

## 4

PUBLICUM

## NML Capital, LTD. v. República da Argentina: a relativização da imunidade estatal pelo Judiciário no procedimento de reestruturação da dívida externa soberana e suas críticas

*André Senna Duarte*

Mestre em Ciências Econômicas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC/RJ). Bacharel em Ciências Econômicas pela PUC/RJ. Bacharel em Direito pela Universidade Estácio de Sá (UNESA). Economista Sênior e Sócio do Banco do Brasil Plural. E-mail: andresennaduarte@gmail.com

### Resumo

O presente artigo tem como objetivo analisar a relativização da imunidade jurisdicional estatal no caso NML Capital Ltd v. República da Argentina e seus possíveis impactos no procedimento de reestruturação da dívida externa de um devedor soberano. Na primeira parte, expõem-se a evolução jurisprudencial da matéria e as inovações trazidas pelo caso em tela. Na segunda, são tecidas críticas à decisão judicial, com ênfase aos riscos do ativismo judicial em uma arena de natureza eminentemente política.

### Palavras-chave

Ativismo judicial; Cláusula *pari passu*; Doutrina da questão política; FSIA (*Foreign Sovereign Immunities Act*); “fundos abutres”; “Holdouts”; Imunidade de execução; Imunidade de jurisdição; Interpretação *pro rata*; Reestruturação de dívida externa soberana; República da Argentina.

## *NML Capital, LTD. v. Argentine Republic: restriction of sovereign jurisdiction immunity on the external debt restructuring procedure and its critics*

## Abstract

This paper seeks to analyze the restriction of sovereign jurisdiction immunity in the case of NML Capital Ltd v. Republic of Argentina and its possible consequences on the external debt restructuring procedure of a sovereign debtor. In the first part, the jurisprudential evolution of the issue and the innovations brought by the case are exposed. In the second, criticism of the judicial decision is emphasized, with emphasis on the risks of judicial activism in an eminently political arena.

## Keywords

FSIA (Foreign Sovereign Immunities Act); "Holdouts"; Immunity from enforcement; Immunity from jurisdiction; Judicial activism; *Pari passu* clause; Political question doctrine; *Pro rata* interpretation; Republic of Argentina; Sovereign foreign debt restructuring; "Vulture funds".

## Sumário

Introdução. 1. A relativização da imunidade jurisdicional estatal; 1.1 A imunidade jurisdicional stricto sensu; 1.2 A imunidade de execução; 1.3 A cláusula *pari passu* – a interpretação tradicional; 1.4 A cláusula *pari passu* – a interpretação *pro rata*; 1.5 NML Capital, LTD v. República da Argentina; 2. Críticas à decisão da Justiça americana; 2.1 A contrariedade às expectativas consolidadas e o risco ao procedimento voluntário e contratual; 2.2 O mandado expedido pela Justiça americana: oposição aos propósitos da FSIA; 2.3 dos prejuízos aos EUA e à comunidade internacional; 2.4 O juiz herói; e Considerações finais.

## Introdução

A República da Argentina possui longa história de não pagamento de suas obrigações externas<sup>1</sup> em seus quase 200 anos desde a independência. A mais recente moratória foi decretada em 2001, em decorrência de crise econômica severa, naquilo que foi considerada a maior moratória de dívida feita por um país até então, totalizando 93 bilhões de dólares, sendo 82 bilhões em valores mobiliários. Após alguns anos, o governo argentino iniciou negociações para a reestruturação da dívida e realizou oferta unilateral em 2005, tendo sido replicada posteriormente em 2010, constituindo-se em proposta que reduzia em cerca de 70% o valor de face dos títulos. A proposta, considerada de valor baixo em comparação com outras reestruturações<sup>2</sup>, foi mesmo assim aceita pela grande maioria dos credores, restando apenas 7% da dívida total sem solução.

---

<sup>1</sup> Desde a sua independência, a Argentina deixou de adimplir sete vezes suas obrigações externas.

<sup>2</sup> Entre 1998 e 2010, 18 casos foram reportados de reestruturação de dívida soberana com perdas para os investidores entre 5% (República Dominicana, 2005) e 90% (Iraque, 2006). A proposta da Argentina foi a segunda pior para os credores no período. In: FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings*. 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf>>, com acesso em 15/11/15.

A gestão da dívida pública externa foi e sempre será um tema complexo. Afinal, a busca por recursos externos para o financiamento de ações estatais perpassa pela obtenção de empréstimos bancários internacionais, emissão de títulos públicos em jurisdições distintas, observância de normas de direito internacional, acomodação com leis internas de direito público, diplomacia, análise macroeconômica e interesses geopolíticos.

Essa miríade de questões somada à preocupação com a preservação da soberania estatal fez com que o pagamento e reestruturação de dívidas soberanas estivessem, pois, durante muito tempo, limitados à esfera dos Poderes Executivos e Legislativos. Isto é, cabia aos órgãos da administração pública, em geral com autorização legislativa, vocacionados ao exercício da política externa lidar com tais dívidas, por meio de negociações, e mediação de interesses conflitantes entre Estados-Nação, credores, instituições financeiras, e demais agentes econômicos envolvidos.

O crescente modelo legalista associado ao fenômeno da judicialização em todo o mundo ocidental fez com que parte dessa dinâmica fosse cristalizada em marcos legais, transformando, de certa forma, matéria tradicionalmente política em direito<sup>3</sup>. Foi exatamente isso o que ocorreu nos Estados Unidos da América, quando em 1976, o Congresso Nacional aprovou a “FSIA” (*Foreign Sovereign Immunities Act*), isto é, a Lei de Imunidades de Estados Estrangeiros<sup>4</sup>. Nessa esteira, outro ator foi incluído na arena pública/política – o Poder Judiciário.

Em 16 de junho de 2014, a Suprema Corte Americana (doravante, SCOTUS) deliberou pela não admissão de recurso interposto pela República da Argentina em face de acórdão<sup>5</sup> da *Second Circuit Court of Appeals*, que manteve a obrigatoriedade de tratamento igualitário entre os credores da dívida externa, independentemente de terem participado dos acordos prévios de reestruturação da dívida ou não. Desta forma, de acordo com novo o entendimento firmado, o governo argentino ficou impossibilitado de continuar a adimplir suas obrigações com os credores que aceitaram a reestruturação, enquanto os credores vitoriosos da ação não fossem satisfeitos integralmente.

---

<sup>3</sup> BARROSO, Luís Roberto. *O novo direito constitucional brasileiro*. Belo Horizonte: Fórum, 2013.

<sup>4</sup> A Lei de Imunidades de Estados Estrangeiros estabelece limitações com relação à possibilidade de um Estado Soberano ser demandado nas cortes, sejam federais ou estaduais, nos EUA. A lei também estabelece limitações à execução, mesmo quando o Estado estrangeiro é condenado na fase de conhecimento.

<sup>5</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court Second Circuit of Appeals. *Recurso n. 699 F.3d 246 (2d. Cir. 2012)*. NML Capital, Ltd. v. República da Argentina, Juiz Relator: Barrington D. Parker, julgado em 26/10/12.

A fim de conferir efetividade, em sua sentença, o juiz federal Thomas Griesa, da *District Court for the Southern District of New York*, acolhendo pedido da parte autora, expediu mandado para que os custodiantes dos títulos de dívida externa do governo argentino, BNY Mellon e Citibank, deixassem de realizar as transferências devidas aos credores da dívida reestruturada, enquanto o crédito daqueles que não aceitaram a reestruturação não fosse solucionado. Não dispondo de recursos suficientes para o pagamento de todos os credores, o BNY Mellon não efetuou a transferência a quaisquer credores e, ao final de julho de 2014, transcorrido o prazo contratual de trinta dias para a caracterização da inadimplência, a Argentina tornou-se o primeiro país da história a deixar de honrar seus compromissos externos como consequência de uma decisão judicial.

O dispositivo judicial representou uma vitória decisiva para os *holdouts*, *i.e.*, credores que não participam de acordo de reestruturação de dívida a fim de obterem posteriormente a totalidade do crédito original através principalmente da judicialização<sup>6</sup>. Os *holdouts* realizam uma aposta na qual buscam maximizar o valor esperado de seus títulos por meio da adoção de uma postura não cooperativa junto ao devedor e aos demais credores. Nesta toada, a existência de um grande número de *holdouts* pode gerar dificuldades importantes para um acordo de reestruturação da dívida, podendo até mesmo impossibilitá-lo. Em tal situação, tem-se um equilíbrio ineficiente no sentido de Pareto<sup>7</sup>, em prejuízo potencial às partes envolvidas.

Em decorrência destes e outros efeitos deletérios, houve expressiva reação negativa da comunidade internacional. Uma série de organizações internacionais, com destaque para a Organização dos Estados Americanos (OEA)<sup>8</sup>, a Associação Internacional de Mercados de Capitais (ICMA) e principalmente a Organização das Nações Unidas (ONU)<sup>9</sup>, manifestou insatisfação com a decisão. Diversos países, incluindo Brasil, França e México que já haviam solicitado previamente a participação como *amicus curiae* em favor

---

<sup>6</sup> Recentemente, tais credores vêm se organizando coletivamente através da formação de fundos especializados, conhecidos vulgarmente como “fundos abutres”. A ação em tela foi proposta por um conjunto de credores liderados por NML Capital, Ltd., um *hedge fund* localizado nas Ilhas Cayman.

<sup>7</sup> Uma situação ineficiente no sentido de Pareto indica que seria possível melhorar a situação de pelo menos uma das partes sem que houvesse qualquer piora para os demais.

<sup>8</sup> ORGANIZAÇÃO DOS ESTADOS AMERICANOS (OEA) Reunião de Consulta dos Ministros das Relações Exteriores (Vigésima Oitava Reunião de Consulta, de 03/07/2014). Declaração em Apoio à Posição da República Argentina na Reestruturação de sua Dívida Soberana RC. 28/DEC. 1/14 rev. 1, de 18 de agosto de 2014. Disponível em: <[http://www.oas.org/consejo/pr/RC/XXVIII%20reunion%20 consulta.asp](http://www.oas.org/consejo/pr/RC/XXVIII%20reunion%20consulta.asp)>, com acesso em 20/07/16.

<sup>9</sup> A Assembleia Geral da ONU aprovou três resoluções motivadas pelo desfecho da ação - RES 68/304, 69/247 e 69/319. As resoluções estabelecem a necessidade de uma estrutura legal multilateral para o processamento da reestruturação de dívida soberana bem como princípios a serem seguidos pelas partes durante a reestruturação.

da Argentina no recurso à SCOTUS, também individualizaram o seu descontentamento. A própria Administração Federal americana, que efetivamente participou como *amicus curiae* em favor da Argentina, já havia demonstrado suas preocupações quanto à sentença *a quo*<sup>10</sup>. Na mesma direção, o FMI indicou os desafios trazidos pela decisão para futuras reestruturações de dívida externa e recomendou a alteração de normas presentes nos contratos de dívida externa<sup>11</sup>. No todo, houve insatisfação disseminada entre os sujeitos de direitos internacional e percepção da necessidade de alteração do quadro com urgência.

Neste diapasão, indo além do caso concreto, a decisão tem o condão de desequilibrar o tradicional equilíbrio de poder entre credores e devedores soberanos, podendo ter implicações relevantes tanto para futuras reestruturações de dívida, bem como para novas emissões de títulos. Ao alterar os incentivos envolvidos para todos os agentes, diminuem-se as chances de comportamento cooperativo entre as partes, incentiva-se a judicialização e enfraquece-se o próprio mercado de emissão de crédito soberano. Por fim, a falta de crédito dificulta o ajuste ordenado da economia, podendo ter implicações relevantes em termos de bem-estar social.

Este trabalho busca contribuir em duas dimensões. Na primeira seção, abordaremos a importância de *NML Capital, Ltd. v. República Argentina*, com ênfase na evolução jurisprudencial do assunto. Será analisada, sobretudo, a mudança na interpretação quanto à cláusula *pari passu*, bem como o remédio jurídico almejado pelos credores. Em suma, buscar-se-á demonstrar também que a decisão da Justiça norte-americana pode ser um “divisor de águas” quanto à possibilidade de um credor de obter sucesso em demanda em face de um governo estrangeiro.

Por sua vez, na segunda seção, será tecida uma série de críticas com relação a esta decisão. Particularmente, será abordado um conjunto de argumentos, a saber: a interpretação controversa da cláusula, a contrariedade aos propósitos da FSIA, a divergência quanto aos interesses norte-americanos, a violação ao sistema voluntário de reestruturação da dívida e a percepção equivocada que as cláusulas de ação coletiva vão prevenir casos similares a este no futuro. Serão enfatizados também os aspectos

---

<sup>10</sup> Os *amici curiae* apresentados pelos países e organizações internacionais estão disponíveis e organizados no site da Embaixada da Argentina em Washington. Disponível em: <<http://www.embassyofargentina.us/embajada/reestructuracion-de-deuda-soberana-argentina/apoyo-internacional.html>>, com acesso em 02/10/2016.

<sup>11</sup> FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*. 2014. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>, com acesso em 15/10/16.

negativos do ativismo judicial e as circunstâncias nas quais o juiz deve ser mais comedido em suas decisões.

## 1. A relativização da imunidade jurisdicional estatal

Os títulos de dívida externa soberanos são regidos por normas similares a qualquer outro título de dívida emitido, por exemplo, pelo setor corporativo. No entanto, o quadro sofre alteração quando, em decorrência do inadimplemento por parte do devedor soberano, tanto os arcabouços legais quanto contratuais não oferecem os mecanismos suficientes para solucionar os conflitos que naturalmente se apresentam, sejam estes conflitos na relação entre credores e devedor ou até mesmo na relação entre os credores.

Frente a uma violação contratual, caso um acordo não seja atingido com um Estado, os credores possuem como alternativa três opções: buscar ajuizar uma ação no Judiciário do país devedor, na Jurisdição estrangeira onde os títulos foram emitidos ou em um tribunal arbitral. A primeira opção é pouco atraente, uma vez que os tribunais locais buscam favorecer seus governos. Na mesma direção, as disputas raramente são decididas através da arbitragem, uma vez que é necessário o consentimento do devedor soberano após o surgimento do conflito de interesses, a existência prévia de uma cláusula arbitral no contrato de dívida ou uma convenção entre os países envolvidos na disputa. Na prática, não se observam as duas primeiras possibilidades de arbitragem, enquanto a utilização de tratado internacional ocorre apenas de forma excepcional<sup>12</sup>.

Diante deste quadro, em regra, os credores buscam o provimento judicial em uma corte estrangeira. Entretanto, o princípio da imunidade à jurisdição estatal cria barreiras relevantes para o sucesso de uma ação contra um governo estrangeiro. Inicialmente, a imunidade à jurisdição estatal era entendida como absoluta, sendo um princípio do direito internacional<sup>13</sup>: Estados não poderiam ter suas disputas resolvidas de acordo com o direito interno e as cortes de outro país, tornando-se virtualmente impossível o sucesso

---

<sup>12</sup> Por exemplo, o Centro Internacional para a Arbitragem de Disputas sobre Investimento (CIADI) entendeu que um acordo bilateral entre a Argentina e a Itália lhe conferia competência para arbitrar o conflito entre residentes italianos e o governo argentino em decorrência da moratória argentina. No entanto, mesmo com a decisão favorável aos credores, o governo argentino rechaçou a sentença arbitral, não havendo mecanismo hábil para a execução. *In*: CENTRO INTERNACIONAL PARA A ARBITRAGEM DE DISPUTAS SOBRE INVESTIMENTO (CIADI). *Arbitragem n. 07/5*, de 04/08/11. Ablacat e outros e República da Argentina. Decisão sobre admissibilidade e jurisdição. Prof. Presidente Pierre Tercier. Disponível em: <<http://www.italaw.com/documents/AbaclatDecisiononJurisdiction.pdf>>, com acesso em 02/07/2016.

<sup>13</sup> *Par in parem non habet imperium*, isto é, entre iguais não há império.

de qualquer ação. A imunidade absoluta à jurisdição estatal nada mais era que um corolário natural do princípio da soberania, também visto de forma absoluta. Este era o cenário consensual no século XIX e na maioria dos países na primeira metade do século XX<sup>14</sup>.

Após a segunda guerra mundial, o princípio da imunidade estatal na sua forma absoluta entrou progressivamente em declínio ao redor do mundo em razão da realidade do pós-guerra: cada vez mais os Estados e pessoas jurídicas conexas realizavam atos característicos do setor privado (*acta jure gestionis*) e estranhos às típicas funções estatais (*acta jure imperii*). O princípio em sua forma absoluta conferia privilégios a certos atos estatais que também eram praticados, por exemplo, por sociedades empresárias em um mercado livre. Em palavras diversas, ao consagrar-se a vertente absoluta do aludido princípio feria-se o princípio da isonomia na esfera privada. Buscou-se então relativizar o princípio de acordo com o tipo de ato praticado pelo Estado.

O movimento de progressiva relativização do princípio culminou com a conclusão da convenção da ONU sobre Imunidade Jurisdicional dos Estados e Suas Propriedades em 2004<sup>15</sup>. Atualmente, praticamente todos os países se inclinaram pela relativização da imunidade jurisdição estatal estrangeira, seja através de leis internas específicas, seja com base no direito costumeiro internacional<sup>16</sup>. Desta forma, a questão a ser examinada contemporaneamente é a extensão da relativização, esta sim, sujeita a importante

---

<sup>14</sup> Em 1810, o navio Exchange de propriedade de John M'Faddon foi capturado pelas forças de Napoleão Bonaparte na Espanha. O navio foi remodelado e transformado em um navio de guerra. Posteriormente, o navio buscou refúgio na Filadélfia devido a uma tempestade. M'Faddon buscou a Justiça americana. Em *The Schooner Exchange v. M'Faddon*, 11 U.S. 116 (1812), um *leading case*, a Suprema Corte Americana negou o pedido do autor alegando, com base na lei costumeira, que não possuía jurisdição sobre um Estado estrangeiro amigo. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte Americana (SCOUTS). Caso "*The Exchange v. M'Faddon* 11 U.S. (7 Cranch) 116". *Justice* Relator Marshall. Julgado em 1812. Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/11/116/case.html>, com acesso em 15/11/15.

<sup>15</sup> A Convenção ainda não se encontra vigente, sendo necessária a assinatura e ratificação por trinta países. Em setembro de 2016, 28 países assinaram a Convenção e 19 instrumentos de ratificação foram depositados. In: ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU) Projeto de Convenção Internacional sobre Imunidade Jurisdicional e Propriedades dos Estados (*United Nations Convention on Jurisdictional Immunities of States and Their Property*), Nova York, em 02/12/2004. Vide: <[https://treaties.un.org/Pages/ViewDetails.aspx?src=IND&mtdsg\\_no=III-13&chapter=3&lang=e](https://treaties.un.org/Pages/ViewDetails.aspx?src=IND&mtdsg_no=III-13&chapter=3&lang=e)>, com acesso em 02/09/2016.

<sup>16</sup> Nas últimas décadas, vale ressaltar a redução da importância da distinção entre atos de império e atos de gestão para a definição da existência de imunidade estatal ou não especialmente em países que não possuem legislação específica sobre o tema como o Brasil. Para uma análise mais aprofundada sobre a questão vide DOLINGER, Jacob e TIBURCIO, Carmem. *Direito Internacional Privado: parte geral – 12ª. Edição. Revisada, atualizada e ampliada*. Rio de Janeiro: Forense, 2016. pp. 586-592.

variância entre os países. Consolidando o entendimento de decadência da versão absoluta do princípio, argumenta Yang (2012, p. 2)<sup>17</sup>:

*O que está sob debate é apenas a extensão na qual a imunidade deve ser restrita. Ou seja, o Estado beneficia-se de imunidade jurisdicional perante as cortes nacionais em alguns casos, mas não em outros; o que importa agora não é se a imunidade estatal deve ser limitada, mas quando e como.*

Nos EUA, jurisdição na qual parcela substancial da dívida externa de diversos países é convencionada, não foi diferente. Em que pese ser possível identificar a flexibilização do aludido princípio na *Tate Letter* de 1952<sup>18</sup>, sua relativização tornou-se lei em 1976 com a FSIA. Desde a vigência da lei, inúmeras questões foram levantadas a respeito da sua interpretação. Trata-se de debate que busca definir exatamente quais atos praticados pelo governo estrangeiro estão abrigados pela imunidade à jurisdição estatal. Nesse sentido, de acordo com a SCOTUS, com base em República da Argentina v. Amerada Hess Shipping Corp<sup>19</sup>, a FSIA é “a única base para obter jurisdição sobre um Estado estrangeiro”.

Segundo a FSIA, existem dois obstáculos principais a serem vencidos por qualquer ação promovida contra um governo estrangeiro: a imunidade de jurisdição *per si* e a imunidade de execução.

---

<sup>17</sup> YANG, X. *State Immunity in International Law*. (Cambridge Studies in International and Comparative Law). Cambridge: Cambridge University Press. 2012. Tradução nossa.

<sup>18</sup> Carta datada de 19/05/1952 do Procurador do Departamento do Estado, Jack B. Tate endereçada ao Procurador-Geral dos EUA. A carta escrita por Tate informava ao Departamento de Justiça a alteração da política de ser a imunidade jurisdicional estatal estrangeira absoluta quando não há o consentimento do Poder Executivo para uma política mais restritiva de imunidade. De acordo com a carta: “a imunidade soberana é reconhecida com respeito aos atos de natureza pública (*jure imperii*) do Estado, mas não com relação aos atos de natureza privado (*jure gestionis*)”. In: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Departamento de Saúde e Serviços Humanos. *OGC Key Personnel Archive - 1937-1939 and 1940-1947*. Disponível em: <<http://www.hhs.gov/ogc/personnel/tatebio.html>>, com acesso em 15/06/2016.

<sup>19</sup> 488 U.S. 428 (1989). Neste caso, um petroleiro de propriedade da uma corporação da Líbia. Amerada Hess, foi danificado fora da costa argentina por um avião do país durante a guerra das Malvinas. A corporação ajuizou ação na Justiça americana com base na Alien Tort Statute (ATS) de 1789, alegando que as cortes americanas possuíam competência originária para processar casos referentes à ilícitos civis cometidos por estrangeiros. A SCOTUS rejeitou o pedido autoral indicando o “monopólio” da FSIA como a única lei aplicável para a análise do reconhecimento de competência das Cortes americanas para processar e julgar um Estado estrangeiro. In: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte Americana (SCOTUS). Caso *Argentine Rep. v. Amerada Hess* [488 U.S. 428 (1989)]. *Justice* Relator: Rehnquist. Julgado em 23/01/1989. Disponível em: <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/488/428/case.html>, com acesso em 05/11/2016.



Com relação à primeira, trata-se de barreira que simplesmente impede a apreciação do pedido do autor por parte da Justiça. Antes da FSIA, cabia ao Departamento de Estado a análise de conflitos envolvendo Estados estrangeiros. O Judiciário americano não era competente para conhecer de qualquer ação enquanto o Departamento de Estado não autorizasse. A FSIA revolucionou não só por permitir que o Judiciário afastasse a imunidade jurisdicional em certas circunstâncias, mas também por deslocar do Departamento de Estado para o Judiciário, a competência para determinar a sua própria competência (*competenz-competenz*) em cada caso.

Por sua vez, com relação à segunda barreira, a imunidade de execução impede que, mesmo em posse de uma sentença que reconheça o direito do credor, o patrimônio do governo estrangeiro seja alcançado. Desta forma, diferentemente do que ocorre habitualmente, o reconhecimento do mérito em um processo de conhecimento em face do devedor soberano não garante que será possível a execução do réu.

### 1.1 A Imunidade jurisdicional *stricto sensu*

A FSIA determina que, em regra, o governo estrangeiro<sup>20</sup> é imune à jurisdição americana, estabelecendo, no entanto, algumas exceções previstas no título 28 do Código dos Estados Unidos, §§ 1605, 1605A e 1607. Para a questão em análise, a mais relevante destas exceções ocorre quando um governo estrangeiro realiza “um ato comercial”<sup>21</sup>. Segundo o dispositivo legal, *in verbis*:

*§ 1605. Exceções gerais à imunidade Jurisdicional de um Estado estrangeiro*

*(a) Um Estado estrangeiro não é imune à Jurisdição das cortes dos Estados Unidos nem de outros Estados em qualquer caso:*

*(...)*

*(2) Na qual a ação é baseada em uma atividade comercial realizada nos Estados Unidos por um Estado estrangeiro, ou por um ato realizado nos Estados Unidos em conexão com uma atividade comercial do Estado estrangeiro em outro lugar, ou com base em um ato fora do território dos Estados Unidos em conexão com uma*

<sup>20</sup> Sob a FSIA, o ônus da prova é do réu de demonstrar que é um Estado soberano. A definição de um Estado soberano é prevista na própria FSIA: 28 U.S.C. § 1603 (a), (b). FSIA, *Op. cit.* 1976.

<sup>21</sup> Outras exceções dignas de nota ocorrem quando o Estado estrangeiro abdica da imunidade (§ 1605(a)(1)), concorda em submeter a disputa a um tribunal arbitral (§ 1605(a)(6)), comete um ato ilícito civil nos Estados Unidos (§ 1605(a)(5)) e expropria propriedades em violação à lei internacional (§ 1605(a)(3)). FSIA, *Op. Cit.* 1976. Tradução nossa.

*atividade do Estado estrangeiro em outro lugar e aquele ato causa um efeito direto nos Estados Unidos.*

O dispositivo legal supracitado estabelece que não há imunidade à jurisdição quando uma atividade comercial é praticada pelo Estado estrangeiro dentro dos EUA, em caso de ato praticado nos EUA em conexão com uma atividade comercial do Estado estrangeiro em outra jurisdição ou, ainda, quando um ato comercial do Estado estrangeiro é realizado em outra jurisdição, mas com efeito direto nos EUA. Desta forma, a FSIA é bastante abrangente, permitindo o exercício de cognição pelo Judiciário inclusive em situações nas quais o ato comercial perpetrado não ocorre em território americano, sendo suficiente que haja efeito direto deste ato nos EUA. Central para as exceções previstas, o conceito de ato comercial é definido explicitamente na própria FSIA<sup>22</sup>, que prevê, como regra hermenêutica, a ênfase à natureza do ato e não ao seu propósito.

Em outro caso que também teve a República da Argentina como parte ré<sup>23</sup>, a SCOTUS entendeu que, contrariamente à defesa argentina, a emissão de títulos para a obtenção de recursos é atividade típica de um agente privado e no caso concreto estava sujeita à jurisdição norte-americana. De acordo com a Suprema Corte, a Argentina realizou um ato comercial uma vez que a FSIA determina que a emissão de títulos é ato que qualquer ator privado pode realizar, não importando o seu objetivo, se público ou privado, mas sim a sua natureza. Ademais, o ato comercial (a alteração unilateral do contrato de dívida) realizado ocorreu fora do território americano, mas em conexão com uma atividade comercial fora da Argentina que provocou efeitos diretos nos EUA, em conformidade com uma das possibilidades previstas na FSIA, permitindo a apreciação do caso pelo Judiciário.

No entanto, apesar do precedente favorável aos credores com o acórdão da SCOTUS, a vitória por parte dos credores não seria suficiente. Mesmo em posse de um título executivo judicial, em última análise, os credores viam seus pedidos não satisfeitos

---

<sup>22</sup> “§ 1603. Definições (...) d) Por ‘atividade comercial’ entende-se ou um comportamento comercial regular ou uma transação comercial particular ou ato comercial. O caráter comercial de uma atividade será determinado tendo como referência a natureza do curso de conduta ou transação ou ato particular, e não o seu propósito”. FSIA, *Op. Cit.*, 1976. Tradução nossa.

<sup>23</sup> Em 1980, a Argentina unilateralmente reclassificou e desvalorizou títulos de dívida externa através de legislação específica. Na opinião da Argentina, a reestruturação aprovada por lei não poderia ser qualificada como um ato comercial, uma vez que tinha como objetivo evitar uma crise financeira do Estado. In: ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte Americana. Caso “*Republic of Argentina v. Weltover, Inc.* [504 U.S. 607 (1992)]”. *Justice* Relator: Scalia. Julgado em 12/06/92. Disponível em: <<https://supreme.justia.com/cases/federal/us/504/607/case.html>>, com acesso em 05/11/15.

uma vez que a nação em mora ainda poderia se valer da FSIA para evitar a execução de seus bens. A fim de obter um resultado final satisfatório, seria necessário vencer esta última barreira. Ou ao menos, contorná-la.

## 1.2 A Imunidade de Execução<sup>24</sup>

Como regra, a FSIA estabelece no § 1609 que a propriedade de um Estado estrangeiro em território americano não é passível de execução. Novamente, a própria lei determina um conjunto de exceções nas seções §§ 1610 e 1611. Naquela, tem-se as exceções relacionadas às propriedades diretas do Estado e de outras pessoas jurídicas conexas, enquanto nesta, as contas relacionadas aos Bancos Centrais. Entre as exceções de maior relevo, o dispositivo legal prevê a possibilidade de execução em caso de ato comercial na seguinte circunstância:

### *§ 1610. Exceções a imunidade de penhora e execução*

*(a) A propriedade nos Estados Unidos de um estado estrangeiro, como definido na sessão 1603(a) deste capítulo, utilizada para atividade comercial nos Estados Unidos, não deve ser imune a penhora em auxílio a execução, ou de execução, em decorrência de julgamento proferido por uma corte dos Estados Unidos ou de um Estado após a vigência deste ato, se -*

*(...)*

*(2) A propriedade é ou foi utilizada para a atividade comercial na qual a ação é baseada (...).*

De acordo com o § 1610 (a) (2), a exceção legal prevista neste caso é substancialmente mais restritiva do que na fase de cognição. Na fase de execução, é necessário que o bem sobre cuja penhora ou execução recaia o pedido do credor seja utilizado ou tenha sido utilizado para a atividade comercial em que a ação se baseia. Naturalmente, como a colocação de dívida externa junto a credores não prescinde da utilização de bens, a FISA torna particularmente difícil a execução por parte do credor.

---

<sup>24</sup>Para uma excelente discussão a respeito da imunidade estatal, principalmente de execução, no caso em tela, vide PEREIRA, Ana Cristina Paulo; CITTADINO, Rodrigo Cerveira. *A relativização das imunidades de jurisdição e de execução de Estado estrangeiro: o caso da dívida soberana argentina*. In: TIBÚRCIO, Carmem (Org.) *Direito Internacional. Coleção Direito UERJ 80 Anos*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 2015, pp. 73-98.

Corroborando este entendimento, duas decisões mostram o posicionamento da Justiça americana. Em *Banco do Comércio de Connecticut v. República do Congo*<sup>25</sup>, os credores da dívida soberana solicitaram a penhora de duas companhias de petróleo do país, alegando que, como a atividade comercial gerava ativos, estes não estavam protegidos pela FSIA. O *Fifth Circuit Court of Appeals* denegou o pedido. De acordo com o seu entendimento, a FSIA não excepciona com base em como o bem foi adquirido, mas sim, em qual foi situação em que o bem foi utilizado.

Outra exceção prevista de particular importância para os casos de litígio envolvendo dívida soberana é a imunidade absoluta à execução no caso de contas e fundos de propriedade dos Bancos Centrais. O racional para esta proteção especial é o estímulo aos demais países em manter seus recursos nos EUA. Como a maior parte destes recursos é aplicado na compra de títulos públicos americanos, tal disposição legal facilita o financiamento do governo americano ao mesmo tempo em que auxilia no financiamento do déficit em transações correntes. A exceção em questão é elemento fundamental para que o dólar mantenha seu papel de moeda central no sistema financeiro internacional.

Mesmo assim, em *EM Ltd. V. República da Argentina*<sup>26</sup>, os credores buscaram penhorar fundos do Banco Central da Argentina no Reserve Bank of New York que foram transferidos para o Fundo Monetário Internacional (FMI). Em sua fundamentação, os credores arguíram que os recursos seriam de titularidade da República da Argentina e não do Banco Central no momento em que o Banco Central cumpriu a ordem de liquidar uma dívida do governo argentino. A Justiça negou a ordem, uma vez que o controle indireto do Banco Central por parte do governo não era relevante. Arguiu também que no caso concreto não se observava um ato comercial, sendo certo que apenas um Estado estrangeiro poderia pagar uma dívida com o FMI.

Diante deste quadro, mesmo após uma condenação, caso o Estado estrangeiro tomasse a decisão de não cumprir com o determinado na sentença, não havia modos relevantes de compeli-lo a satisfazer a demanda do credor.

### 1.3 A Cláusula *pari passu* – a interpretação tradicional

---

<sup>25</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals, Fifth Circuit. Caso “*Connecticut Bank of Commerce v. Republic of Congo*”, n. 309 F.3d 240, 252 (Quinto Cir. 2002). Juiz Relator: John G. Kester. Julgado em 17/07/2002. Disponível em: <http://caselaw.findlaw.com/us-5th-circuit/1160722.html>, com acesso em 16/11/15.

<sup>26</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court of Appeals, Second Circuit. Caso n. 473 F.3d 463 (2007). Juiz Relator: José A. Cabranes. Julgado em 05/01/2007. Disponível em: <http://openjurist.org/473/f3d/463/em-ltd-v-republic-of-argentina-nml>, com acesso em 16/11/15.

Assim como a imunidade de jurisdição e de execução corresponde a um tema de relevo a nível legal; a cláusula *pari passu* representa um ponto fulcral do contrato firmado entre credores e devedor soberano.

A expressão em latim *pari passu* significa literalmente “no mesmo passo”, sendo que tal cláusula está presente de forma contumaz na maioria dos contratos de empréstimos entre agentes em diferentes jurisdições. Não é diferente com relação aos contratos de dívida soberana. Em essência, o termo traz a ideia de igualdade de tratamento entre os credores. Uma típica formulação da cláusula é proposta por Buchheit & Pam<sup>27</sup>: “*A nota [dívida] classifica-se, e continuará classificada, pari passu no direito de pagamento com todos os outros, presentes e futuros, não garantidos e não subordinados, endividamentos externos do emissor*”.

O mercado financeiro internacional até recentemente entendia que a cláusula buscava apenas proteger determinado credor contra o risco de subordinação legal por outro credor. A interpretação buscava evitar, por exemplo, que em uma nova emissão de títulos de dívida, o devedor privilegiasse os novos credores, subordinado os credores anteriores à satisfação prévia do novo crédito. Ademais, em que pese na jurisdição americana não ser possível a subordinação legal em favor de outro credor sem o seu consentimento, conforme prevê expressamente a lei de falência americana, o mesmo comumente não ocorre em outras jurisdições. Esta é a principal razão pela qual a cláusula *pari passu* está presente em contratos de dívida externa, mas ausente em contratos de empréstimos domésticos.

A importância prática da cláusula é de fácil compreensão no caso de empréstimo corporativo externo, quando a sociedade empresária busca a proteção prevista no capítulo 11 da lei de falência. Visa-se garantir que outro credor não venha a ser privilegiado quando, por exemplo, ocorre a liquidação da sociedade empresária e seus bens são transferidos aos credores<sup>28</sup>. No entanto, como a lei de falência americana não é aplicável a um Estado estrangeiro<sup>29</sup> e também não há registro de lei

---

<sup>27</sup> Vide, LEE, C. Buchheit & JEREMIAH, S. Pam. *The pari passu clause in sovereign debt instruments*. *Emory Law journal*, Vol. 53 (Edição Especial), 2004. pp. 869–922. Disponível em: [http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L\\_Buchheit-\(Pari-Passu-Clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal\).pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L_Buchheit-(Pari-Passu-Clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal).pdf), com acesso em 20/11/16. Tradução nossa.

<sup>28</sup> Vide, por exemplo, ARNASON e FLETCHER: “*The principle of pari passu distribution applies only in liquidation*”; In: ARNASON, Jon Yard; e FLETCHER, IAN N.: *Pratitioner’s guide to cross-border insolvencies*. Oceana Publications. 2000. Ainda, neste sentido, ver LEE: “*The purpose of the pari passu clause is to satisfy the Banks’ concern that in an insolvent liquidation of the Borrower the Banks’ claims should rank equally with all other unsecured and unsubordinated claims*”. In: LEE-SMITH, Edward. *Negotiating international loan agreements*. Londres: Sweet & Maxwell. 1995.

<sup>29</sup> Também não se aplica a lei para Estados americanos nem territórios. Digno de nota, em 2015, Porto Rico, um território americano, deixou de pagar suas dívidas em decorrência de grave

interna de outro Estado que também contenha a previsão para a reorganização da própria dívida nacional, a relevância da cláusula é considerada incerta para a dívida externa soberana.

Uma explicação possível para a importância da cláusula *pari passu* em contratos de dívida soberana seria a de impedir que o Estado convencie nova dívida em que os novos credores tenham o privilégio de receber seu crédito antes dos demais credores, com base em um fluxo destacado de receita do orçamento estatal ou, ainda, com garantias destacadas, especialmente sob suas reservas internacionais. Outra justificativa também apontada é que a cláusula foi transferida de forma inadvertida ou sem atenção de contratos de dívida corporativa para soberana<sup>30</sup>, havendo quem defenda que se tratando de emissor soberano, tal cláusula careceria de efetividade. Em suma, a interpretação tradicional buscava resguardar a classe legal da dívida, sem que isto implicasse que o devedor soberano fosse obrigado a pagar de forma igualitária todos os credores de uma mesma classe em um contexto no qual não se aplica as restrições previstas tipicamente em uma lei de falência.

No entanto, o equilíbrio de poder entre credores e devedores sofreu alteração em favor daqueles, a partir da nova interpretação dada por algumas cortes quanto à cláusula *pari passu*, e à criação de um mecanismo *sui generis* de execução de bens de países soberanos.

#### 1.4 A Cláusula *pari passu* – a interpretação *pro rata*

Em 1995, A República do Peru anunciou a adoção do plano *Brady*, implicando modificação e desvalorização dos títulos de dívida externa e estabelecendo que os credores que não aceitassem o plano não seriam pagos. Cerca de 1% dos credores não aceitou os termos, acionando judicialmente o país. Em *Elliot International v. República do Peru*, a Corte de Apelação de Bruxelas entendeu que o país violou a cláusula *pari passu* ao não realizar o pagamento aos *holdouts*. Ainda, de forma a garantir o cumprimento da decisão, o poder judiciário da Bélgica ordenou que o Chase Manhattan e a Euroclear<sup>31</sup> paralisassem o pagamento da dívida reestruturada caso os *holdouts* também não fossem pagos. Sob risco de ser declarada a inadimplência também da dívida reestruturada, o Peru realizou um

---

crise financeira. Neste sentido, não há marco legal para o território reorganizar suas dívidas. Em essência, Porto Rico e a República da Argentina enfrentam hoje questões similares em sua relação com os credores.

<sup>30</sup> BUCHHEIT, Lee C. *Negative pledge clauses: the games people play*. *International Finance Law Review*. Vol. 9, n. 7, (jul/90) (UK). pp.10-11. Tradução nossa.

<sup>31</sup> Instituições financeiras encarregadas de realizar a transferência de recursos entre a República do Peru e os demais credores, bem como demais funções acessórias.

acordo com os *holdouts*, levando ao pagamento praticamente integral da dívida. Em sua decisão, a corte argumentou<sup>32</sup>:

*Também parece do acordo básico que governa o pagamento da dívida externa do Peru que vários credores se beneficiam de uma cláusula pari passu que em efeito prevê que a dívida deve ser paga pro rata entre todos os credores. Isto indica que a conclusão, quando do pagamento de juros, nenhum credor pode ser desprovido da sua parcela proporcional.*

A nova interpretação acatada pela corte afirma que há violação da cláusula *pari passu* (i) quando o devedor soberano subordina a dívida não reestruturada em *ranking* abaixo da reestruturada, sem o consentimento dos *holdouts*; (ii) não realiza o pagamento de forma igualitária entre os credores da mesma classe; e (iii) caso não houvesse recursos suficientes para a solução integral do crédito, os credores da mesma classe não recebessem de forma *pro rata* (proporcional). Além disso, a fim de conferir efetividade a interpretação *pro rata*, o devedor soberano passa a ficar impedido de realizar os pagamentos devidos e o credor de receber, caso os itens (ii) e (iii) não fossem satisfeitos.

A originalidade da interpretação *pro rata* decorre da exigência de pagamento proporcional a todos os credores em contexto no qual não se aplica uma lei de insolvência. Com isso, impede-se que os Estados estrangeiros paguem suas dívidas junto aos credores da mesma classe de forma não homogênea, produzindo os efeitos desejados pelos *holdouts*. Dessa forma, embora a imunidade de execução *stricto sensu* dos bens estatais tenha sido preservada, a decisão judicial permitiu uma solução alternativa, capaz de contorná-la, por meio de uma restrição da transferência de recursos do Estado e dos agentes financeiros particulares. Em essência, a inovação da nova tese foi a criação de um mecanismo que compele os governos estrangeiros ao pagamento da dívida não reestruturada, sob pena de impossibilidade de pagamento das demais obrigações e todas as consequências práticas que o ato acarreta.

Por fim, a comunidade internacional mostrou-se preocupada com o resultado da ação. Não apenas um “fundo abutre” havia conseguido obter uma vitória decisiva sobre uma nação pobre, como também poderia estimular outros fundos a buscarem a mesma estratégia, através da compra de títulos no mercado secundário que deixaram de ser

---

<sup>32</sup> Vide Elliott Associates, L.P., Sumario General No. 2000/QR192. 12 (Ct. Ap. Bruxelas, Oitava Câmara, 26 Setembro. 2000). Tradução nossa.

pagos, muitas vezes, há décadas atrás. Nesta direção, logo após *Elliot International v. República do Peru*, outro fundo, NML Capital, LTD. buscou a mesma estratégia contra a Nicarágua. Desta vez, o Parlamento belga atuou rapidamente e aprovou lei impedindo que uma decisão judicial viesse a compelir que a Euroclear deixasse de realizar determinado pagamento. O racional para a nova lei foi a preocupação do Parlamento quanto ao papel do país no sistema internacional financeiro. No entanto, apesar de a nova lei ter criado nova barreira em Bruxelas, a estratégia que havia sido vitoriosa, poderia ser testada em outra jurisdição.

### 1.5 NML Capital, LTD. v. República da Argentina

Em meados de 1990, a República da Argentina voltou a emitir títulos de dívida externa que deixariam de ser pagos no ano de 2001 em consequência de grave crise financeira. Em 2005 e novamente em 2010, o governo argentino ofereceu aos credores um acordo de reestruturação através de uma troca da dívida que implicava uma queda de 70% a 75% do valor de face dos títulos originais. Além disso, o governo argentino também aprovou lei interna que impedia o pagamento àqueles que se recusassem a aderir ao acordo proposto. Ao final, pouco menos de 10% dos credores não aceitaram o acordo, totalizando em valores atualizados entre 15 a 20 bilhões de dólares.

Encorajados pelo resultado de *Elliot International v. República do Peru*, o *hedge fund* NML Capital adotou a mesma tese em nova ação, desta vez movida contra o governo da Argentina e na Jurisdição americana. A decisão do juiz federal Thomas Griesa, mantida pelo *Second Circuit Court of Appeal* e cujo recurso não foi admitido pela SCOTUS, acolheu a tese a respeito da nova interpretação *pro rata* da cláusula *pari passu*. O juiz também entendeu que os credores que aceitaram a reestruturação não teriam direito à anulação do acordo de troca de dívida realizado com a Argentina<sup>33</sup>. Na mesma direção os bancos também foram instruídos a pagar de forma *pro rata*, sem privilegiar os credores dos títulos que participaram da reestruturação e aqueles não reestruturados abrigados pela sentença. Desta forma, a Justiça americana adotou remédio alternativo à execução dos bens argentinos.

Neste sentido, é importante destacar que os títulos de dívida recebidos em troca nos dois acordos de reestruturação possuem uma cláusula específica que dificultava ainda mais um acordo com os *holdouts*. A cláusula conhecida como direitos sobre uma nova

---

<sup>33</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Southern District New York (SDNY). *Caso NML Capital, Ltd. v. República da Argentina*, n. 2012 WL 5895786 (2012). Juiz Thomas Griesa, julgado em 21/11/2012.



oferta (DSNO)<sup>34</sup> especifica que o credor que aceitou a proposta de reestruturação tem a faculdade de participar de uma nova oferta caso o governo argentino a ofereça. A cláusula, cujo termo final ocorreu no final de 2014, ou seja, cerca de seis meses após o trânsito em julgado da ação, impedia que o governo argentino realizasse uma nova proposta aos *holdouts* sem que a mesma proposta fosse estendida aos credores que aceitaram a oferta anterior. De acordo com o governo argentino, caso os *holdouts* recebessem integralmente o crédito, no valor de mais de 1,3 bilhões de dólares, a extensão da proposta para os demais credores da dívida reestruturada resultaria em perda de cerca de 15 bilhões de dólares. Além disso, os demais *holdouts* que não participaram da ação poderiam pedir a equiparação com os litigantes vitoriosos<sup>35</sup>.

Diante da decisão judicial e com cerca de 25 bilhões de dólares em reservas internacionais, parte dela em ativos não líquidos, o governo argentino praticamente não teve opção<sup>36</sup> a não ser deixar de pagar integralmente toda a dívida externa, tornando-se o primeiro país da história a deixar de pagar sua dívida externa em decorrência de uma decisão judicial. Após o fim da eficácia da cláusula DSNO, o governo argentino continuou inadimplente por certo tempo recusando-se a negociar com os *holdouts* o que agravou a sua crise econômica.

Apenas em 2016, com a eleição do novo Presidente da Argentina, Mauricio Macri, a solução do imbróglia tornou-se prioridade. Em abril deste mesmo ano, com alta credibilidade, o novo governo argentino realizou a maior emissão de títulos soberanos por um país emergente totalizando 16,5 bilhões de dólares, utilizando parte dos recursos obtidos para satisfazer um acordo prévio com os *holdouts*.

O acordo só foi possível ante a nova postura adotada pelo governo argentino, que se mostrou disposto a negociar. Com efeito, o juiz Thomas Griesa estabeleceu que removeria a restrição imposta à Argentina alegando a boa-fé do país, o qual voltou para a “mesa de negociação”<sup>37</sup>. Contudo, a remoção dependeria de duas condições: (i) a retirada

---

<sup>34</sup> Em inglês, *Right Upon Future Offer* (RUFO).

<sup>35</sup> Vide LOPEZ, Linnete. Here's How Argentina Could Go Down In Flames Even If It Does Pay Off The Hedge Funds. *Business Insider*. 09/04/2014. Finance. Disponível em: <<http://www.businessinsider.com/argentina-rufo-clause-2014-7>>, com acesso em 05/11/15.

<sup>36</sup> A Argentina também argumentou que devido a sua legislação doméstica, o Executivo estava vedado de realizar nova proposta, a chamada *Lock Law* (lei 26547), estabelecida em 2005 e suspensa provisoriamente em 2010 durante a segunda proposta de reestruturação. REPÚBLICA DA ARGENTINA. Lei número 26.017/05 (Dispõe sobre a dívida pública). Disponível em: <<http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/verNorma.do;jsessionid=910CEF5556F0574E866E14CE34059FCC?id=103619>>, com acesso em 21/09/16.

<sup>37</sup> De acordo com o próprio Juiz Thomas Griesa, na decisão prolatada: “*Put it simple, President Macri's election changed everything*”. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. NML Capital, Ltd. V. Republic of Argentina – No 14-cv-8601 (TPG) e outros, Rule 62.1 Indicative Ruling. United States District Court, Southern District of New York. Fevereiro de 2016. p. 13. Disponível em

pela Argentina de todos os obstáculos legais internos para um acordo com os credores e (ii) o pagamento a todos os credores que firmassem um acordo antes do final de fevereiro (a decisão foi prolatada no dia 19 de fevereiro). Em outras palavras, os credores que não firmassem um acordo neste prazo perderiam seu principal poder de barganha<sup>38</sup>.

No todo, muito embora os *holdouts* não tenham obtido a integralidade do crédito, sem sobra de dúvidas foram vitoriosos na empreitada. O maior credor, NML Ltda, obteve retorno de 392% sobre o valor investido na aquisição dos títulos, representando 75% do total devido. Desta forma, o caso em tela possivelmente configura-se como um *leading case* na Justiça norte-americana, cujas consequências para o mercado de dívida soberana ainda são incertas e potencialmente negativas.

## 2. Críticas à decisão da Justiça Americana

### 2.1 A contrariedade às expectativas consolidadas e o risco ao procedimento voluntário contratual

A reestruturação da dívida soberana é uma experiência traumática para o devedor e, em decorrência dos custos elevados para o país, em geral, é empregada apenas como última alternativa. Além de toda incerteza geradora de queda na confiança dos agentes econômicos, durante certo período, é comum que o país em mora veja o fluxo de capitais diminuindo, dificultando o comércio internacional e os investimentos domésticos. A queda associada na atividade econômica tende a impactar as contas do governo, exigindo austeridade fiscal. Os custos sociais podem e tendem a ser substanciais.

Com efeito, se a dívida soberana alcança patamares insustentáveis e a reestruturação mostra-se inevitável, sua condução deve ocorrer de forma rápida e eficiente. Bem realizada, o país pode voltar à normalidade em suas relações econômicas internacionais, inclusive através de novos financiamentos, garantindo aos credores a preservação da maior parte do valor de seus créditos e evitando o crescimento desordenado da dívida e o aprofundamento da crise.

Não existe, bem como nunca existiu, disposição legislativa que guiasse a reestruturação da dívida soberana, assim como há para sociedades empresárias. Ausente um regime legal para a insolvência soberana, a prática internacional de reestruturação é

---

<<http://www.nysd.uscourts.gov/cases/show.php?db=special&id=502>> com acesso em 20/03/2016.

<sup>38</sup> O prazo foi posteriormente ampliado.

baseada em mecanismos voluntários e contratuais que evoluíram de acordo com a prática aceita pelos participantes. De forma ampla, as partes envolvidas são os credores soberanos<sup>39</sup>, organizações internacionais<sup>40</sup>, bancos<sup>41</sup> e titulares de valores mobiliários de dívida, além naturalmente do devedor soberano.

O procedimento voluntário e contratual disponível no caso de insolvência soberana exige coordenação, diálogo e transparência entre as partes. Ademais, é complexo e foi desenvolvido ao longo de décadas através do equilíbrio sutil de interesses e incentivos. Logo, este procedimento pode perder efetividade e previsibilidade caso haja alterações nos incentivos para os agentes envolvidos.

A nova interpretação da cláusula *pari passu* foi vista com ampla surpresa pela comunidade internacional, ao desviar-se de práticas consolidadas<sup>42</sup>. Apesar de haver alguma divergência entre os efeitos práticos desta cláusula, havia sólido entendimento que o comando normativo dela extraído não implicaria a necessidade de pagamento *pro rata* entre os credores<sup>43</sup>.

Com a decisão em tela, a Justiça americana posicionou-se contrariamente às expectativas formadas ao longo de décadas, dando ênfase à interpretação que gramaticalmente lhe parecia mais coerente. A nova interpretação *pro rata* mostrou-se, portanto, presumidamente em desacordo com as expectativas das partes no momento da formação do contrato. E pior, em um contexto no qual, de acordo com o costume internacional solidificado, a reestruturação da dívida soberana ocorre de forma voluntária. A nosso ver, seria particularmente crucial que, quando da investigação do significado de uma determinada cláusula contratual, o juiz perquirisse quanto ao significado histórico da cláusula, permitindo assim inferência quanto à vontade das partes.

Neste sentido, NML Capital, Ltd. v. República da Argentina tem o condão de alterar fundamentalmente os incentivos de parcela dos credores. A nova interpretação que se mostra em desacordo as expectativas consolidadas dos contratantes cria obstáculos

---

<sup>39</sup> Principalmente no contexto do Clube de Paris.

<sup>40</sup> Com destaque para o FMI.

<sup>41</sup> Em geral organizados através de comitês de credores, muitas vezes denominados como Clube de Londres.

<sup>42</sup> “A decisão atingiu em cheio o mundo da dívida soberana, cujos muitos membros ficaram temerosos com a possibilidade de que os litígios espelhos pudessem complicar os esforços futuros de reestruturação de dívidas soberanas em dificuldades”. In: WEIDEMAIER, MARK C.; SCOTT, ROBERT E. & GULATI, MITU G.. *Origin myths, contracts and the hunt for pari passu*. UNC Legal Studies Research Paper n. 1633439. 2011. p. 5.

<sup>43</sup> “Nenhum comentarista estava disposto a dizer que um mutuário que ainda não tenha entrado em falência ou dentro do período legal para a recuperação de pagamentos preferenciais antes de uma decretação de falência (ou, no caso de um mutuário soberano, não elegível para a falência) foi obrigado por força desta cláusula a pagar todas as dívidas de igual categoria em uma base estritamente sincronizada.” LEE, C. Buchheit & JEREMIAH, S. Pam. *Op. cit.* p. 876.

substanciais para a reestruturação eficiente da dívida, pois confere poder desproporcional a um grupo relativamente pequeno de credores. Ainda, mesmo aqueles credores que inicialmente mostrar-se-iam dispostos a negociar, passam a ter o incentivo de não cooperar e exigir o crédito em sua totalidade. Diante disso, coloca-se em risco o sedimentado procedimento voluntário de reestruturação de dívida soberana, incentivando-se a sua judicialização. Em suma, cria-se um novo ambiente de incerteza e imprevisibilidade jurídica, aumentando os custos para o devedor e os credores.

Ainda, no acórdão proferido pela *Second Circuit Court of Appeals*, citando o *amicus curiae* promovido pelos Estados Unidos, a Corte entendeu que a determinação de que os pagamentos fossem realizados de forma *pro rata* entre os credores “*não teria o efeito prático de permitir [em outros casos] que um único credor frustrasse a implementação de um plano de reestruturação com apoio internacional*”. Ao contrário, segundo a Corte, “*casos como estes são improváveis de ocorrer no futuro porque a Argentina tem sido um devedor particularmente desobediente e porque os novos títulos possuem de forma praticamente universal cláusulas de ação coletiva*” o que, novamente segundo a Corte, “*efetivamente elimina a possibilidade de litígio por parte dos holdouts*”<sup>44</sup>.

Existem considerações a serem feitas a respeito das afirmações proferidas pela Corte. A afirmação de que a Argentina possui um histórico de não cumprimento de suas obrigações revela um argumento de natureza político que se distancia de um posicionamento técnico. Em essência, a Corte parece disposta a criar uma espécie de sanção em decorrência do histórico do país, distanciando-se da mera apreciação do caso concreto. Também argumenta que as novas cláusulas de ação coletiva (CACs)<sup>45</sup> introduzidas nos contratos de dívida soberana na década passada limitariam as consequências negativas da decisão. Existem importantes dúvidas quanto à esta linha de raciocínio.

Nesta direção, por exemplo, a França firmou posição em *amicus curiae* oferecido junto à SCOTUS em favor do governo argentino, argumentando pela insuficiência das CACs como mecanismo inibidor de *holdouts*. Assim, defende que as CACs “*não estão presentes de forma universal em títulos soberanos. E mesmo que estivessem em novas emissões, ainda existiriam antigas classes de títulos sem os benefícios desta cláusula*”. Um segundo ponto destacado por França, é que os atuais títulos que contém CACs, “*(...) não possuem*

<sup>44</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court Second Circuit of Appeals. *Recurso n. 699 F.3d 246 (2d. Cir. 2012)*. NML Capital, Ltd. v. República da Argentina. Tradução nossa.

<sup>45</sup> As Cláusulas de Ação Coletiva estabelecem que a vontade de uma maioria qualificada se impõe ao restante dos credores. Assim, por exemplo, uma maioria qualificada pode aceitar uma proposta de redução do valor presente dos títulos, impondo o acordo a minoria em desacordo.

*mecanismos de agregação que permita maiorias qualificadas subordinarem a todos os credores em diferentes séries*". Ou seja, um credor titular de uma quantidade relevante de títulos em uma série poderia bloquear a reestruturação naquela série específica e, assim, dificultar a reestruturação integral da dívida.

No todo, além da crítica à postura ativista e intervencionista, em desrespeito ao entendimento de longa data firmado quanto à interpretação da cláusula *pari passu*, deve-se questionar a própria capacidade institucional do Judiciário de compreender os efeitos de uma decisão com inúmeras e substanciais ramificações<sup>46</sup>. Neste caso, devido à complexidade do tema e ao fato de haver verdadeiro costume internacional de implementar reestruturações de forma voluntária sem intervenção de um órgão judicial, mostrar-se-ia mais adequada uma postura mais conservadora do Judiciário.

## 2.2 O mandado expedido pela Justiça Americana: oposição aos propósitos da FSIA

O mandado expedido pela Justiça americana estabeleceu restrições tanto para a parte ré como para terceiros. A República da Argentina deveria se abster de pagar os credores titulares da dívida reestruturada enquanto os *holdouts* também não fossem pagos de forma proporcional. Além disso, terceiros, diretamente ou indiretamente envolvidos no processamento e pagamento dos títulos, também foram proibidos de auxiliar o país no descumprimento da ordem judicial, mesmo que fora do território americano. Devido às possíveis sanções, as instituições financeiras deixaram de realizar o pagamento da dívida argentina em diversas jurisdições fora dos EUA<sup>47</sup>.

---

<sup>46</sup> "Os interpretes não são deuses infalíveis, mas agentes humanos concretos, com virtude e deficiências. Além disso, esses intérpretes atuam, em geral, no interior de instituições como os Poderes Judiciário e Legislativo, que também têm qualidades e fragilidades próprias. (...) Nesta perspectiva, uma boa teoria não é aquela que parte da idealização da figura do intérprete, mas a que se baseia numa visão mais realista sobre suas capacidades institucionais". SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. & SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum. 2013. p. 432.

<sup>47</sup> Por exemplo, os credores ingleses de títulos emitidos em euro também deixaram de ser pagos. Em *Knighthead Master Fund and others v. The Bank of New York Mellon and The Bank of New York Depositary*, um grupo de credores que teve o pagamento de 226 milhões de euros em juros bloqueados pela decisão da Justiça americana, ajuizou ação na Justiça inglesa para reaver os recursos. O judiciário inglês entendeu que apesar do crédito em disputa estar sob jurisdição inglesa, negou pedido para condenar os réus a realizarem a transferência dos juros devidos aos credores, sob o argumento de não interferência na decisão judicial americana. REINO UNIDO, High Court of Justice - Chancery Division, *Knighthead Master Fund LP & Others v. The Bank of New York Mellon & Others*. Caso número: HC-2014-000704. Também vale destacar que o mandado chegou a produzir efeitos inclusive em títulos emitidos na própria jurisdição argentina. No entanto, neste caso específico, o Juiz Thomaz Griesa voltou atrás na decisão, quando o Citibank da Argentina entrou em acordo com NML Capital Ltd., e desistiu da sua linha de negócio de custódia na Argentina.

Novamente, críticas podem ser tecidas quanto à ordem judicial. A FSIA estabelece como regra a imunidade de execução, indicando algumas poucas exceções. Neste sentido, a FSIA autoriza apenas a execução de propriedade localizada dentro dos EUA (28 U.S.C. § 1610(a)). Bens localizados fora dos EUA encontram-se expressamente fora da autoridade da competência da Justiça americana. Neste contexto, a execução fora da Jurisdição americana constitui violação a FSIA e representa “espetacular afirmação de jurisdição extraterritorial”<sup>48</sup>.

A FSIA buscou estabelecer os limites do exercício da jurisdição sobre Estados estrangeiros e suas propriedades refletindo uma escolha por parte do Congresso americano. Neste sentido, a *mens legis* busca refletir uma visão parcimoniosa, pois, de acordo com o próprio Congresso, ao tempo da aprovação da FSIA, “a imposição de julgamentos contra a propriedade estrangeira permanece uma questão controversa no direito internacional”<sup>49</sup>.

Assim, apesar de os títulos argentinos serem emitidos sob as leis do Estado de Nova York, isto não significa que de fato os recursos transitem pelo território norte-americano. Por exemplo, NML Capital Ltd tem sede nas Ilhas Cayman, assim como muitas instituições financeiras responsáveis pelo processamento e pagamento dos credores possuem filiais fora dos EUA. Desta forma, mesmo condenada pela Justiça americana, a Argentina poder-se-ia esquivar, realizando os pagamentos devidos aos credores da dívida reestruturada em outras jurisdições.

Diante deste quadro, caso os *holdouts* buscassem meramente a penhora dos fundos utilizados para o pagamento aos detentores da dívida reestruturada, a FSIA ofereceria barreira intransponível e o governo argentino poderia realizar os pagamentos devidos através de outros países. A fim de evitar esta possibilidade, os autores da ação peticionaram por um mandado que restringia a Argentina de livremente utilizar seus bens<sup>50</sup>.

---

<sup>48</sup> Neste caso, Integral Research & Development Corporation, sociedade empresária de titularidade integral do governo da Bielorrússia, foi demandada na Justiça americana em decorrência de quebra de acordo de exclusividade com Autotech Technologies LP. Após acordo entre as partes, Autotech alegou que o acordo foi descumprido e buscou a execução dos bens da parte ré. O Sétimo Circuito entendeu, *inter alia*, que a parte autora não indicou bens à execução na Jurisdição americana, não sendo possível fazê-lo fora do país. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court Seventh Circuit of Appeals. Autotech Technologies LP v. Integral Research & Dev. Corp., 499 F.3d 737, 750 (7th Cir. 2007).

<sup>49</sup> V. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Petição de *Amicus Curiae*, em *NML Capital, Ltd. v. República da Argentina*, conforme observação *supra*. p. 24.

<sup>50</sup> O mecanismo pelo qual a Argentina ficou impossibilitada de adimplir suas obrigações com credores detentores de títulos não emitidos na jurisdição americana foi através da imposição que os custodiantes dos títulos argentino, em especial, BNY Mellon e Citibank, deveriam se abster genericamente de realizar qualquer pagamento aos credores. Frisa-se, sem nenhuma

No entanto, em *S&S Machinery Co. v. Masinexportimport*<sup>51</sup>, o mesmo *Second Circuit Court* rejeitou a possibilidade de exercício de restrição judicial sobre propriedade de governo estrangeiro fora da jurisdição da corte. *In verbis*:

*A FSIA se tornaria sem sentido se as cortes pudessem abolir suas proteções meramente através da denominação de suas restrições como mandados contra a negociação e uso da propriedade ao invés da penhora da propriedade. Nós mantemos que as cortes neste contexto não devem garantir, por mandado, o remédio que não pode ser provido por penhora.*

Desta forma, é possível arguir, com segurança, que o remédio judicial perseguido pelos *holdouts* mostra-se em contraposição aos propósitos da FSIA, que adota uma postura zelosa com relação à intervenção dos Estados Unidos na disposição de bens de outro Estado. Em essência, o Judiciário americano interpretou de forma extensiva o que o legislador buscou cuidadosamente restringir.

### 2.3 Dos prejuízos aos EUA e à comunidade internacional

Uma consequência marcante de *NML Capital, Ltd. v. República da Argentina* em todas as nações é a insatisfação unânime quanto ao seu desfecho. Trata-se da compreensão de que um interesse tipicamente de Estado, ou seja, a possibilidade de reorganizar suas finanças para o exercício de atividades públicas, havia sido negativamente impactado pela Justiça. Assim, uma esfera compreendida como eminentemente política pela comunidade internacional havia sofrido intervenção do Judiciário de um país.

Pela ótica do governo americano, existem duas fontes principais de preocupação com relação à decisão. Por um lado, há receio quanto ao impacto da decisão nas suas

---

exceção a nenhum credor. Esta decisão levantou dúvidas quanto aos seus efeitos em outras jurisdições, inclusive levando, como já mencionado, ao ajuizamento de ações em outras jurisdições além da americana. No entanto, com medo das consequências de descumprir a ordem judicial, especialmente devido à importância do mercado americano, as instituições financeiras acataram a decisão americana. Ainda, destaca-se que nenhuma decisão de um tribunal estrangeiro contrariou a decisão americana.

<sup>51</sup> *Masinexportimport*, uma companhia de venda de ferramentas de propriedade do governo da Romênia, foi demandado por *S&S Machinery Corporation* em decorrência da aquisição pelo autor de material defeituoso da ré. O autor obteve sucesso no pedido de conhecimento, mas após solicitar o afastamento do “véu corporativo” e demandar diretamente do governo da Romênia, não obteve sucesso na fase de execução. *ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. United States Court Second Circuit of Appeals. Caso “S&S Machinery Corporation. v. Masinexportimport*, 706 F.2d 411, 418 (2<sup>nd</sup> Cir. 1983)”. Tradução nossa.

relações internacionais com outros países, particularmente no tocante à reciprocidade. Por outro, a própria posição central americana no sistema financeiro internacional poderia ser também afetada.

No estado atual do direito internacional, apesar de haver aceitação de que a imunidade jurisdicional estatal possa ser relativizada, “a restrição à constrição da propriedade estatal estrangeira permanece praticamente absoluta”<sup>52</sup>. Assim, em primeiro lugar, o governo americano teme a reação dos demais países caso uma sentença judicial lhes venha a ser desfavorável. Os EUA possuem bens e interesses econômicos ao redor do mundo, os quais também podem sofrer restrições em decorrência do princípio da reciprocidade internacional.

Outra questão que se coloca é a posição central que os EUA possuem no sistema financeiro internacional, principalmente após o acordo de Bretton Woods em 1944. O sistema monetário internacional desenhado na conferência realizada na cidade que dá nome ao acordo, atribuiu ao dólar posição de referência no sistema financeiro internacional. Assim, mesmo em transações econômicas que não envolvessem os EUA, o dólar passou a ser utilizado com frequência ainda maior. Ademais, conforme a economia mundial avançava, aumentava ainda mais a demanda internacional pela moeda americana<sup>53</sup>. Este verdadeiro “privilégio”<sup>54</sup> vem permitindo que os EUA financiem parte de suas contas externas através simplesmente da emissão de mais dólares. No entanto, em decorrência da criação do euro e mais recentemente da ascensão da China, o sistema financeiro internacional vêm se tornando progressivamente multipolarizado. Em outras palavras, o dólar vem perdendo o quase monopólio de moeda de referência da segunda metade do século XX.

Diante deste quadro, a previsibilidade das regras concernentes ao sistema financeiro doméstico é algo caro para EUA. Caso haja crescente aumento de litígio envolvendo dívida externa soberana, a incerteza provocada por este cenário pode estimular países a realizarem emissões em outras jurisdições. Como muitas vezes as emissões corporativas seguem as emissões soberanas, este novo quadro pode

---

<sup>52</sup> Vide FOX, H. *International Law and the Restraints on the Exercise of Jurisdiction by National Courts of States*. Em EVANS, Malcolm. *International Law*. Oxford University Press. 2003.

<sup>53</sup> Por exemplo, estima-se que dois terços das notas de 100 dólares encontram-se fora do território americano. Vide JUDSON, Ruth. *Crisis and calm: demand for u.s. currency at home and abroad from the fall of the berlin wall to 2011*. Board of Governors of the Federal Reserve System. IFDP 1058.

<sup>54</sup> Para uma análise detalhada do papel do dólar no sistema financeiro internacional, bem como as perspectivas para este século vide EICHENGREEN, Barry. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford University Press. 2011.



enfraquecer o sistema financeiro americano como um todo e, assim, o seu papel central no sistema financeiro internacional, em detrimento aos interesses do próprio país.

A decisão da Justiça americana tem o condão também de produzir efeitos negativos tanto para credores quanto devedores estatais, especialmente, neste caso, os mais pobres. Apesar de ser crescente a obtenção de recursos via colocação de títulos de dívida no mercado, uma parte importante do financiamento ainda ocorre sob a forma de empréstimos bilaterais estatais. A importância dos empréstimos bilaterais é maior no caso de países relativamente pobres.

De acordo com o *amicus curiae* oferecido pela França junto à SCOTUS pela reversão do acórdão da Corte de Apelação, a decisão da Justiça americana poderia impactar negativamente a sua política ativa de empréstimos aos países mais pobres. Assim, o *amicus curiae* informa que<sup>55</sup>:

*As decisões de empréstimos são realizadas com a presunção que os empréstimos serão pagos pelo tomador. Em linha com as práticas bancárias usuais, a França analisa a probabilidade de moratória e perdas dado a conexão entre a moratória e estes empréstimos. Expectativas quanto a qualquer reestruturação que pode se apresentar no futuro são baseadas em uma reestruturação ordenada da dívida soberana, no contexto de um fórum internacional apropriado, incluindo o Clube de Paris, assim como ocorreria quando um devedor privado seria analisado sob a luz de uma lei de insolvência.*

*O mandado mantido pela Corte de Apelação, se permanecer, irá incrementar os riscos associados com a moratória em empréstimos bilaterais soberanos. Para a França, assim como outros credores soberanos, os efeitos da decisão da Corte de Apelação podem, desta forma, ter grande impacto em sua política de ajuda ao desenvolvimento na forma de empréstimos.*

Complementando, a República do Brasil também ofereceu *amicus curiae* junto à SCOTUS pela reversão do acórdão em favor da Argentina<sup>56</sup>. Em seu posicionamento, o

---

<sup>55</sup> Vide REPÚBLICA DA FRANÇA. Petição de *Amicus Curiae*, em *NML Capital, Ltd. v. República da Argentina*, conforme observação supra. p. 14. Tradução nossa.

<sup>56</sup> REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. Petição de *Amicus Curiae*, em *NML Capital, Ltd. v. República da Argentina*, conforme observação supra. P. 8-10. Registre-se que ao tempo do

Brasil defendeu que a decisão da Justiça americana “*ofende a soberania e dignidade do Brasil e de outros Estados estrangeiros*” e que “*o princípio basilar – respeito pela dignidade e soberania estrangeira – está no coração da tradição solidificada na FSIA*”. Também citou República do México v. Hoffman<sup>57</sup>: “*a captura de propriedade de Estado amigo é nada menos que uma afronta à dignidade [da nação]*”. E por fim argumentou quanto ao aumento das incertezas e concluiu que “*O resultado final [do acórdão] é que o inteiro propósito da imunidade soberana estrangeira está enfraquecido – nações estrangeiras verão seus ativos como sujeitos às arbitrariedades e teorias legais criativas das cortes dos Estados Unidos*”.

As Constituições ao redor do mundo, em geral, conferem atribuições limitadas ao Judiciário, quando comparado aos demais Poderes, em questões envolvendo a política externa. No caso americano, não é diferente. A Constituição estabeleceu os poderes do Executivo de controlar as forças armadas, realizar tratados e conduzir a política externa em geral. Por outro lado, também garantiu ao Senado a função de ratificar tratados, declarar guerra e apropriar fundos. O Judiciário, por sua vez, não recebeu nenhuma função explícita. Sob esta lógica, o constituinte confiou a política externa ao Executivo e ao Legislativo, órgãos que melhor representam a vontade política da nação, conferindo função aparentemente diminuta ao Judiciário.

Sobre o tema, podemos citar o *leading case* *Baker v. Carr*<sup>58</sup> que aborda a “doutrina da questão política”, e indiretamente o papel do Judiciário na política externa. De acordo com a doutrina, questões legais (*latu sensu*) podem ser trazidas à apreciação do Judiciário enquanto questões de ordem fundamentalmente política não. Nos casos nos quais entende-se pela existência de questão política, o Judiciário considera-se incapaz de enfrentar o mérito da demanda, função delegada explicitamente ou implicitamente pela

---

oferecimento do *amicus curiae*, o Brasil possuía 36 bilhões de dólares em títulos emitidos na jurisdição americana, o que justifica o interesse pelo desfecho da ação.

<sup>57</sup> ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte Americana (SCOTUS). República do México v. Hoffman, 324 U.S. 30, 35-36 (1945).

<sup>58</sup> Neste caso, a parte autora Charles Baker era um republicano prefeito de um distrito no Tennessee. A Constituição do Tennessee estabelecia que a cada dez anos, de acordo com o censo populacional, os distritos fossem redesenhados de forma que tivessem populações similares. Baker arguiu que os distritos não eram redefinidos desde 1901, após o censo de 1900, e justificou com base na décima quarta emenda da constituição, com base na cláusula de igualdade de proteção que importa no princípio da isonomia entre os cidadãos. Joe Carr, Secretário de Estado do Tennessee, apensar de não definir de fato as linhas dos distritos (função reservada a legislatura), era responsável por conduzir as eleições no Estado e por publicar os mapas distritais e figurou como réu. A parte ré arguiu que a composição dos distritos era essencialmente política. Ao final, a Suprema Corte, por seis votos a dois, entendeu que o caso podia ser apreciado pelo Judiciário. ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. Suprema Corte Americana (SCOTUS). Caso *Baker v. Carr*, 369 U.S. 186 (1962). Julgado em 26/03/1962, Relator Justice Brennan. Tradução nossa.

Constituição aos demais Poderes. A SCOTUS, no *leading case*, definiu seis características de uma demanda na qual a questão política se apresenta. Destaca-se que não é necessário a ocorrência simultânea de todas. A saber:

*(i) um comprometimento constitucional demonstrável textualmente do assunto a um órgão político organizado, (ii) a falta de critérios judiciais disponíveis e gerenciáveis de resolver a questão, (iii) impossibilidade de uma resolução independente da corte sem expressar falta de respeito por um outro Poder estatal, (iv) impossibilidade de decidir a questão sem uma posição política inicial, que está além das atribuições da corte, (v) uma necessidade não usual de aderir de forma inquestionável a uma decisão política já realizada, (vi) a potencialidade de constrangimento por diversos pronunciamento por vários órgãos do governo quanto à uma questão.*

Desta forma, podemos observar que o caso em tela se enquadra em algumas destas características. Inicialmente, temos a oposição oficial do Executivo em linha com o *amicus curiae* em favor da Argentina e de seus diversos órgãos. Além disso, a ausência de mecanismos para solucionar a questão, dado o remédio judicial questionável e os efeitos fáticos da decisão: a Argentina foi forçada a deixar de pagar todos os seus credores. Por fim, atenta-se para a própria lacuna constitucional que não atribui competência explícita ao Judiciário em questões de política externa.

No todo, não se defende que o Judiciário é incompetente quanto às questões referentes aos contratos de dívida externa. Pelo contrário, o Congresso americano atribuiu competência explícita ao Judiciário através da FSIA para exercer jurisdição sobre os Estados Estrangeiros. No entanto, diversos aspectos desta decisão nos remetem à “doutrina da questão política” e indicam a importância para os órgãos políticos do tema. Desta forma, seria razoável esperar uma postura mais cautelosa do Judiciário americano, refutando o ativismo judicial, e, acima de tudo, evitando a se contrapor à política externa americana.

## 2.4 O juiz herói

Cass Sunstein, em sua recente obra, *Constitutional Personae*<sup>59</sup>, desenvolve quatro espécies de “personagens constitucionais” – i.e., perfis judiciais típicos. Ao concentrar seu foco na análise do sujeito operador do direito em vez de em uma determinada corrente interpretativa, o autor busca identificar inclinações prévias (*bias*) decorrentes de questões eventualmente não relacionadas ao Direito. Com isso, abandonando a hipótese do agente racional, é possível arguir que, em muitos casos, a escolha de uma determinada possibilidade de interpretação da lei pelo magistrado, por exemplo, ocorre não pela racionalidade pura, mas pela *persona*. Assim, é possível que a justificação para uma determinada escolha interpretativa de um enunciado normativo nada mais seja do que uma racionalização *ex-post* “imposta” pela *persona*.

Sucintamente, segundo o autor, estas *personas* podem ser divididas em quatro: o herói, o soldado, o minimalista e o mudo. O herói adota uma postura ativista, acreditando no potencial transformador do Judiciário em nome da Constituição. O herói possui grandes teorias sobre diversas questões e busca implementá-las. Estão mais propensos a adotar certa interpretação da Constituição que altere o *status quo* e a declarar a inconstitucionalidade de uma norma. Por sua vez, o soldado é caracterizado pela “*sua disposição em acatar a vontade dos seus superiores, tipicamente entendido como os Poderes políticos do governo*”<sup>60</sup>. Em outras palavras, adota postura de respeito à vontade popular manifestada pelos representantes eleitos, evitando, por exemplo, declarar a inconstitucionalidade de uma norma.

As outras duas *personas* são o minimalista e o mudo. O minimalista enfatiza os limites das “grandes teorias”, reconhecendo que os seres humanos, e os juízes em particular, possuem uma quantidade limitada de informação. São acima de tudo humildes com relação ao seu próprio conhecimento. Assim, buscam concentrar-se naquilo estritamente necessário para resolver a demanda, entendendo que as alterações promovidas pelo Judiciário devam ocorrer em passos incrementais. Por último, os mudos preferem não se pronunciar e evitam posicionamento. Por exemplo, em uma ação cujo pedido possa depender de uma questão incidental com fulcro constitucional, o mudo evita enfrentar a controvérsia, buscando resolver o caso concreto de outra forma. Em muitos casos, trata-se também de uma estratégia do juiz para evitar enfrentar determinada demanda quando a questão ainda não está madura na sociedade.

Não há necessariamente uma *persona* superior a outra nem um juiz que adote sempre a mesma. Pelo contrário, diferentes casos podem levar um mesmo juiz a adotar

---

<sup>59</sup> SUNSTEIN, Cass R. *Constitutional personae: heroes, Soldiers, Minimalists, and mutes*. Oxford University Press, 2015.

<sup>60</sup> *Ibidem*. p. 10.

por vez a *persona* herói e por outra a *persona* soldado por exemplo. Desta forma, é importante avaliar qual *persona* é capaz de produzir os melhores resultados no sentido de levar a “uma ordem constitucional melhor”<sup>61</sup> em cada circunstância. Busca-se assim reduzir a discricionariedade e o *bias* original do juiz. Para tal, Sunstein propõe que, na escolha de uma *persona*, o juiz deve avaliar o custo da decisão, através do impacto ao Judiciário da decisão<sup>62</sup>, e o custo do erro, através da produção de resultados desfavoráveis – e finalmente minimizar conjuntamente ambos os erros.

Na ação sob análise, o juiz Thomas Griesa evidentemente se enquadra na *persona* herói. Sua sentença contraria expectativas consolidadas da comunidade internacional em décadas de prática de centenas de casos envolvendo reestruturação de dívida soberana. Ao adotar uma interpretação não usual da cláusula contratual *pari passu*, bem como um remédio legal que contraria os propósitos da FSIA, o juiz entra em conflito com a vontade manifestada pelos demais Poderes. E justamente em uma seara na qual a doutrina da questão política, consolidada pela própria SCOTUS, sugere maior contenção judicial.

Assim, inquire-se sobre a razoabilidade da decisão proferida pelo juiz Griesa. O custo da decisão mostra-se de plano muito elevada. A insegurança jurídica gerada pelo caso torna incerto quais outros conflitos entre devedor soberano e credores serão tutelados pelo Judiciário. Ao abrir a “caixa de pandora” da judicialização, os devedores soberanos estarão expostos a um crescente volume de ações, ficando posteriormente a cargo do Judiciário redefinir “as novas regras do jogo”.

O custo do erro também é evidente. Além dos efeitos diretos de ter aprofundado a crise econômica na Argentina e de ter impedido o recebimento regular do serviço e da amortização da dívida pela grande maioria dos credores, uma série de impactos indiretos relevantes também podem ser percebidos. Os EUA correm o risco de ver sua imunidade soberana fragilizada em decorrência do princípio da reciprocidade. Países em dificuldade financeira podem atrasar a reestruturação da dívida, tornando mais penoso o ajuste econômico e a magnitude da reestruturação subsequente para os credores<sup>63</sup>. A maior

---

<sup>61</sup> *Ibidem*, p. 14.

<sup>62</sup> Por exemplo, o soldado, que evita declarar a inconstitucionalidade a não ser que a norma seja claramente afronte à Constituição, minimiza os custos de decisão, promovendo a segurança jurídica e transparência ao acatar sistematicamente a manifestação de vontade dos demais Poderes. Por outro lado, o minimalista que, em ocasiões pode deixar de enfrentar um tema de relevo, pode gerar custos de decisão importantes, ao criar insegurança jurídica que posteriormente terá de ser enfrentado pelo Judiciário.

<sup>63</sup> Trata-se do caso atual da Venezuela. Com a economia em verdadeiro colapso provocado por anos de má gestão econômica e pela queda recente dos preços do petróleo, a reestruturação da dívida externa mostra-se inevitável. No entanto, e apesar da retórica contrária ao “imperialismo”, o governo venezuelano continua adimplindo pontualmente a dívida externa. O racional desta postura é a preocupação quanto às ações que podem ser ajuizadas pelos

incerteza pode também prejudicar o fluxo de recursos para os países mais pobres. O aumento dos custos judiciais também merece destaque. Nota-se também que o juiz parece realizar uma avaliação equivocada ao superestimar o quanto a introdução das cláusulas de ação coletiva nos contratos de dívida pode reduzir os incentivos prejudiciais dos *holdouts*<sup>64</sup>.

Enfim, devido aos elevados custos de decisão e de erro, o caso em tela bem ilustra os custos de uma postura ativista do Judiciário. Melhor seria adotar uma postura de maior deferência aos demais Poderes, bem como à comunidade internacional, mantendo o *status quo*, em linha com o sugerido pela *persona* soldado.

## Considerações Finais

A imunidade de jurisdição estatal encontra-se em decadência principalmente desde a segunda metade do século XX. Trata-se de uma dinâmica em pleno curso ao redor do mundo com implicações potencialmente imprevisíveis. O desfecho de *NML Capital, Ltd. v. República da Argentina* bem exemplifica que a relativização da imunidade jurisdicional estatal pode adentrar espaços indesejáveis para a comunidade internacional. A nova interpretação da cláusula *pari passu* e a concessão de mandado restringindo a liberdade do país e das demais instituições financeiras de adimplir a dívida com os credores da dívida reestruturada representaram teses que foram acolhidas no Judiciário, inicialmente belga e agora americano. No entanto, mesmo que soluções adequadas sejam encontradas para estas teses, outras poderão ser acolhidas.

A arquitetura do sistema financeiro mundial possui falhas. Uma destas falhas refere-se ao elevado grau de ineficiência do procedimento de reestruturação de dívida soberana. Em diversas ocasiões, a reestruturação de dívida de um país, ou de um conjunto de países, resultou em crises no sistema financeiro mundial, com reflexos para a economia

---

credores. No limite, os credores poderiam conseguir bloquear o fluxo de recursos obtido pelo governo venezuelano através da venda de petróleo aos EUA pela empresa estatal PDVSA. Neste caso, o governo da Venezuela avalia que os recursos preservados por uma eventual inadimplência externa seriam menores do que as receitas que potencialmente seriam bloqueadas pelo Judiciário americano.

<sup>64</sup> A reestruturação da dívida grega realizada recentemente bem exemplifica a fragilidade das CACs e a maior preocupação recente com os *holdouts*. Em 2012, o governo grego buscou reestruturar sua dívida. Cerca de 9% do total da dívida havia sido emitida no Reino Unido e o contrato de dívida estabelecia as CACs. O governo grego fez uma proposta de reestruturação que foi aceita por parte dos credores, vinculando dois terços dos credores devido à presença das CACs. Assim, um terço dos credores não concordou ou não foi vinculado pelas CACs. Para evitar conflitos judiciais com os *holdouts* na mesma linha que aconteceu com a Argentina, o governo grego vem adimplindo integralmente suas obrigações com estes credores. Na prática, os credores que aceitaram a reestruturação tiveram tratamento notoriamente desfavorável frente aos *holdouts*.

e em último grau para o bem-estar social. A relativização da imunidade jurisdicional soberana tem como consequência a maior exposição da comunidade internacional a eventuais “heroísmos” do Judiciário, potencialmente agravando as ineficiências preexistentes.

Se, por um lado, o enfraquecimento da imunidade jurisdicional estatal incentiva os *holdouts* a buscarem a judicialização, por outro, ele energiza a comunidade internacional na busca de soluções para os novos e antigos problemas. Alterações nos contratos de dívida já foram propostas e algumas introduzidas<sup>65</sup> a fim de reduzir o poder de barganha dos *holdouts*. A possível reforma do direito interno é uma possibilidade digna de nota em linha com as alterações promovidas pela Bélgica. Ainda, destacam-se as propostas de um tratado multilateral e de reforma do FMI, ainda em fase inicial de avaliação. No todo, trata-se de um amplo campo em aberto que demanda urgentemente soluções.

## Referências

ARNASON, Jon Yard & FLETCHER, IAN N.: *Pratitioner's guide to cross-border insolvencies*. Oceana Publications. 2000.

BANCO MUNDIAL. *Principles for Effective Creditor/Debtor Rights Systems* (Revised: Jan-may/2015). Disponível em: [http://siteresources.worldbank.org/EXTGILD/Resources/5807554-1357753926066/2015\\_Revised\\_ICR\\_Principles\(3\).pdf](http://siteresources.worldbank.org/EXTGILD/Resources/5807554-1357753926066/2015_Revised_ICR_Principles(3).pdf), com acesso em 25/10/15.

BARROSO, Luis Roberto. *Curso de direito constitucional contemporâneo*. São Paulo: Saraiva, 2009.

\_\_\_\_\_. *O novo direito constitucional brasileiro*. Belo Horizonte: Forum, 2013.

BINENBOJM, Gustavo. *Uma teoria do direito administrativo*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

BUCHHEIT, Lee C. Negative pledge clauses: the games people play. *International Finance Law Review*. Vol. 9, n. 7, (jul/90) (UK). pp. 10-11.

CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa. O novo regime da insolvência empresarial*. Rio de Janeiro: Renovar. 2008.

CENTRO INTERNACIONAL PARA A ARBITRAGEM DE DISPUTAS SOBRE INVESTIMENTO (CIADI). *Arbitragem n. 07/5*, de 04/08/11. Ablacat e outros (caso conhecido previamente como “Giovanna Beccara e outros”) e República da Argentina. Decisão sobre admissibilidade e jurisdição. Prof. Presidente Pierre Tercier. Disponível

---

<sup>65</sup> Neste quesito, destacam-se alterações que buscam afastar a interpretação *pro rata* da cláusula *pari passu* e a adoção de CACs que agregam diversas séries simultaneamente.

em: <<http://www.italaw.com/documents/AbacatDecisiononJurisdiction.pdf>>, com acesso em 02/11/2015.

DAS, Udaibir S., PAPAIOANNOU, Michael G.; e TREBESCH, Christoph. Sovereign Debt Restructurings 1950–2010: *Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. *Fundo Monetário Internacional, Working Paper* n. 12/203, 2012. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>>, com acesso em 27/10/15.

DOLINGER, Jacob e TIBURCIO, Carmem. *Direito Internacional Privado: parte geral*, 12ª. Edição. Revisada, atualizada e ampliada. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

EICHENGREEN, Barry. Restructuring Sovereign Debt. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 17, n. 4. 2003.

EICHENGREEN, Barry. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford University Press. 2011.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *A Survey of Experiences with Emerging Market Sovereign Debt Restructurings*. 2012. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/060512.pdf>>, com acesso em 15/11/15.

\_\_\_\_\_. *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*. 2014. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/090214.pdf>, com acesso em 15/11/15.

KAMIN, Steven B. Identifying the Role of Moral Hazard in International Financial Markets. *International Finance Division Discussion Papers*, n.736, set/2002. Board of Governors of the Federal Reserve System. Disponível em: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2002/736/ifdp736.pdf>, com acesso em 15/11/15.

KRUEGER, Anne O. *A new approach to sovereign debt restructuring*. FMI. 2002

JUDSON, Ruth. *Crisis and calm: demand for u.s. currency at home and abroad from the fall of the berlin wall to 2011*. Board of Governors of the Federal Reserve System. IFDP 1058.

LEE, C. Buchheit & JEREMIAH, S. Pam. The *pari passu* clause in sovereign debt instruments, *Emory Law journal*, Vol. 53 (Edição Especial), 2004. pp. 869 – 922. Disponível em: [http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L\\_Buchheit-\(Pari-Passu-clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal\).pdf](http://www.lse.ac.uk/fmg/events/financialRegulation/LFR15L_Buchheit-(Pari-Passu-clause-in-Sovereign-Debt-Instruments---Emory-Law-Journal).pdf), com acesso em 20/11/15.

LEE-SMITH, Edward. *Negotiating international loan agreements*. Londres: Sweet & Maxwell. 2000.

LOPEZ, Linnete. Here's How Argentina Could Go Down In Flames Even If It Does Pay Off The Hedge Funds. *Business Insider*. 09/04/2014. Finance. Disponível em: <<http://www.businessinsider.com/argentina-rufo-clause-2014-7>>, com acesso em 05/11/15.



MOODY'S INVESTORS SERVICE (Global Credit Research). *The Application of Joint Default Analysis to Government Related Issuers*. Abril de 2005. Disponível em: <<http://news.icex.is/newsservice/MMIcexNSWeb.dll/newsattachment?attachmentnumber=14280>>, com acesso em 31/10/15.

NORTH, Douglas. *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

OECHSLI, Christopher G., Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, Vol. 21, n. 2, 1981, pp. 305-341.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU) *Projeto de Convenção Internacional sobre Imunidade Jurisdicional e Propriedades dos Estados (United Nations Convention on Jurisdictional Immunities of States and Their Property)*, Nova York, em 02/12/2004. Disponível em <[https://treaties.un.org/Pages/ViewDetails.aspx?src=IND&mtdsg\\_no=III-13&chapter=3&lang=en](https://treaties.un.org/Pages/ViewDetails.aspx?src=IND&mtdsg_no=III-13&chapter=3&lang=en)>, com acesso em 02/11/2015.

\_\_\_\_\_. Resolução n. 69/247, de 29 de dezembro de 2014 (Na direção do estabelecimento de uma Estrutura Legal Multilateral para o Processo de Reestruturação de Dívida Soberana). Disponível em: [http://www.un.org/en/ga/search/view\\_doc.asp?symbol=A/RES/69/247](http://www.un.org/en/ga/search/view_doc.asp?symbol=A/RES/69/247), com acesso em 15/11/15.

ORGANIZAÇÃO DOS ESTADOS AMERICANOS (OEA) Reunião de Consulta dos Ministros das Relações Exteriores (Vigésima Oitava Reunião de Consulta, de 03/07/2014). Declaração em Apoio à Posição da República Argentina na Reestruturação de sua Dívida Soberana RC. 28/DEC. 1/14 rev. 1, de 18 de agosto de 2014. Disponível em: <<http://www.oas.org/consejo/pr/RC/XXVIII%20reunion%20consulta.asp>>, com acesso em 20/11/15.

PEREIRA, Ana Cristina Paulo; CITTADINO, Rodrigo Cerveira. A relativização das imunidades de jurisdição e de execução de Estado estrangeiro: o caso da dívida soberana argentina. In: TIBÚRCIO, Carmem (Org.) *Direito Internacional. Coleção Direito UERJ 80 Anos*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos. 2015.

REPÚBLICA DA ARGENTINA. Lei n. 26.017 (Dispõe sobre a dívida pública), de 11 de fevereiro de 2005. Disponível em <<http://infoleg.mecon.gov.ar/infolegInternet/verNorma.do;jsessionid=910CEF5556F0574E866E14CE34059FCC?id=103619>>, com acesso em 21/11/15.

\_\_\_\_\_. Secretaria de Governo. *Oferta do Governo argentino*, em 25/02/2005. Disponível em: <<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/914021/000095012305000302/y04567e424b5.htm>>, com acesso em 21/11/2015.

REZEC, Francisco. *Direito internacional público*. São Paulo: Saraiva, 2014.

ROGOFF, Kenneth; e ZETTELMEYER, Jeromin. Bankruptcy Procedures for Sovereigns: A History of Ideas, 1976-2001. *IMF Staff Papers*. Vol. 49, n. 3. 2002. Disponível em: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2002/03/pdf/rogoft.pdf>, com acesso em 31/10/15.

RUTSEL SILVESTRE, J. Martha. Preferred Creditor Status Under International Law: The Case of the International Monetary Fund. *International and Comparative Law Quarterly*. Vol. 39. n. 04, Out/1990, pp. 801-826.

SACHS, Jeffrey. Theoretical Issues in International Borrowing. *Princeton Studies in International Finance*, n. 54, jul/1984. Disponível em: [https://www.princeton.edu/~ies/IES\\_Studies/S54.pdf](https://www.princeton.edu/~ies/IES_Studies/S54.pdf), com acesso em 31/10/15.

SCHADLER, Susan. The imf's preferred creditor status: does it still make sense after the euro crisis? *Policy Brief n.37*, mar/2014 (CIGI – Centre for International Governance Innovation). Disponível em: [https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi\\_pb\\_37\\_1.pdf](https://www.cigionline.org/sites/default/files/cigi_pb_37_1.pdf), com acesso em 31/10/15.

SOUZA NETO, Cláudio Pereira de. e SARMENTO, Daniel. *Direito constitucional: teoria, história e métodos de trabalho*. Belo Horizonte: Fórum, 2013.

STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the public sector*. New York/London: W.W. Norton & Company, 1999.

SUSTEIN, Cass. *Constitutional personae: heroes, Soldiers, Minimalists, and mutes*. Oxford University Press, 2015.

WEIDEMAIER, MARK C.; SCOTT, ROBERT E. & GULATI, MITU G.. Origin myths, contracts and the hunt for *pari passu*. *UNC Legal Studies Research Paper* No. 1633439. 2011.

YANG, X. *State Immunity in International Law*. (Cambridge Studies in International and Comparative Law). Cambridge: Cambridge University Press. 2012.

**Enviado em: 17/11/2016**

**Aprovado em: 18/01/2017**