maioria dos países afetados pelas crises da dívida a emitiam sob o direito de Nova Iorque, os títulos lançados debaixo daquela disciplina jurídica foram tomados como um modelo para as cláusulas de ação coletiva.

Antes de analisar as formas específicas pelas quais as CACs foram propostas sob o direito nova-iorquino, é útil analisar o quadro geral da discussão sobre o problema da ação coletiva na dívida pública. Este debate se insere nas análises que enfatizam as ineficiências dos mecanismos atualmente existentes, identificados, em síntese, com três problemas fundamentais: a existência de *credores não aderentes* às ofertas de troca, comumente conhecidos como *holdouts*, cuja exemplificação no caso argentino demonstrou amplamente a que tipo de estratégias podem recorrer; o *risco moral* de que a existência de procedimentos mais claros estimule a inexecução das obrigações, o dito problema do *moral hazard*; e a incidência dos efeitos econômicos dos descontos conferidos aos devedores sobre os *contribuintes* dos Estados que os concedam. Todos estes aspectos introduzem debilidades nos sistemas de reestruturação predominantemente casuísticos adotados pelos organismos internacionais que se encarregam de coordenar interesses divergentes que confluem para uma proposta unificada de redefinição dos termos de pagamento da dívida pública.⁵¹⁶

De forma mais abstrata, o problema dos não aderentes diz respeito às dificuldades de coordenação de interesses dos diferentes grupos de credores do Estado. Dado que os custos a sua reputação financeira seriam muito elevados caso optasse

⁵¹⁵ Cf. GELPERN, A.; GULATI, M. Public Symbol in Private Contracts: a Case Study. **Washington University Law Quarterly**, Washington, D.C., vol. 84, n. 7, 2006, p. 1641.

⁵¹⁶ Para revisão da literatura a respeito, cf., por todos, SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring: a Bankruptcy Reorganization Approach. **Cornell Law Review**, Ithaca, vol. 85, n. 4, maio 2000, p. 967-971.

por reestruturações forçadas, com o possível estancamento das fontes de crédito e sua exclusão dos mercados financeiros mais relevantes, as reestruturações apresentam a tendência de ocorrer de forma facultativa, com a concordância dos credores afetados. Chegar a alguma forma de consenso entre credores tão numerosos e titulares de direitos de configurações jurídicas distintas não é, no entanto, uma tarefa simples. Isto porque os conflitos de interesses não se dão apenas contra o Estado devedor, mas entre as diversas classes de credores entre si. Ao comporem um grupo, a racionalidade da ação coletiva apresenta características distintas do comportamento de cada indivíduo em seu próprio interesse, e a ação racional individual dos agentes pertencentes ao grupo podem atingir resultados contrários aos interesses coletivos.⁵¹⁷ O problema da ação coletiva, aplicado às reestruturações da dívida pública, exacerba as fragilidades dos procedimentos tradicionais de reestruturação, como já foi analisado.

A compreensão desta ineficiência tem como referência seminal o trabalho de Sachs sobre os problemas de ação coletiva associados à dívida externa.⁵¹⁸ Aí se apontam para possíveis comportamentos individuais que não necessariamente contribuem para o melhor interesse coletivo no mercado de crédito. Ao tratar da dívida bancária sindicada, por exemplo, há incentivos para que os bancos monitorem o desempenho econômico do país para o qual fornecem crédito, mas cada banco individual pode se beneficiar desta supervisão sem que arque com os seus custos. Com este efeito carona, pode-se apontar para desempenho insuficiente dos sistemas de monitoramento. Da mesma forma, a necessidade de reescalonar a dívida pode ser clara, mas não se deve excluir a possibilidade de que cada banco adote estratégias para excluir seus créditos e transferir os custos para os outros membros do consórcio bancário. O evento mais preocupante é que a maximização da utilidade individual conduza ao choque da oferta de crédito a partir do pânico do default, por meio do qual os bancos param de emprestar porque todos os outros fizeram o mesmo. Com isto, mesmo países com perspectivas financeiras normais podem ser atingidos.⁵¹⁹

⁵¹⁷ Ver, por todos, OLSON, M. **The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups**. Cambridge: Harvard University Press, 1965.

⁵¹⁸ Theoretical Issues in International Borrowing. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 54, jul. 1984, p. 1-46. O artigo estende alguns aspectos do problema apresentados em SACHS, J.; COHEN, D. LDC Borrowing with Default Risk. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 925, jul. 1982, p. 1-54.

⁵¹⁹ SACHS, J. Theoretical Issues in International Borrowing. **Princeton Studies in International Finance**, Princeton, n. 54, jul. 1984, p. 5-6.

A tendência a uma atuação crescente dos credores resistentes é uma característica apontada como recente, e decorre das importantes alterações havidas nos mercados da dívida pública desde a década de 1980. Ao se observarem as fontes privadas de fornecimento de crédito ao Estado, a emissão de títulos públicos ganhou significativa importância em relação aos empréstimos de consórcios bancários. Em resumo do que já se disse, credores mais numerosos, instrumentos muito diversificados, anônimos e negociáveis em mercados secundários estimulam as dificuldades de coordenação. Também os objetivos dos detentores de títulos públicos são distintos dos interesses bancários, muitas vezes preferindo uma rápida reestruturação que preserve o valor de seus direitos. Ainda em relação aos títulos públicos, há credores que obtêm vantagens em processos desordenados que lhes permita comprar por um preço menor papéis menos confiáveis.⁵²⁰

Se as alterações de elementos essenciais dos contratos, tais como o principal, os juros e o cronograma de maturidade, exigirem adesão unânime dos credores, cada um deles, individualmente, pode recusar seu consentimento à espera de que o desejo de chegar a um acordo com o Estado induza o devedor ou os outros credores a oferecer algum benefício pela sua adesão. Esta compensação pode consistir em prêmios financeiros ou na alienação onerosa de seus direitos creditórios para outros credores. A ação desarticulada encontra diversos exemplos recentes. As investidas judiciais dos *holdouts* contra as ofertas de reestruturação argentina concluídas em 2010, com a postulação na Corte Federal de Nova Iorque e pela via da arbitragem internacional do pagamento do valor integral dos títulos, são o exemplo mais evidente da aplicabilidade do problema da ação coletiva às renegociações da dívida externa.⁵²¹

A atuação dos credores resistentes, para além deste caso mais notório, é uma preocupação global. Os arquitetos das propostas para a solução da mais recente crise da dívida pública grega se depararam com o desafio de que o sucesso técnico dos programas de reestruturação fosse impedido pela existência de um número grande de credores que não participassem das ofertas e se repetissem, no interior da União Europeia, os problemas judiciais que enfrentava a Argentina em tribunais

⁵²⁰ KRUEGER, A. **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C., 26 nov. 2001. Discurso para o American Enterprise Institute, National Economists' Club Annual Members' Dinner. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/speeches/2001/112601.htm>, p. 1-9; SCHWARCZ, S. "Idiot's Guide" to Sovereign Debt Restructuring. **Emory Law Journal**, Atlanta, vol. 53, s. n., 2004, p. 1193.

⁵²¹ HORNBECK, J. F. Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts". **CRS Report for Congress R41029**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2013.

estrangeiros. As dificuldades daí resultantes foram, então, sintetizadas no risco de que a não adesão de um percentual relativamente importante implicasse o descrédito dos fundamentos financeiros da proposta de conversão dos títulos, a desmoralização da maioria participante caso os credores minoritários obtivessem, pela via judicial, o reconhecimento do direito ao pagamento integral dos débitos e, se não houvesse seu pagamento, que um país do interior do bloco europeu se visse envolvido décadas a fio em complexas disputas jurídicas que comprometeriam a estabilidade financeira de toda a comunidade.⁵²² As negociações individuais do banco Crédit Suisse com o governo russo durante a crise daquele país fornecem outro exemplo semelhante das dificuldades de articulação de interesses entre os credores de uma mesma categoria.⁵²³ Em consequência, cada etapa das renegociações financeiras enfrenta problemas de ação coletiva que flagelam – o termo é de Sachs – o reajuste dos débitos, em detrimento da maioria dos credores e dos evidentes interesses do devedor em levar a cabo o acordo sobre a dívida.⁵²⁴

As primeiras iniciativas de lançamento de títulos públicos que previssem maioria qualificada em vez de unanimidade para alterações contratuais passaram praticamente despercebidas. Assim, ainda que em 1997 o Cazaquistão já houvesse lançado títulos em Nova Iorque que previssem os efeitos vinculantes de uma decisão de 75% dos credores sobre os demais, foi em 2003 que o tema ganhou maior projeção, dessa vez pela emissão de papéis mexicanos com cláusulas de mesmo teor.⁵²⁵ A inclusão de cláusulas novas em contratos financeiros complexos envolve alguns custos associados com as necessidades de adaptação dos mercados aos novos termos e com os riscos de que sua interpretação judicial não seja favorável aos seus formuladores, razão pela qual o tema se tornou, então, objeto de maior debate.⁵²⁶ Com a nova cláusula contratual presente em títulos públicos do México emitidos em Nova Iorque, tornaram-se realidade as versões que vinham sendo discutidas

⁵²² BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; TIRADO, I. The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings. **Butterworth Journal of International Banking and Financial Law**, Londres, abr. de 2013, p. 191-194.

⁵²³ Cf. COWELL, A. International Business: More Trouble Seen on Defaulted Russian Debt. **The New York Times**, 16/3/1999.

⁵²⁴ Do We Need an International Lender of Last Resort?. **Frank Graham Memorial Lecture**, Princeton University, abr. 1995, p. 1.

⁵²⁵ GELPERN, A.; GULATI, M. Public Symbol in Private Contracts: a Case Study. **Washington University Law Quarterly**, Washington, D.C., vol. 84, n. 7, 2006, p. 1628-1629.

⁵²⁶ Sobre os custos de alteração, ou *switching costs*, ver KAHAN, M.; KLAUSNER, M. Standardization and Innovation in Corporate Contracting (or the Economics of “Boilerplate”). **Virginia Law Review**, Charlottesville, vol. 83, n. 4, maio 1997.

para alterações neste sentido. Havia, assim, duas propostas em curso. A primeira delas era a de *cláusulas coletivas de modificação*, pelas quais a reestruturação aceita por percentual previamente definido dos credores é vinculante sobre todo o grupo. A segunda referia-se a *cláusulas coletivas de aceleração*, que proibiriam credores individuais de pleitear judicialmente o pagamento integral dos títulos em um evento de default, exigindo-se o voto autorizador de um percentual mínimo de credores para que o recurso à via judicial fosse possível.⁵²⁷ Ambas procuravam limitar os embaraços que credores individuais dissidentes pudessem causar a acordos gerais de reestruturação. Os títulos mexicanos de 2003 previam ambos os tipos de cláusulas de ação coletiva, tanto de modificação quanto de aceleração, a partir de esforços governamentais para que fossem introduzidos, no que foram depois seguidos por outros países.

Assim, conquanto os trabalhos para a disseminação das cláusulas de ação coletiva possam ser referidos como mais uma das estratégias de mercado para a resolução das crises da dívida pública, de forma a lidar especificamente com o problema dos *holdouts* e as dificuldades de coordenação daí originadas, elas são fruto de elaborações oficiais que postularam por sua disseminação.⁵²⁸ O principal foro de discussão da matéria foi o G7, que, em 1998, incluiu as CACs em seu programa de trabalho para a reforma do sistema financeiro internacional, o que foi endossado na reunião de Colônia do ano seguinte. A introdução de procedimentos mais claros para a resolução de crises de pagamento, no entanto, poderia aumentar o custo do crédito por estimularem eventuais moratórias dos devedores, razão pela qual a ideia não foi imediatamente aceita pelos mercados e por países em desenvolvimento.⁵²⁹ Inobstante as primeiras ressalvas, estas cláusulas apareceram em praticamente todas as emissões de títulos públicos sob o direito de Nova Iorque após 2003.⁵³⁰ Desse modo, estas modificações contratuais não foram impelidas por geração espontânea, mas por uma ampla articulação internacional

⁵²⁷ WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. A People's History of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 54, n. 1, 2013, p. 53.

⁵²⁸ Para a abordagem contratual como expressão de uma estratégia de mercado, cf. SCHWARCZ, S. Sovereign Debt Restructuring Options: an Analytical Comparison. **Harvard Business Law Review**, Cambridge, vol. 2, 2012, p. 103.

⁵²⁹ Para a discussão sobre os custos das CACs para os empréstimos públicos, cf. EICHENGREEN, B.; MODY, A. Would Collective Action Clauses Raise Borrowing Costs? **NBER Working Paper Series**, Cambridge, n. 7458, 2000.

⁵³⁰ Para o acompanhamento gráfico do crescimento da adesão às cláusulas de ação coletiva, ver WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. A People's History of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 54, n. 1, 2013, p. 58.

entre agentes oficiais e privados, a partir de cujas gestões se passou a cogitar de que melhores formulações contratuais serviriam de mecanismos de resolução das crises da dívida pública, ainda que não houvesse demonstrações empíricas a esse respeito. A própria percepção de atores do mercado era difusa sobre a eficácia das cláusulas de ação coletiva para os objetivos a que elas se propunham, com informações incompletas a respeito.⁵³¹

A solução pela via das alterações contratuais desponta, atualmente, como uma das tendências mais importantes no cenário regulatório internacional da dívida pública. As reservas que as cláusulas de ação coletiva encontraram em seus momentos iniciais foram superadas em razão da concorrência de dois fatores fundamentais, a concordância de agentes privados com os novos contratos, e os incentivos do setor oficial para que fossem promovidas as alterações que o mercado, por si mesmo, parecia não promover. No atual momento econômico, a resistência a cenários regulados por instituições multilaterais de índole falimentar parece conferir maior impulso a alternativas que se refiram apenas à inclusão de efeitos vinculantes para as modificações acordadas por uma maioria qualificada de credores. O que pode exemplificar bem o atual estágio regulatório é a ênfase conferida às CACs como possibilidade de saída à crise financeira europeia, as quais assumiram feições mais bem definidas durante a renegociação da dívida grega e passaram a ser chamadas, então, de *euro-CACs*.

Depois do ano de 2012, todos os títulos públicos da zona do euro com maturidade superior a um ano passaram a prever cláusulas padrão de ação coletiva, com o propósito de incentivar a formação de consensos entre devedores em torno de reestruturações necessárias. Desta forma se pretendia evitar que eventuais minorias em dissenso gerassem expectativas negativas no interior do seu grupo de credores quanto à possibilidade de que aqueles que aderissem à proposta de conversão ficassem em situação mais desfavorável do que aqueles que não o fizessem. O sentido do maior estímulo às reestruturações como via de solução de controvérsias financeiras era oferecer uma alternativa aos resgates financeiros imediatos, com a transferência de recursos comunitários ao país em crise de pagamentos, o que se promoveria com a alternativa menos dramática de saídas voluntárias e consensuais entre uma maioria dos envolvidos. Deste modo, as cláusulas de modificação foram

⁵³¹ Extremamente elucidativa é a pesquisa conduzida por A. Gelpern e M. Gulati com dado número de agentes, os quais tinham opiniões muito variadas sobre os efeitos das CACs e davam razões muito distintas para sua adesão às propostas. Cf. *Public Symbol in Private Contracts: a Case Study*. **Washington University Law Quarterly**, Washington, D.C., vol. 84, n. 7, 2006.

invocadas como um cenário mais favorável à resolução de situações conflitivas de inexecução da dívida pública cuja constância, no complexo ambiente financeiro europeu, se mostraria uma ameaça à unidade do bloco.⁵³²

A reunião da cúpula do euro de 26 de outubro de 2011 já havia sugerido que a Grécia promovesse a troca voluntária dos títulos antigos por novos, com descontos nominais de 50%. Desta recomendação resultou a reestruturação da dívida pública grega de março e abril de 2012, promovida em conjunto com credores privados, cuja representação se deu por comitês creditórios formados pelos bancos mais importantes. No âmbito europeu deu-se algo semelhante ao que ocorre nas renegociações dos Clubes de Paris e de Londres, em que instituições multilaterais como o FMI e o Banco Mundial colocam à disposição serviços de financiamento que confirmam maiores garantias ao cumprimento dos acordos. A dívida grega contou, no entanto, com acordo de financiamento conjunto por fundos europeus, aplicados mediante o Fundo de Estabilidade Financeira Europeu (EFSF, para *European Financial Stability Fund*), cujo acionamento foi facilitado pela presença de um comitê organizado de credores em vez de ações desarticuladas dos portadores dos títulos. Ao contrário, no entanto, do que se observara em estratégias de estruturação baseadas em um menu de opções, ofereceu-se aos investidores uma única oferta de troca.⁵³³

De importância para a estruturação dos mecanismos de modificação das condições de pagamento da dívida pública, nesse intrincado processo de renegociações, foi o recebimento pelos credores, da parte do governo grego, de uma *solicitação de consentimento* sobre as trocas dos títulos de que eram portadores, em que se consentia com a reestruturação. Esta solicitação incluía a permissão para que os novos papéis contivessem cláusula de modificação diversa daquela que a quase totalidade dos títulos gregos previa até então. Estes se manifestavam pela decisão unânime como condição para a reestruturação daquela classe de títulos, de acordo com a legislação interna da Grécia. Com efeito, apenas uma parcela pequena, menos de 10% do valor de face elegível a reestruturação, continha alguma forma de CAC, pois sujeitos à lei inglesa, em que a decisão majoritária para alteração é

⁵³² CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA. **Comunicado à Imprensa**, Bruxelas, 28/11/2010, disponível em: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ecofin/118050.pdf.

⁵³³ Para informações pertinentes às fases da reestruturação da dívida grega, cf. ZETTELMEYER, J.; TREBESCH, C.; GULATI, M. *The Greek Restructuring Debt: an Autopsy*. **Working Paper Series**, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., ago. 2013, p. 8-9.

cláusula contratual usual.⁵³⁴ Esta alteração veio, por fim, pela aprovação de lei⁵³⁵ pelo parlamento grego que submetia os instrumentos financeiros sujeitos ao direito daquele país a uma permissão geral para reestruturação desde que com o assentimento de maioria qualificada dos credores do grupo alvo da conversão. Essa maioria foi definida não apenas em função dos credores aderentes, assinalados em dois terços do total, mas também pela representatividade dessa maioria, que deveria corresponder a pelo menos 50% do valor de face da dívida perante aquela categoria.⁵³⁶

Conquanto se organizassem as alterações negociais dos títulos públicos por meio de cláusulas de ação coletiva modificativas, a via pela qual ela foi inserida tem procedência interna, válida para os instrumentos financeiros emitidos sob a lei nacional. Sob esse aspecto, não se criou alguma forma de aceitação internacional das CACs como alternativas preferenciais de organização dos mecanismos de resolução das crises da dívida pública em âmbito internacional. A partir de primeiro de janeiro de 2013, no entanto, passou a vigor o dispositivo do Tratado do Mecanismo Europeu de Estabilização que cuida da introdução das cláusulas de ação coletiva na área do euro, o que foi qualificado, nesse documento comunitário, como um princípio de ação das operações financeiras do bloco.⁵³⁷

Essa trajetória expõe que as cláusulas de ação coletiva, admitidas no direito inglês desde longa data e tornadas frequentes nos títulos emitidos em Nova Iorque a partir de 2003, tornaram-se também um dos veículos de promoção da estabilidade financeira no âmbito do bloco europeu. Seria possível dizer, então, que estas experiências demonstram que as CACs se mostram como a alternativa mais segura para reforma da arquitetura financeira global em direção a procedimentos mais ordenados de reestruturação da dívida pública? A resposta não é unívoca. Se, para negócios jurídicos específicos, cláusulas de ação coletiva podem oferecer maior

⁵³⁴ Ao menos desde 1824 títulos ingleses já continham alguma forma de ação coletiva. Cf. WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. A People's History of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 54, n. 1, 2013, p. 62.

⁵³⁵ Greek Bondholder Act, 4050/12, de 23 de fevereiro de 2012.

⁵³⁶ Ver, mais uma vez, ZETTELMEYER, J.; TREBESCH, C.; GULATI, M. The Greek Restructuring Debt: an Autopsy. **Working Paper Series**, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., ago. 2013, p. 11.

⁵³⁷ Segundo o artigo 12, 3, “[c]ollective action clauses shall be included, as of 1 January 2013, in all new euro area government securities, with maturity above one year, in a way which ensures that their legal impact is identical” (UNIÃO EUROPEIA. **Treaty Establishing the European Stability Mechanism**, Bruxelas, 2/2/2012).

segurança sobre as vantagens da negociação e da adesão a propostas de conversão da dívida pública, há significativas divergências nas percepções sobre a efetiva utilidade de tais cláusulas para a promoção da coordenação entre as partes.

É perceptível que o atual padrão de reformas tem sido a adoção das cláusulas de ação coletiva, o que atende a um dado favorecimento à superação de dificuldades enfrentadas por países altamente endividados frente aos *holdouts*, mas não à ideia de que oferecem saídas estruturais como mecanismos definitivos de resolução. Os problemas de coordenação que se estabilizariam pela via das cláusulas modificativas por maiorias qualificadas seriam resolvidos em seus efeitos *ex post*, mas não contribuiriam significativamente para as debilidades *ex ante* ou concomitantes às reestruturações. A formação de maiorias vinculantes em torno de modificações das condições de pagamento de títulos públicos, em aspectos diversos como prazos, juros ou reduções do principal, oferece alguma resposta aos potenciais conflitos intercreditórios após a conclusão dos acordos, mas não muito mais do que isso; algo que se mostraria de grande utilidade apenas em casos excepcionais como o argentino, nos quais os problemas de coordenação causados por credores em dissenso assumiram proporções relevantes, mas que não são, segundo parte da literatura, a regra nas reestruturações da dívida pública. Segundo essas referências, os *holdouts* não seriam o principal problema a ser resolvido, e a comunidade internacional deveria se concentrar mais, nos termos em que esse debate é posto, sobre soluções institucionais mais aptas para prevenir as crises e fortalecer acordos durante as renegociações.⁵³⁸ Não é o caso de afirmar que se trate de um falso problema, mas de uma debilidade que, apesar de poder causar eventuais rupturas e dificultar a formação de acordos necessários, não é tão frequente como ocasionalmente se alerta.⁵³⁹

A presença dos fundos abutres, no entanto, diante de Estados cuja imunidade de jurisdição é interpretada como relativa nas recentes decisões nova-iorquinas no caso argentino, evidencia o problema dos *holdouts*. Não é necessário afirmar sua precedência sobre todas as demais fragilidades da organização internacional da

⁵³⁸ BUCHHEIT, L.; GULATI, G.; TIRADO, I. The Problem of Holdout Creditors in Eurozone Sovereign Debt Restructurings. **Butterworth Journal of International Banking and Financial Law**, Londres, abril de 2013; sobre a proeminência do tema da resolução das crises sobre outras alternativas, cf. GRIFFIN, S. GDP-Linked Bonds: Lessons from Greece. **International Financial Law Review**, Londres, 15/4/2015.

⁵³⁹ A referência ao problema dos *holdouts* como um problema que tem despertado preocupações excessivas é o estudo de ZETTELMEYER, J.; CHAMON, M.; BI, R. The Problem that Wasn't: Coordination Failures in Sovereign Debt Restructurings. **IMF Working Paper 11/265**, Washington, D.C., 2011.

dívida pública, pois não se trata de uma disputa para definir qual é o problema mais grave, mas o contexto recente mostra sua importância em razão das vitórias obtidas por aqueles investidores.⁵⁴⁰ A contribuição das CACs, da forma como foi proposta em 2003, nos títulos emitidos em Nova Iorque, e em 2012, na União Europeia, mostra-se, ainda assim, apenas incremental; não há qualquer forma de entendimento sobre serem elas incentivos duradouros para a participação de credores em processos de renegociação da dívida pública. Não é de forma alguma óbvia a afirmação de que os recentes resgates financeiros de países como a Grécia teriam sido evitados caso os contratos sob ameaça de inexecução contivessem cláusulas de ação coletiva, o que exhibe a fragilidade de sua defesa como alguma forma de solução global abrangente para as crises de endividamento.⁵⁴¹

Além disso, dadas as diversas formas que as configurações contratuais podem assumir em cada um dos inúmeros tipos de títulos públicos, sujeitos a direitos aplicáveis distintos, elas ainda podem assumir feições muito diferentes, mas o recente debate tem se centralizado, como se viu com as euro-CACs, quase que exclusivamente sobre a adoção de cláusulas modificativas. Isso acaba por limitar as suas possibilidades de incentivo à conclusão das renegociações com a composição de maiorias entre os credores. Outras formas de cláusula coletiva, tais como a de aceleração, não têm sido discutidas nas tendências mais recentes de sua inclusão em diversos títulos públicos. Sob o aspecto funcional, portanto, a agenda de reformas por meio de cláusulas de ação coletiva tem, necessariamente, condições modestas de servir como efetivo mecanismo de resolução das crises da dívida pública, mesmo que ofereçam, eventualmente, proteções aos interesses de uma maioria dos credores contra a ação de *holdouts*.

Por fim, a configuração das CACs tem levado, ainda, a enfrentá-las o *problema da agregação*, pelo que se denominam *cláusulas de agregação*. Suponha-se, por exemplo, que determinado contrato contenha cláusula de modificação que exija a formação de maioria qualificada de 75%. Este dispositivo contratual tem seu âmbito de validade normalmente restrito àqueles credores que detêm títulos de um mesmo tipo. Desse modo, a ação dos *holdouts* não seria completamente evitada se,

⁵⁴⁰ SCHUMACHER, J.; TREBESCH, C.; ENDERLEIN, T. Sovereign Defaults in Court: the Rise of Creditor Litigation, 1976-2010. **Working Paper**, Munique, 2014. Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2189997.

⁵⁴¹ GELPERN, A.; GULATI, M. The Wonder-Clause. **Journal of Comparative Economics**, vol. 41, n. 2, 2013, p. 367; GITLIN, R.; HOUSE, B. **Just Enough, Just in Time: Improving Sovereign Debt Restructuring for Creditors, Debtors and Citizens**. Ontario: Center for International Governance Innovation (CIGI), 2015, p. 22.

dentro daquela mesma categoria, o credor interessado em romper as renegociações comprasse os créditos de outros de forma acumular mais de 25% do montante devido para aquela classe. A simples cláusula de modificação seria inócua para impedir, nesse caso, que credores resistentes perseguissem estratégias individuais distintas e contrárias ao atingimento de um acordo de reestruturação. As provisões de agregação cuidam de que os credores do conjunto das classes creditórias tenham condições de superar a não formação de maiorias qualificadas em uma dada classe. A situação fica mais clara com o exemplo argentino, que introduziu cláusulas de agregação em seus títulos públicos emitidos depois de 2002. Segundo aquelas disposições, se houver o voto favorável de 85% do total dos títulos pendentes que aprovem a modificação de seus termos de pagamento (*cross series vote*), não importa que uma dada categoria não tenha atingido a maioria de 75%. Os portadores do conjunto das emissões ficam vinculados aos termos de modificação desde que cada uma das categorias tenha atingido ao menos uma maioria de dois terços, isto é, 66,67%. As cláusulas de agregação foram adotadas, além da Argentina, pelo Uruguai, pela República Dominicana e, mais recentemente pela Grécia, com a diferença de que, nas euro-CACs, a exigência de voto *cross-series* é de 75%.⁵⁴²

5.3. MECANISMOS PERMANENTES DE RESOLUÇÃO

A busca de alternativas mais robustas que as cláusulas de ação coletiva tem incentivado a discussão sobre a emergência de mecanismos ordenados de reestruturação da dívida pública, os quais, dotados da necessária legitimidade, se assemelhem à organização que os direitos nacionais conferem aos processos de negociação entre credores e devedores em casos de insolvência. O modelo mais frequentemente mencionado é o já citado capítulo 11 do Código Falimentar dos Estados Unidos, o qual ofereceria, por analogia, critérios de solução de conflitos permanentes, que se sobreporiam à atuação *ad hoc* dos Clubes de Londres e de Paris e às articulações de mercado eventualmente bem sucedidas, mas de evolução lenta até formarem os consensos necessários para sua adequada execução, tais como o Plano Brady, e a outras medidas que se dirigem a contornar fragilidades fundamentais dos processos de reestruturação da dívida pública, como as dificuldades de coordenação dos

⁵⁴² Para a descrição dos elementos essenciais das cláusulas de agregação, bem como de outras cláusulas de ação coletiva, ver também BRADLEY, M.; GULATI. *Collective Action Clauses for the Eurozone: na Empirical Analysis*. **Review of Finance**, Londres, vol. 18, n. 6, 2014. Para aspectos teóricos do problema da agregação, cf. EICHENGREEN, B.; MODY, A. *Is Aggregation a Problem for Sovereign Debt Restructuring?*. **American Economic Review**, Nashville, vol. 93, n. 2, 2003, p. 80-84.

interesses, mas cuja eficácia é limitada a contratos específicos, categoria na qual se situam as cláusulas de ação coletiva. A Comissão Internacional da Dívida, proposta nos anos 70, foi uma ideia natimorta, mas muitos dos seus fundamentos se encontram presentes nas recomendações da Assembleia Geral das Nações Unidas por uma moldura jurídica multilateral à dívida pública e inspiraram propostas do Fundo Monetário Internacional sobre a importância de normas procedimentais internacionais que ofereçam respostas ágeis, calculáveis e previsíveis às negociações entre credores, particularmente os privados, e o Estado devedor, e assim contribuam para o retorno à normalidade do fluxo dos pagamentos – o que significa a reinserção nos mercados financeiros.⁵⁴³

Alguns aspectos merecem ser considerados ao se falar em analogia entre categorias normativas falimentares usualmente aplicadas a entes privados e instituições multilaterais que mantenham com elas pontos de contato. Antes, portanto, de considerar os cenários mais discutidos neste sentido, é preciso que algumas noções prévias, que geralmente tomam da discussão, sejam contextualizadas. A mais importante delas é a ideia de que a analogia seria descabida porque a inexecução dos bens públicos impediria sua liquidação por órgãos jurisdicionais, quase-jurisdicionais ou de qualquer outra natureza atuante no âmbito internacional. Os direitos falimentares modernos têm instrumentos mais diversos do que a execução dos bens do insolvente. Quando se fala em aproximação entre normas falimentares e a introdução de normas multilaterais aplicáveis à dívida pública, seu significado está muito mais associado à aplicação de processos que, naquele âmbito jurídico, se conhecem como reestruturação do que, propriamente, liquidação dos bens. A mudança de paradigma a que se refere C. Paulus diz respeito ao deslocamento de normas associadas à punição para outras que se dirigem ao saneamento das atividades do devedor; o encorajamento ao *fresh start* tão mencionado nos Estados Unidos, cujo diploma falimentar tem servido de inspiração para os debates de redesenho institucional atualmente veiculados.⁵⁴⁴ Com a disciplina da inexecução da dívida pública a partir de procedimentos institucionalizados, poderiam ser encontradas estratégias

⁵⁴³ Em revisão da literatura a respeito do tema, K. Rogoff e J. Zettelmeyer afirmam que “(...) although the economics literature during the 1980s does not provide any simple answers, it does suggest that the laissez-faire approach to international debt crises does not generally result in efficient outcomes. In these circumstances, an institutional framework governing sovereign debt workouts can improve matters, although the extent to which it does so will depend on the exact nature of default costs (Bankruptcy Procedures for Sovereigns: a History of Ideas, 1976-2001. **IMF Staff Papers**, Washington, D.C., v. 49, n. 3, 2002, p. 478).

⁵⁴⁴ PAULUS, C. Ein Kaleidoskop aus der Geschichte des Insolvenzrechts. **Juristen Zeitung**, Tübingen, vol. 64, n. 23, nov. 2009, p. 1151.

para evitar que as necessárias medidas de reestruturação fossem confundidas por decisões unilaterais ilegítimas; isto é, o alívio da dívida por meio de acordos voluntários seguindo procedimentos pré-ordenados não poderia ser imediatamente associado a um “calote” injustificado.⁵⁴⁵

Esta é a tendência que emoldura a solução institucional de mecanismos permanentes de resolução das crises de endividamento, a qual se aproxima de concepções mais modernas do direito falimentar, em que se observa a atenuação de medidas sancionatórias em favor de maior preocupação com a recolocação econômica do capital paralisado pela crise de solvência; a reestruturação da atividade econômica, para que se repositone nas trocas econômicas, é uma orientação útil para a superação de crises econômicas, a qual vale para institutos falimentares de direito privado, mas que também pode inspirar critérios de renegociação da dívida pública. A bem dizer, esta oposição aqui colocada é certamente esquemática, e serve apenas para realçar as principais distinções entre diferentes sentidos do direito falimentar. Algum abrandamento das sanções contra o insolvente já poderia ser observado desde algumas inovações legislativas romanas, tais como a *lex Iulia*, segundo a qual o devedor, desde que sem dolo, poderia se livrar da pena de *infâmia* por meio de procedimentos de transferências patrimoniais presentes e futuras para os credores (o que se denominava *cessio bonorum*, depois ampliada no Código de Justiniano).⁵⁴⁶ A reabilitação do devedor não é propriamente uma novidade inesperada para um observador atento a tais transformações, e constatar restrições à execução de bens do Estado não deve significar que se afastam, de imediato, quaisquer aproximações com institutos falimentares que não se referem à liquidação de bens, mas aos mecanismos de coordenação de interesses entre o devedor e os credores para que aquele recupere condições de organizar sua atividade econômica.

Não é o caso de expor, aqui, as diferentes interpretações que existem sobre as funções de concepções falimentares ligadas às oportunidades de recomeço das atividades do devedor, seja ele público ou privado. Mas será suficiente observar que, além das razões históricas, há também motivações econômicas suficientes para que a referência a processos de insolvência se torne menos um estigma e mais um instituto

⁵⁴⁵ Ver, a respeito, o que L. C. Bresser-Pereira comenta sobre a legitimidade de medidas de redução da dívida frente ao que chama de um estatuto jurídico universal em **Os Tempos Heroicos de Collor e Zélia: Aventuras da Modernidade e Desventuras da Ortodoxia**. São Paulo: Nobel, 1991, p. 80.

⁵⁴⁶ Sobre o tema, ver POVEDA VELASCO, I. M. Algumas Considerações a Respeito do Beneficium Competentiae. **Revista da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**, São Paulo, vol. 91, 1996, p. 66-73.

de importância econômica.⁵⁴⁷ Se o objetivo das sucessivas atenuações das sanções que recaíam sobre o devedor se mostrava necessários para preservar seu mínimo existencial, as transformações mais recentes do direito falimentar têm um tom mais fortemente econômico: a emergência de novos setores econômicos que se caracterizam por bens e serviços que incorporam conhecimento, informação e tecnologia, dentre outros elementos imateriais, tem levado o direito falimentar a ampliar seus instrumentos de ação. Aqueles bens muito imperfeitamente seriam liquidáveis em procedimentos tradicionais de insolvência nos quais o patrimônio do devedor é alienado para a satisfação dos devedores, em razão das dificuldades de sua adequada tradução em valores pecuniários.⁵⁴⁸ Além disso, um dos princípios mais importantes do direito falimentar, a *par conditio creditorum*, a igualdade entre os credores, se manifesta não apenas como elemento formal de organização de acesso às respectivas partes do patrimônio liquidado, mas também como fator de estabilização da decisão negociada: as concordatas, pelas quais se põe fim à situação de insolvência por manifestação de vontade da comunidade de credores e do devedor comum, têm natureza coletiva. Sob as diversas formas que os direitos nacionais possam organizar mecanismos semelhantes de reorganização, essas decisões conjuntas se destinam a evitar que alguma das partes individuais possa forçar o devedor à declaração de falência, o que pode não ser de seu próprio interesse e tampouco da comunidade de credores, mais interessada na continuidade de suas atividades.⁵⁴⁹ A expectativa de melhora na posição econômica do devedor insolvente pode representar solução mais satisfatória para si próprio e para os credores, e o acordo ali firmado apresenta um componente de sujeição às decisões majoritárias,

⁵⁴⁷ Por todas as referências à análise econômica do direito falimentar, cf. SCHMIDT, R. **Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980.

⁵⁴⁸ Esta é, novamente, a explicação dada por C. Paulus para a diversificação dos mecanismos de enfrentamento de insolvências pelas ordens jurídicas nacionais. Cf. Ein Kaleidoskop aus der Geschichte des Insolvenzrechts. **Juristen Zeitung**, Tübingen, vol. 64, n. 23, nov. 2009. Ver, também, PAULUS, C. Resolvenzrecht als Mittel zur Haushaltsdisziplin. **Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik**, Colônia, vol. 90, n. 12, 2010, p. 793.

⁵⁴⁹ *A par conditio creditorum* não é apenas um princípio moral, mas também funcional na ordem econômica. “Der Gleichheitsgrundsatz im Vergleich ist eine ‘Billigkeitsmaxime’, aber er ist nicht ‘inhaltarm’ und ‘blutleer’, denn ohne ihn ist ein in der Rekonstruktion fingierter Konsens über die Einrichtung eines Mehrheitszwangs, der die ex ante-Zustimmung aller zukünftiger Gläubiger findet, nicht denkbar, und ohne Mehrheitszwang ist die Erhaltung einer insolventen aber auch im Gläubiger Interesse erhaltenswerten Unternehmung nicht möglich” SCHMIDT, R. **Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980, p. 55. Ainda sobre seu conteúdo material, ver o clássico BERGES, A. M. Die rechtlichen Grundlagen der Gläubigergleichbehandlung im Konkurs. **Konkurs-, Treuhand- und Schiedsgerichtswesen**, Colônia, vol. 18, s. n., 1957, p. 49-58.

de forma a evitar vantagens especiais e a garantir que as normas que preveem a formação desses acordos atinjam sua função de incentivar a reorganização do capital eventualmente inutilizado pela situação de incapacidade definitiva ou temporária de pagamento.

Sob a perspectiva das funções que podem ter, o desempenho de determinados institutos falimentares pode fornecer elementos para a institucionalização das relações entre devedores e credores no plano internacional também em relação aos pagamentos da dívida pública, notadamente aqueles que disciplinam a reorganização da economia do ente endividado.⁵⁵⁰ De um lado, portanto, a aproximação entre institutos falimentares e as crises da dívida pública é possível na medida em que se admitam regras procedimentais para a formação de acordos entre credores e devedores. De outro, porém, o maior interesse por possibilidades institucionais alternativas para a dívida pública em âmbito internacional não poderia se contentar com afirmações de princípio, e dependeria ainda da referência a projetos mais detalhados.⁵⁵¹ Em outras palavras, é preciso explicar exatamente como novas instituições poderiam contribuir com a recuperação econômica de Estados altamente endividados e cujos pagamentos despertam conflitos com os credores. Esse tipo de contribuição seria possível caso houvesse algum ente internacional com competência para conduzir os processos de solução de conflitos a partir de regras secundárias previamente estabelecidas, o que dependeria, ainda, de previsões contratuais pelas quais as partes aceitassem as competências desse ente, e perante o qual processariam seus pedidos de forma alternativa à invocação das cláusulas de ação coletiva.⁵⁵²

Essa proposta, de elaboração simples mas de execução complexa, tem sua razão de ser nas ideias veiculadas pelo Fundo Monetário Internacional, em 2001, sobre a necessidade de introdução de mecanismos permanentes de reestruturação da dívida pública. No bojo da crise argentina, esse instrumento foi denominado

⁵⁵⁰ MALAGARDIS, A. **Ein Konkursrecht für Staaten? Zur Regelung von Insolvenzen souveräner Schuldner in Vergangenheit und Gegenwart**. Baden-Baden: Nomos, 1990, p. 27.

⁵⁵¹ Exemplo de como se pode proceder à análise de políticas concretas, devidamente relacionadas com o ambiente econômica em que se inseriam, pode ser lido em AGGARWAL, V. *The Evolution of Debt Crises: Origins, Management and Policy Lessons*. In: AGGARWAL, V.; GRANVILLE, B. (Org.). **Sovereign Debt: Origins, Crises and Restructuring**. Londres: Royal Institute of International Affairs, 2003, p. 11-35.

⁵⁵² Algo que, em sua forma mais simples, poderia ser escrito como sugere C. Paulus: “[i]n cases of default, the issuing sovereign is permitted, alternatively to activating the Collective Action Clauses, to activate a resolvent proceeding by filing a respective petition with the Resolvent Court” (Sovereign Defaults to be Solved by Politicians or by Legal Proceedings?. **Law and Economics Yearly Review**, Londres, vol. 1, n. 2, 2012, p. 218).

como *sovereign debt restructuring mechanism* (SDRM). Seus efeitos jurídicos se dariam a partir da modificação do Acordo Constitutivo do Fundo, que passaria a prevê-los como parte da estrutura de enfrentamento de crises da dívida pública com que contaria aquela instituição, de forma vinculante para seus membros. Diferentemente do que acabou por se observar com as cláusulas de ação coletiva, a adoção daqueles mecanismos não ficaria, portanto, a cargo de cada soberano em suas relações contratuais, mas faria parte do arcabouço institucional financeiro internacional. Em razão de sua ambição, é possível entrever que a introdução de mecanismos contratuais se coloca como um tipo de modificação mais simples do que a criação de estruturas globais mais amplas.⁵⁵³ Os mecanismos permanentes não foram, no entanto, completamente ignorados ao longo desse tempo, e a atuação do FMI em sua defesa representa uma de suas fontes de maior expressão.

De forma a oferecer incentivos suficientes para a formação de acordos entre credores e devedores, e também no interior do próprio grupo de credores, o quadro regulatório do SDRM se aproximaria analogicamente no capítulo 11 do estatuto falimentar dos Estados Unidos, com o qual os agentes financeiros já estariam mais acostumados a lidar. Trata-se, portanto, de um modelo de reorganização a partir da intervenção de uma instituição que desempenharia funções próximas àquelas de uma instância judicial, sob responsabilidade, segundo a proposta de Anne Krueger, do próprio FMI nos imaginados processos de reabilitação das finanças do Estado com pendências financeiras.⁵⁵⁴

Parte da funcionalidade da proposta adviria do fato de que, a despeito das limitações que a aplicação analógica de institutos falimentares poderiam oferecer, o sistema norte-americano não é estranho aos procedimentos de reorganização das finanças de entes públicos. Assim, o Capítulo 9 do *Bankruptcy Act*, aplicável às municipalidades financeiramente esgotadas, é expressamente citado na proposta do FMI para o SDRM como exemplo de procedimentos em que as cortes, a despeito de terem a responsabilidade de coordenar a formação de acordos entre os credores e o ente público, não têm competência para interferir em decisões políticas ou governamentais locais, e tampouco oferece possibilidades de liquidação do patrimônio municipal; há, no entanto, a disciplina dos *ajustes dos débitos*, que se baseiam em renegociações entre o ente público devedor e os credores a partir de um plano de reorganização oferecido pelo primeiro, que evidenciará a estratégia de

⁵⁵³ MALAGUTI, M. Sovereign Insolvency and International Legal Order. **International Community Law Review**, Londres, vol. 11, n. 3, 2009, p. 307-326.

⁵⁵⁴ KRUEGER, A. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C.: FMI, 2002.

redução dos passivos.⁵⁵⁵ Ao contrário, porém, do que se aplica às municipalidades, que não são entes autônomos em relação aos seus respectivos estados, o qual poderá exercer alguma forma de controle de despesas, os Estados nacionais são soberanos e isso impediria aproximações maiores com esta parte do código falimentar especificamente aplicável às municipalidades norte-americanas. Daí que se tenha buscado, no âmbito da proposta formulada pelo FMI, amparo no capítulo 11 do código falimentar norte-americano, que lida com entidades privadas capazes de elaborar com maior liberdade suas propostas de reestruturação (as corporações), e não no capítulo 9, que trata de entes não completamente autônomos, para a construção da proposta dos mecanismos de resolução da dívida pública.⁵⁵⁶

O objetivo do SDRM seria conferir às renegociações da dívida pública uma moldura normativa que, antes que o Estado declarasse moratória, incentivasse soluções rápidas e colaborativas sobre a resolução de obrigações financeiras insustentáveis de maneira a preservar o valor dos ativos e viabilizar o retorno aos mercados financeiros no médio prazo, com o que se esperaria reduzir o custo das reestruturações.⁵⁵⁷ O modelo escolhido incluiria, em primeiro lugar, a definição de critérios sobre quais propostas seriam elegíveis para a ativação dos mecanismos de resolução, para o que concorreria alguma definição estatutária genérica, mas também a vontade das partes em cada caso específico. Um ponto importante para o sistema de incentivos envolveria a inclusão dos pleitos judicializados entre aqueles passíveis de reestruturação. Assim, as *judgment claims* também estariam incluídos entre as *eligible claims*, e os credores que cogitassem mover ações judiciais para o reembolso integral após a ativação do mecanismo poderiam, ainda assim, ver aqueles créditos reestruturados por decisão da maioria dos credores. Com isto o mecanismo de resolução da dívida soberana se diferenciaria das cláusulas de ação coletiva, as quais não vinculam os credores que já receberam decisões favoráveis em litígios judiciais antes de iniciadas as tratativas de reestruturação.⁵⁵⁸ Em segundo lugar, das obrigações

⁵⁵⁵ Para explicações mais detalhadas em vista da evolução mais recente do tema, cf. LAWALL, F.; MILLER, G. *Debt Adjustments for Municipalities under Chapter 9 of the Bankruptcy Code*. Sem local: Lexis Nexis, 2012.

⁵⁵⁶ A matéria é sujeita a alguma controvérsia. Para a defesa do *Chapter 9* como modelo para mecanismos globais de reestruturação da dívida pública, cf. BUCKLEY, R. *The International Monetary Fund's Proposal for Sovereign Debt Restructuring: an Australian Assessment*. **Australian Journal of International Law**, vol. 9, n. 1, Sydney, 2003, p. 1-23.

⁵⁵⁷ KRUEGER, A. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C.: FMI, 2002, p. 4-10.

⁵⁵⁸ FMI. **Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Washington, D.C.: FMI, 2003, p. 3.

elegíveis à reestruturação seria excluída a dívida multilateral, sem que, no entanto, o mecanismo defina se não seria atingida nenhuma organização financeira internacional em absoluto, ou se se passaria a prever uma lista fechada, em que os organismos imunes à conversão de seus créditos seriam taxativamente previstos.⁵⁵⁹

Um dos desafios mais importantes desse novo instrumental jurídico seria, ainda, definir qual o nível de endividamento que, para cada caso, pudesse ser qualificado como insustentável; isto é, que se verificasse a efetiva incapacidade de pagamentos do Estado que ativasse o mecanismo de resolução – sendo a iniciativa uma prerrogativa exclusiva do devedor. Para isso seria preciso estabelecer se o corpo dos credores teria participação na admissibilidade do pedido formulado pelo devedor sob o fundamento de que sua situação financeira não seria, ao contrário do que aquele alegasse, insustentável. Temia-se que, caso o SDRM fosse transformado em uma espécie de santuário para países que houvessem declarado a moratória, aumentasse a pressão interna para que se recorresse a ele mesmo em casos nos quais o serviço da dívida não corresse o risco de ser interrompido, ou seja, em situações nas quais a sustentabilidade das obrigações financeiras não estivesse completamente comprometida. Se assim fosse, o problema do *moral hazard* poderia ser fortalecido nesse desenho institucional, sem os necessários desestímulos à adoção de políticas econômica às quais se atribuem os desajustes. Entre as sugestões avaliadas pelo corpo diretivo do FMI, colocaram-se o direito dos credores a conferir *voto terminativo* à pretensão de modificação dos pagamentos do devedor, recusando-se a ativação do SDRM caso a dívida pública fosse avaliada de alguma forma como sustentável, e o pedido, em consequência, sem fundamento.⁵⁶⁰

A partir da formulação do pedido, os procedimentos do SDRM foram pensados em torno de três princípios. O primeiro deles é o das *reestruturações a partir de maiorias*, o que significa que as reuniões em torno das propostas de reorganização financeira conduziriam a votações a respeito das ofertas em que a adesão da maioria qualificada teria efeitos vinculantes sobre a minoria dissidente. Os objetivos dessa previsão são praticamente os mesmos que se observam nas cláusulas de ação coletiva. Sob a perspectiva dos credores, ela reduz o risco de rupturas nas negociações representado pela ação de determinados agentes que atuam, em dissidência, em outras instâncias de solução de controvérsias, com pleitos que não dizem respeito aos consensos para o alívio do endividamento, mas, sim, ao reembolso integral.

⁵⁵⁹ FMI. **Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Washington, D.C.: FMI, 2003, p. 3.

⁵⁶⁰ FMI. **Proposed Features of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism**. Washington, D.C.: FMI, 2003, p. 4.

Pelo lado do devedor, por sua vez, ele pode oferecer maiores garantias de que a equidade intercreditícia será respeitada e, desse modo, acelerar o atingimento do acordo final. Em seguida, a eventualidade de ausência de acordo seria acompanhada da vedação de que se procedesse a uma corrida às cortes até que se atingisse o acordo. Este segundo princípio, o da permanência automática, se traduz pelo bloqueio de ações judiciais até o acordo final (*stay on creditor enforcement*). Em contrapartida, o mecanismo permanente deveria prever a proteção dos interesses dos credores durante o período de permanência automática, o que se realizaria mediante dois instrumentos complementares: seria solicitado ao devedor que não realizasse pagamentos a credores não prioritários (exemplos de credor prioritário são os já citados organismos multilaterais usualmente excluídos da reestruturação), bem como a adoção de medidas protetivas do valor dos ativos renegociados, o que poderia ser tipicamente realizado pela participação em programas de cooperação com o FMI na execução de políticas nacionais.⁵⁶¹

Esta abordagem mais ordenada poderia contornar a percepção de que os processos de reestruturação *ad hoc* das décadas de 1980 e 1990 haviam sido demasiadamente arbitrários. Também teria o condão de unificar a posição dos credores em torno de uma manifestação vinculante de vontade dependente de voto majoritário qualificado. O SDRM não foi, desse modo, fruto exercícios de abstração do Fundo Monetário Internacional, mas uma tentativa de oferecer respostas ordenadas para as dificuldades de coordenação entre as partes nas crises internacionais da dívida pública. Sua eficácia jurídica viria da previsão estatutária, e se diferenciaria dos procedimentos dos Clubes de Paris e de Londres por sua previsão formal e vinculante aos Estados-membros do FMI, que são mais numerosos do que aqueles que participam daqueles dois grupos informais. Essa moldura formal teria vantagens sobre os mecanismos de *soft law* por permitir uma organização mais clara dos interesses creditórios, por admitir alguma forma de suspensão legítima dos pagamentos para os Estados que iniciem os procedimentos sem que isso significasse o afastamento dos credores das renegociações, que deveriam nelas permanecer até que se atingisse um acordo, ao mesmo tempo em que se adotariam programas de colaboração e supervisão para a execução de políticas econômicas que pudessem garantir condições sustentáveis de pagamento da dívida pública daquele ponto em diante. Outro impacto importante da participação em programas oficiais seria a não interrupção dos fluxos de novos financiamentos por fontes privadas e não oficiais, uma

⁵⁶¹ Estes elementos são explicados de forma mais detalhada na formulação original da proposta. Cf. KRUEGER, A. **A New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C.: FMI, 2002, p. 16.

preocupação constante de diversas estratégias de reestruturação antes já analisadas, e que seria mais uma vez alvo dos esforços de um mecanismo permanente de resolução. De outra parte, as negociações da reestruturação procurariam reduzir os riscos de sua constante reabertura em razão de comportamentos não cooperativos. Os custos *ex ante* das reestruturações seriam ainda presentes, porém; à medida que a abertura de um procedimento oficial de negociação da dívida pública pelo Estado interessado fosse vista como um passo radical, as reestruturações poderiam ser ainda mais adiadas. Argumenta-se, no entanto, que os custos *in media res* e *ex post* seriam menores, por haver procedimentos claros (basta lembrar da sucessão de etapas anteriores ao Plano Brady para enfatizar a importância de procedimentos conhecidos para acelerar os acordos) e maior segurança sobre a vinculatividade de todos os credores aos termos finais da negociação.⁵⁶²

Por diversas razões, no entanto, a proposta do SDRM não esteve nem mesmo perto de sua execução. Além das preocupações políticas e econômicas de que a existência de um mecanismo dessa sorte ampliasse a percepção subjetiva de que as moratórias seriam uma possibilidade acessível e juridicamente reconhecida, outra fragilidade havia sido adensada com os múltiplos papéis desempenhados pelo Fundo Monetário Internacional.⁵⁶³ Ao ocupar diversas posições simultâneas, temia-se que o Fundo se visse em irremediáveis conflitos de interesses. Como instância de solução de controvérsias apta a ordenar a aplicação dos mecanismos de resolução, o FMI seria uma instância falimentar *sui generis*, pois concomitantemente credora e julgadora.

Esta ambiguidade de quem é parte das relações jurídicas e, ao mesmo tempo, instância decisória comprometeria a percepção da imparcialidade dos juízos emitidos, ainda mais quando fosse necessário introduzir condicionalidades para a conclusão dos acordos. Nestes casos, a extensão das medidas propostas e posteriormente monitoradas pelo Fundo seriam em que extensão contaminada pelo interesse em ver seus próprios créditos satisfeitos? Além disso, a preocupação daquela instituição

⁵⁶² GITLIN, R.; HOUSE, B. **Just Enough, Just in Time: Improving Sovereign Debt Restructuring for Creditors, Debtors and Citizens**. Ontario: Center for International Governance Innovation (CIGI), 2015, p. 24; GUZMAN, M.; STIGLITZ, J. A Rule of Law for Sovereign Debt. **Project Syndicate**, Praga, 15 de jun. 2015.

⁵⁶³ Sobre os potenciais incentivos para a suspensão dos pagamentos que um mecanismo permanente representaria, mesmo antes que fosse proposto o SDRM pelo FMI, ver DOOLEY, M. Can Output Losses Following International Financial Crises be Avoided?. **NBER Discussion Paper**, Cambridge, n. 7531, 2000. Depois da proposta do SDRM, ver SHLEIFER, A. Will the Sovereign Debt Market Survive? **American Economic Review**, Nashville, vol. 93, n. 2, 2003, p. 85-90.

com a estabilidade financeira global o levaria a ter determinadas cautelas com bancos sistemicamente relevantes que o levassem a adotar medidas que os protegessem do colapso frente a crises da dívida pública. Neste caso, o FMI poderia atuar em posição equidistante dos credores privados e dos devedores? As funções de proteção estabilidade financeira global novamente poderiam contrastar com as competências para a condução de processos de reestruturação das dívidas soberanas. Dívidas metódicas foram então aduzidas contra a acumulação de funções do FMI, que implicaria conflitos de interesses em casos nos quais atuasse como órgão central de aplicação do mecanismo de resolução da dívida pública.⁵⁶⁴

O insucesso do SDRM, formulado durante as primeiras fases da crise argentina, em que se formavam as condições da posterior discussão sobre o problema dos *holdouts*, não significa, no entanto, que a ideia de mecanismos permanentes de resolução tenha sido completamente afastada em favor de soluções contratuais como as cláusulas de ação coletiva. Esse debate viria a ser novamente avivado no espaço comunitário europeu, em paralelo às indecisões sobre a resolução das crises efetivas ou potenciais que despontavam no horizonte econômico do bloco. Em meio às constatações sobre as patologias da zona do euro, foram criados alguns mecanismos institucionais que poderiam ser adaptados em direção a uma moldura multilateral supranacional de âmbito regional. O instrumento em questão é o Mecanismo Europeu de Estabilidade (ESM, da sigla em inglês para *European Stabilization Mechanism*).

No contexto da União Europeia, os instrumentos de política monetária são significativamente limitados frente a problemas de elevado endividamento porque, em razão da moeda única, a margem de manobra para desvalorizações e outras políticas de acomodação dos níveis de endividamento não são algo com que os países-membros podem individualmente contar, a não ser na hipótese extraordinária de que os problemas enfrentados pela maioria dos membros da união monetária fossem simétricos. Como resultado, os custos de redução do volume da dívida pública são elevados e os problemas de sua sustentabilidade podem surgir mesmo com níveis mais baixos de endividamento em comparação com países que preservam o poder monetário entre as competências nacionais.⁵⁶⁵

⁵⁶⁴ LIENAU, O. Legitimacy and Impartiality in a Sovereign Debt Workout Mechanism. **UNCTAD Working Group on a Debt Workout Mechanism**, UNCTAD, Genebra, jul. 2014, p. 20-1.

⁵⁶⁵ BUCHHEIT, L. *et al.* **Revisiting Sovereign Bankruptcy**. Ontario: CIGI, 2013, p. 22. Sobre problemas semelhantes provocados não pela união monetária, mas pelo elevado endividamento em moeda externa, cf. JEANNE, O. Foreign Currency Debt and the Global Financial Architecture. **European Economic Review**, Londres, vol. 44, n. 4-6, maio 2000, p. 719-27.

O tema do controle do endividamento é central na agenda europeia e, de forma paralela, têm sido pensados instrumentos adicionais de política econômica que consistem na combinação de disciplina fiscal com auxílios financeiros condicionados e de grande escala, os quais se dão por programas do Banco Central (como o OMT, *Outright Monetary Transactions*) ou pela via dos mecanismos de resgate, função desempenhada provisoriamente pelo EFSF a partir de 2010 e permanentemente pelo ESM. É justamente de ajustes na forma institucional do ESM de que se cogita para que o bloco conte não apenas com esquemas de resgate financeiro a partir de transferências de recursos, os quais poderiam elevar o problema do *moral hazard* na medida em que se perceba haver à disposição quantidade suficiente de meios para financiar níveis insustentáveis de endividamento de determinados países membros, o que incidirá, no limite, sobre o contribuinte europeu de diferentes nacionalidades. Ao introduzir o tema das possibilidades institucionais de reestruturação de dívidas insustentáveis como alternativa aos contínuos resgates procura-se melhorar as condições de gerenciamento da dívida pública sob a perspectiva *ex ante*, isto é, anterior a que ela atinja patamares excessivamente elevados, e ao mesmo tempo contornar problemas de legitimidade no interior da união monetária, pelo que cidadãos europeus não se sentiriam responsáveis por financiar obrigações financeiras excessivas assumidas por outros Estados. Tudo isto sem ainda esquecer dos problemas jurídicos causados pela presença de *holdouts*.⁵⁶⁶

Em vez, portanto, de aderir a propostas ambiciosas e politicamente complexas como a de um mecanismo global de reestruturação, o mesmo poderia ser alcançado em âmbito comunitário a partir da reforma estatutária do Mecanismo Europeu de Estabilidade. Como proposto em textos acadêmicos e referido em alguns documentos oficiais, a reforma estatutária do Mecanismo Europeu de Estabilidade poderia transcorrer de forma semelhante àquela formulada pelo FMI, sem que sejam, entretanto, atribuídas funções a esse organismo global.⁵⁶⁷ As duas principais funções do mecanismo seriam enfrentar eventuais incentivos para o endividamento excessivo a partir de critérios claros sobre quando, como e quanto da dívida pública poderia ser reestruturado e, de outro lado, imunizar as renegociações diante da

⁵⁶⁶ Muitos desses aspectos são analisados em ZETTELMEYER, J.; TREBESCH, C.; GULATI, M. The Greek Restructuring Debt: an Autopsy. **Working Paper Series**, WP 13-8, Peterson Institute for International Economics, Washington, D.C., ago. 2013. Ver, ainda, KIRKEGAARD, J. F. Will it be Brussels, Berlin or Financial Markets that Check Moral Hazard in Europe's Bailout Union? Most Likely the Latter! **Policy Brief**, Peterson Institute of International Economics, Washington, D.C., n. 25, out. 2010.

⁵⁶⁷ Ver GIANVITI, F. *et al.* **A European Mechanism for Sovereign Debt Crisis Resolution: Proposal**. Bruegel Blueprint Series, Bruxelas, vol. 10, 2010.

ação de *holdouts*. Dessa forma se enfrentariam duas debilidades, uma *ex ante* e outra *ex post*, das reestruturações.⁵⁶⁸ Da mesma forma que o SDRM, o mecanismo europeu de reestruturação poderia, a partir da emenda à atual estrutura do ESM, ser iniciado a partir de solicitação do devedor e desestimular a litigância contra o devedor a partir da mesma imposição de permanência, da vinculação às decisões majoritárias qualificadas e do voto agregado entre todas as classes dos credores como medida adicional às cláusulas de modificação.

O que se pode analisar com relação a mecanismos permanentes de resolução são, no entanto, apenas as propostas. Seja no âmbito global ou regional, os mecanismos que têm ganhado relevância recente não são aqueles fundados em estruturas institucionais que atuem como instâncias de solução de controvérsias, optando-se, por assim dizer, pela solução autônoma de ajustes contratuais por meio das cláusulas de ação coletiva. Não há, no momento em que esse trabalho é escrito, como dizer se essas tendências permanecerão ao longo do tempo. Há, no entanto, condições de observar o adensamento de determinadas orientações para a resolução de crises da dívida pública, às quais dizem respeito à busca de alternativas às rupturas negociais evidenciadas pela ação dos *holdouts* e ao enfrentamento de insuficiências na capacidade de pagamento que levem a ações conjuntas entre devedores e credores, que compartilham responsabilidades nos processos de reestruturação. A inexecução da dívida pública se caracteriza por fenômenos de distintas naturezas, multifacetado pela diversidade dos atores e instituições envolvidas e pela diversidade de regimes jurídicos aplicáveis existentes e aqueles ainda por vir. Os mecanismos permanentes de resolução tais quais acima expostos tentam responder a esse cenário fragmentado por meio da proposta de um regime jurídico uniforme e previamente estabelecido para a resolução das crises, especialmente voltado para os desafios dos custos da reestruturação nos atuais esquemas atualmente existentes, seja em âmbito global ou regional. São, no entanto, propostas. Se concretizadas, não chegariam a incidir sobre a totalidade dos fenômenos que caracterizam situações de inexecução da dívida pública, mas ambicionam ao menos estabilizar a complexidade das expectativas que atualmente marcam os processos de reestruturação negocial da dívida pública.

⁵⁶⁸ BUCHHEIT, L. *et al.* **Revisiting Sovereign Bankruptcy**. Ontario: CIGI, 2013, p. 35.