

## **Contribuições da Análise Econômica do Direito para a reestruturação da dívida pública: o caso das Cláusulas de Ação Coletiva (CAC)**

Contributions of Economic Analysis of Law to the restructuring of public debt: the case of Collective Action Clauses (CACs)

**Gabriel Loretto Lochagin<sup>1</sup>**

Faculdade de Direito de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo

**Resumo:** Este artigo propõe a aplicação da análise econômica do direito para a compreensão das funções das Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) nos títulos públicos - mecanismos que preveem a vinculação dos credores às decisões majoritárias de sua classe nos eventos de reestruturação. As sucessivas crises financeiras nas primeiras décadas deste século provocaram diferentes debates acerca da insuficiente normatividade internacional da dívida soberana. As colisões de regimes, em alguns casos, e, em outros, o caráter instável das instituições reforçaram a percepção de que a estabilidade financeira internacional seria beneficiada por regras que disciplinassem os procedimentos de reestruturação da dívida pública. Diversas ideias foram discutidas, mas as CACs tornaram-se o instrumento mais disseminado para assegurar maior estabilidade, inclusive no Brasil. A Análise Econômica do Direito, cujas contribuições foram notáveis nos referidos debates, permite identificar, de maneira geral, os incentivos presentes na institucionalização dos regimes de reestruturação e, de forma mais específica, as funções a serem desempenhadas pelas CACs para promover a estabilidade financeira global.

**Palavras-chave:** Análise econômica do direito; Cláusulas de Ação Coletiva (CAC); Direito financeiro; Dívida pública; Finanças públicas.

**Abstract:** This article proposes the application of economic analysis of law to understand the functions of Collective Action Clauses (CACs) in government bonds – mechanisms that bind creditors to the majority decisions of their class in restructuring events. The successive financial crises in the first decades of this century provoked different debates about the insufficient international regulation of sovereign debt. The clashes of regimes, in some cases, and, in others, the unstable nature of institutions reinforced the perception that international financial stability would benefit from rules governing public debt restructuring procedures. Several ideas were discussed, but CACs became the most widespread instrument to ensure greater stability, including in Brazil. Economic Analysis of Law, whose contributions were notable in these debates, allows us to identify, in general, the incentives present in the institutionalization of restructuring regimes and, more specifically, the functions to be performed by CACs to promote global financial stability.

---

<sup>1</sup> Doutor em Direito Econômico-Financeiro pela Universidade de São Paulo. Pesquisador visitante da Humboldt Universität, Alemanha. Email: [gabriellochagin@gmail.com](mailto:gabriellochagin@gmail.com)

**Keywords:** Collective Action Clauses (CAC); Financial law; Law and Economics; Public debt; Public finance.

## INTRODUÇÃO

A debilidade das soluções institucionais globais para as moratórias dos Estados Nacionais fez com que se debatessem, mais recentemente, várias estratégias de remediação deste problema, sobretudo nos cenários em que as crises financeiras soberanas se revelaram mais frequentes e intensas. Os problemas da dívida argentina do início deste século e, apenas uma década depois, as desafiadoras circunstâncias financeiras europeias desvelaram a necessidade de maior coordenação dos esforços internacionais para uma reestruturação ordenada das dívidas nacionais. A despeito, porém, de elementos propriamente internos ou regionais que condicionassem circunstâncias específicas de renegociação dos compromissos financeiros estatais, o que se acentuou foi o aspecto global da questão, decorrente do próprio cosmopolitismo dos mercados financeiros. Mesmo países não engajados diretamente em reestruturações da própria dívida participaram dos debates mundiais sobre a temática, como a perceber a mútua implicação dos contextos financeiro interno e internacional. A participação dos países em desenvolvimento em momentos agudos da formulação de soluções para as crises da dívida soberana e a adoção de estratégias semelhantes àquelas previstas por nações altamente envolvidas em renegociações da dívida evidenciam as características globais do problema.

É possível, hoje, situar as chamadas Cláusulas de Ação Coletiva (CACs) entre as principais estratégias empregadas para controlar alguns dos riscos prevalentes nas renegociações das dívidas públicas. Basicamente, a CAC prevê que as decisões tomadas por determinada maioria de credores terão efeitos vinculantes sobre todo o grupo de negociantes, ainda que haja variações e peculiaridades em sua configuração a depender de cada contexto. Sua disseminação pode ser atribuída à pretensa capacidade de enfrentar, de um lado, o problema do efeito carona (*free rider*), pelo qual vantagens atribuídas a alguns grupos de credores se estendem a não participantes dos esforços de negociação, e, de outro, o problema do credor resistente (*hold out*), particularmente desafiador nas situações em que investidores refratários aos termos renegociados obtêm, por vias diversas, o direito de serem pagos em condições mais favoráveis do que os credores mais colaborativos. A prevalência de ambos os desafios

desestimulava o envolvimento dos investidores nas renegociações da dívida pública, e a literatura especializada passou a indicar que a inclusão das CACs entre as previsões vinculantes dos títulos públicos ofereceria uma solução ex ante para as referidas dificuldades de coordenação.

Este raciocínio supõe que haja uma racionalidade nas CACs, consistente em sua capacidade de reduzir as perdas de eficiência propiciadas pela ausência de regras pré-estabelecidas. O argumento requer, porém, que se identifiquem claramente quais são os problemas de coordenação presentes neste cenário de normatividade fragmentada ou inexistente e como as instituições poderiam contribuir para superá-lo. Esta análise institucional, profundamente implicada com a percepção de que o desenho das regras renova os incentivos para que os atores alcancem soluções mais eficientes às quais não chegariam em sua ausência, pode contribuir para uma sistematização dos fundamentos das CACs enquanto ferramentas de superação de debilidades da reestruturação contemporâneas da dívida pública.

Haveria, desta forma, uma contribuição significativa da Análise Econômica do Direito para a formulação das ferramentas institucionais de superação dos problemas de coordenação na dívida soberana? A principal hipótese é a de que sim, isto é, de que é possível explicar os fundamentos funcionais das CACs a partir da reconstrução racional dos incentivos que sua introdução opera nos esquemas de reestruturação da dívida pública, promovendo maior estabilidade na resolução das controvérsias financeiras entre os Estados nacionais e seus prestamistas.

Metodologicamente, o artigo visa a reconstruir, argumentativamente, a funcionalidade das propostas de introdução das CACs, recorrendo, para isso, à revisão narrativa da literatura. Pretende-se evidenciar como a configuração institucional deste instrumento jurídico partiu de diagnósticos compartilhados, ainda que com algumas particularidades e divergências, acerca do impacto do insuficiente regramento da solução de controvérsias financeiras sobre os resultados das negociações da dívida soberana. O recurso a documentos de instituições multilaterais será igualmente importante para compreender a tipologia contemporânea das CACs e nela identificar suas características e peculiaridades, bem como eventuais tendências de constituição de sua aplicabilidade jurídica.

O trabalho tem o seguinte percurso: no primeiro capítulo, mostra-se como a Análise Econômica do Direito contribui para compreender as regras falimentares a partir de uma

perspectiva funcional, do ponto de vista da organização do acesso ao capital devedor. Exploram-se, do ponto de vista teórico, as situações de reestruturação de débitos em um contexto abstrato “sem regras” e outro “com regras”, comparando-os. Esta análise será extremamente útil para compreender como os princípios jurídico-falimentares cumprem notáveis funções econômicas.

Em seguida, o segundo tópico evidencia como o raciocínio teórico anterior embasa, atualmente, várias das transformações jurídicas concretas na reestruturação internacional da dívida pública, tendo em vista as ineficiências que se produzem a partir dos corriqueiros cenários de insuficiência normativa. Nesta parte, busca-se demonstrar que as CACs consistem em uma estratégia institucional para suprir lacunas contratuais até então existentes nas negociações da dívida mobiliária, e que sua perspectiva é basicamente a mesma indicada pela Análise Econômica do Direito para resolver o problema de contratos incompletos, os quais desestimulam soluções coordenadas.

Por fim, o terceiro item apresenta as configurações concretas que as CACs têm assumido nos mercados de títulos públicos emitidos pelo Estados Nacionais. Os tipos que serão aqui expostos (sobretudo extraídos dos modelos internacionais atualmente adotados e da experiência europeia objetiva) poderão, mais uma vez, demonstrar como os desenhos jurídicos destas cláusulas expõem um projeto em curso de adequação das emissões de dívida pública a cenários mais ordenados e eficientes de reestruturação, nos quais os princípios jurídicos subjacentes e as regras específicas ainda buscam se alinhar com maiores eficiências de coordenação.

## **1 CONTRIBUIÇÕES DA ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO PARA A COMPREENSÃO FUNCIONAL DAS REGRAS FALIMENTARES APLICÁVEIS TANTO A ENTES PRIVADOS COMO PÚBLICOS**

Em termos teóricos, a tentativa de reconstrução racional das regras falimentares (quer sejam aplicadas ao setor público, quer ao privado) conferiu um sentido comum para as pretensões dos países em desenvolvimento em favor de uma maior estabilidade de suas emissões financeiras. Este desiderato político-econômico pôde ser sustentado por pesquisas e discussões provenientes de ambientes acadêmicos e instituições multilaterais, que propunham renovada análise do impacto das regras sobre os comportamentos dos agentes econômicos

atuantes no mercado financeiro, o que conferiu certo grau de objetividade aos esforços de construção de um regime normativo internacional para as finanças. Boa parte destas contribuições advieram de correntes institucionalistas<sup>2</sup> e, no campo jurídico, se firmaram pelos aportes da Análise Econômica do Direito para organizar, de acordo com os parâmetros metodológicos da ação racional dos agentes econômicos, a crítica à fragmentação dos regimes internacionais referentes à dívida pública.<sup>3</sup>

Decorrem destas contribuições a decodificação dos problemas de reestruturação da dívida pública e muitas das propostas institucionais para mitigá-los. A comparação entre as insolvências organizadas e as não organizadas permitiria que se apontassem as vantagens da existência de regras para reduzir os custos de negociação da dívida pública, que se desenrolava em cenário desarranjado e de regras poucos claras. Em oposição, o direito falimentar ofereceria experiências importantes para identificar as vantagens de um cenário organizado. A partir daí puderam-se mapear os incentivos presentes em cada um daqueles contextos (um “com regras”, outro “sem regras”) para o comportamento dos agentes econômicos envolvidos. Quais seriam os fundamentos econômicos das regras falimentares? Esta era a questão dominante, que denotava a necessidade de uma análise econômica das normas relativas à execução das obrigações inadimplidas.

Um dos principais objetivos do direito falimentar é disciplinar as consequências da incapacidade de pagamento do devedor. As regras aplicáveis cumprem funções de inegável efeito sobre o desempenho econômico dos agentes, e uma primeira aproximação do problema permite afirmar que o objetivo da disciplina jurídica se destina a reduzir os danos produzidos pelo inadimplemento aos credores e terceiros, afetando-os da maneira menos custosa possível.<sup>4</sup> Isto a despeito da inequívoca relatividade espacial e temporal das normas jurídicas, que variam conforme o lugar e passam elas mesmas por modificações em sua formulação ou aplicação. Em todo caso, as normas falimentares funcionam como instrumentos de interdição, permissão ou

<sup>2</sup> Sobre aspectos gerais da análise econômica do direito falimentar, cf. SCHMIDT, Reinhard. **Oekonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980.

<sup>3</sup> A respeito da fragmentação dos regimes internacionais da dívida, ver FISCHER-LESCANO, Andreas; TEUBNER, Gunther. **Regime-Kollisionen: zur Fragmentierung des globalen Rechts**. Frankfurt a.M.: Suhrkamp, 2006; LOCHAGIN, Gabriel. **Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública**. São Paulo: Blucher, 2017.

<sup>4</sup> Ver SCHMIDT, Rainer. **Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980, p. 11-12.

imposição de comportamentos que podem fazer com que as decisões aproveitem de maneira mais ou menos eficiente os recursos e as possibilidades disponíveis.

Estas regras têm a aptidão de incentivar condutas que não seriam adotadas espontaneamente. O tema não é novo na teoria dos jogos, a qual, conforme o notório "dilema do prisioneiro"<sup>5</sup>, já havia mostrado que, em determinados cenários, a melhor decisão individual deve levar em conta a cooperação - isto é, cooperar pode ser a decisão estratégica com melhores resultados individuais. Do contrário, é o próprio auto-interesse que poderia ser prejudicado. Em suma, na presença de certos incentivos, o resultado para o conjunto dos jogadores pode ser positivo se cada jogador individual for estimulado a não tomar a decisão que, a princípio, lhe pareceria trazer mais vantagens caso desconsiderasse o comportamento alheio. A estratégia de levar em conta a decisão do outro jogador pode fazer com que se imponham limitações à própria conduta e, se estas restrições são conhecidas por todos, os agentes se dispõem a tomar decisões que não tomariam sem a expectativa destas restrições.<sup>6</sup>

Sob este ângulo, as instituições se projetam como um mecanismo de promoção de decisões mais eficientes diante de cenários de escolhas alternativas. Não se deve pretender, com isto, apontar em direção a um único cenário institucional eficiente, como se houvesse uma única solução de equilíbrio. Há, no entanto, diversas respostas possíveis em que a conduta cooperativa dos agentes pode ser estimulada a depender das regras do jogo.

Pois bem: no "jogo" entre credor e devedor insolvente, é possível conceber que, na ausência de regras, os jogadores tomem decisões auto-interessadas não cooperativas que, paradoxalmente, não atingiriam resultados ótimos. Este fator merece ser explorado (como de

<sup>5</sup> O dilema dos prisioneiros pode ser descrito da seguinte forma: dois suspeitos capturados pela polícia têm duas opções em jogo: confessar ou não confessar. Se não houver qualquer confissão, a polícia não poderá fundamentar a acusação e, quando muito, serão condenados por uma infração menor (diga-se, um ano de prisão). No entanto, se o Suspeito 1 confessar e o Suspeito 2 não, o delator receberá uma punição de 6 meses, enquanto o segundo será condenado a 7 anos de prisão. Se o Suspeito 2 confessar, mas o Suspeito 1 não, ocorrerá o inverso: será o primeiro condenado a uma pena menor de 6 meses, enquanto o segundo receberá a sanção de 7 anos. Se ambos confessarem, a pena será de 5 anos para cada. Se ambos não confessarem, cada um receberá 1 ano de prisão. Este é, no entanto, um jogo estratégico e simétrico: cada jogador não sabe o que faz o outro, porque mantidos em salas separadas. Assim, se o Suspeito 2 confessar, claramente o melhor o que o 1 pode fazer é confessar também. Se, no entanto, o Suspeito 2 ficar quieto e o Suspeito 1 confessar, este passará apenas 6 meses na prisão, ao passo que ficaria 1 ano caso também não confessasse. Assim, a melhor solução para ambos é sempre confessar, e esta se torna a estratégia dominante.

<sup>6</sup> Para análise dos jogos estratégicos e das estratégias dominantes, ver GIBBONS, R. **A primer in game theory**. Harlow: FT Prentice Hall, 1992, p. 2-4. Sobre as aplicações do dilema do prisioneiro à análise econômica do direito, ver COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**. 6a ed. Boston: Addison-Wesley, 2012, p. 34 e seguintes.

fato o foi) pela literatura da Análise Econômica do Direito para justificar a racionalidade econômica das regras falimentares.

Os conflitos entre o devedor inadimplente e seus credores fazem com que seja fictícia a hipótese do consenso. Um fator bastante intuitivo para explicá-lo é a multiplicidade de jogadores, que torna a resolução consensual da controvérsia custosa e improvável. Além da colisão de interesses em consequência do elevado número de participantes, entretanto, há outro fator relevante que restringe significativamente a probabilidades de acordos espontâneos eficientes: o chamado “véu de ignorância” que paira sobre a consideração da conduta alheia, sobre as condutas reciprocamente adotadas e sobre a própria situação futura. Trata-se de outra forma de dizer que o risco e os efeitos do inadimplemento não são só desconhecidos pelo credor, mas também pelo devedor, que, mesmo agindo com boa-fé, não pode excluir todas as possibilidades de eventos adversos que lhe atinjam financeiramente. Dito de outra forma, há um risco inerente a toda operação econômica, e nenhum tomador pode afirmar, com segurança, que está completamente imune a situações de esgotamento financeiro que levem a renegociar as suas obrigações. Nas situações privadas de reestruturação de crédito, os agentes econômicos não têm, portanto, absoluta condição de poder projetar que terão todos os seus débitos adimplidos. Tampouco podem dizer, com credibilidade, que não estarão, em hipótese alguma, insolventes em um momento futuro. Em paralelo às situações privadas, nas operações de crédito travadas com o Estado, nem o ente soberano nem os seus credores podem fazer mais do que lidar com probabilidades diante de cenários de risco. A ausência de regras de resolução da crise de pagamento faz com que as expectativas sejam, assim, desencontradas, e, ao contrário do que mostra o exemplo do “dilema do prisioneiro”, não há clareza se os demais agentes compartilham as mesmas expectativas sobre as condutas recíprocas. Sob o “véu da ignorância”, portanto, a cooperação é mais improvável, e apenas as instituições teriam o potencial de uniformizar estas expectativas.

Há, pois, lacunas contratuais relevantes que justificam a introdução de normas falimentares. Em um modelo ideal, no qual as informações fossem completas e certas, não faria sentido discutir situações falimentares porque se suporia que os contratos apenas seriam celebrados se seu adimplemento fosse seguro e ocorresse no tempo previsto. Neste modelo ideal, igualmente, os atores econômicos teriam total informação sobre a situação financeira própria e alheia, o que faria com que não houvesse custos de transação. Apenas neste cenário é

que os atores conseguiriam os resultados mais eficientes mesmo sem regras prévias de cooperação, pois não haveria qualquer externalidade em razão de informação incompleta no momento de celebração contratual.

As transações reais, no entanto, fazem com que nem todos os interesses das partes possam ser conhecidos e realizados, e tampouco todos os eventos são identificáveis quando da formação dos contratos. Daí aparece o sentido atribuído pelo Direito à proteção dos agentes e das operações de crédito diante de riscos e incertezas apresentados às partes da relação jurídica. O erro, as decisões imprudentes, o excesso de risco, a transferência de custos para terceiros, são incongruências relacionais que chamam à introdução de instrumentos reparadores. Estes têm por objetivo equilibrar a distribuição de vantagens e ônus entre interesses contratuais divergentes. O direito falimentar atua como ferramenta de correção em diferentes sentidos, modificando a estrutura de incentivos dos contratos incompletos.

Em alguns casos, a configuração das regras é capaz de incentivar as alternativas que cada um dos agentes não adotaria caso elas não existissem, por não entendê-las convenientes aos seus próprios interesses. Presentes as regras, no entanto, favorecem-se decisões coletivas que não seriam tomadas espontaneamente. Estas regras, conforme se recupera da literatura, têm o fito de corrigir as seguintes relevantes ineficiências, que conduziriam a soluções não cooperativas para o intrínseco problema do crédito: a) o problema da seleção; b) o problema da ação coletiva; e c) o problema do recomeço. Um por um, tem-se o seguinte:

a) O problema da seleção diz respeito às dificuldades de acompanhamento ex ante da situação financeira do devedor. Uma das primeiras funções que tem o direito falimentar ao modificar a estrutura de incentivos de relações contratuais é separar as vantagens privadas e coletivas em casos de incapacidade de pagamento. Determinado agente econômico com volume excessivo de débitos pode encontrar motivos individuais racionalmente justificáveis para transferir suas perdas aos credores (por qualquer forma de inadimplemento ou "calote"). Agindo no próprio interesse, decisões de investimentos arriscados podem ser tomadas com a expectativa de que os benefícios, se ocorrerem, serão privadamente apropriados, mas os prejuízos eventuais são por conta e risco dos prestamistas. Esta estrutura de incentivos pode ser modificada voluntariamente se, no mercado de crédito, a propensão ao excesso de endividamento for totalmente conhecida de todos os credores, que terão condições de se precaver e encontrar as devidas recompensas caso desejem travar relações com aquele devedor



altamente endividado. Eventuais medidas de compensação podem ser adotadas, como, por exemplo, a cobrança de maiores prêmios de risco. Nem sempre, porém, o mecanismo voluntário está disponível ou é possível, pela razão de que não é em todos os casos que a completa situação financeira do tomador do crédito é conhecida. A presença do “veu de ignorância” justifica a existência de normas falimentares que possam agir para alinhar os interesses privados e os coletivos.

b) O problema da ação coletiva trata dos efeitos negativos de uma eventual disputa entre os credores para executar o patrimônio do devedor inadimplente. Assim, o credor ou o grupo de credores podem decidir executar obrigações contra o devedor mesmo que isso prejudique os demais credores, os quais, excluídos da repartição da massa, padeceriam os efeitos de externalidades negativas. Neste caso, as expectativas criadas quanto a eventual disputa entre os credores pela massa do patrimônio do devedor poderão acarretar o aumento dos custos dos empréstimos a priori. A explicação é que os credores antevêm o risco de que outro execute as suas obrigações individuais primeiro, acabando por esgotar os recursos do devedor. O resultado destas expectativas é uma verdadeira corrida entre os credores, os quais poderão, agindo racionalmente, apressar-se a fazer a execução de seus créditos antes dos demais. Esta corrida é a expressão de uma estratégia racional não cooperativa, que tende a produzir um número maior de perdedores que de ganhadores. O problema da ação coletiva é tão importante que, uma vez desencadeada, a disputa dos credores entre si para a execução patrimonial do devedor pode depreciar os valores dos ativos do insolvente.<sup>7</sup> A solução cooperativa (ainda que não seja, necessariamente, consensual), presente nas normas que regulam e organizam a execução de obrigações contra o devedor, estimulará, portanto, ganhos tanto coletivos quanto individuais.

Ao analisar os incentivos presentes na regra da igualdade, Schmidt sintetiza e reforça este argumento, identificando que um dos principais interesses da organização dos interesses dos credores é evitar que eles ajam com excessiva aversão ao risco, devido ao receio de execução antecipada dos créditos de outro participante.<sup>8</sup> Imaginando-se que a massa falida esteja toda à disposição dos credores, pelo hipotético “princípio da ação individual” cada credor

<sup>7</sup> SACHS, Jeffrey. Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, 2002, p. 2.

<sup>8</sup> SCHMIDT, Rainer. **Ökonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980, p. 11-12.

enfrentaria o risco de que os outros o antecedessem no acesso ao patrimônio do devedor. De certa forma, o jogo assim colocado não impede que cada credor conte com a possibilidade de que seja ele próprio quem se beneficiará desta possibilidade, mas há um interesse racionalmente justificável de evitar o risco daí decorrente. O “princípio da igualdade”, ao contrário do “princípio da ação individual”, permite a proteção contra o esgotamento precoce de um patrimônio escasso, antes que o mérito de todas as pretensões creditórias possa ser considerado. Os custos de negociação necessários para espontaneamente contornar a excessiva aversão ao risco que existiria sem o tratamento equitativo seriam demasiadamente elevados, e, por este motivo, os mecanismos institucionais são mais eficientes para conter os custos de transação.

Além disso, pela ideia de igualdade de condições de todos os credores (*par conditio creditorum*) mitigam-se riscos distributivos, pois o acesso prioritário ao patrimônio em disputa (que é necessariamente limitado) aumenta os custos de sua partilha. Isto porque, em um evento falimentar, cada credor individual encontraria, pelo “princípio da ação individual”, incentivos para promover a satisfação de seus créditos antecipadamente a todos os demais. A depender de quão escasso seja o patrimônio que compõe a massa falida, este credor individual pode assumir para si, voluntariamente, custos que garantam a segurança do seu interesse. O aumento dos custos de distribuição, no entanto, é uma desvantagem para a totalidade dos credores, cujo maior interesse é sua minimização. Estes só poderão ser reduzidos com a aplicação de alguma regra de igualdade.

É neste sentido que o tratamento igual pode ser racionalmente reconstruído: ele contribui para o aumento do bem-estar de todos os envolvidos na transação e, neste sentido, pode ser considerado eficiente. De acordo com a teoria paretiana convencional, uma transação voluntária é socialmente vantajosa sempre que dela não se originem externalidades. Transações com efeitos externos negativos não seriam, portanto, pareto-ótimas. Se os efeitos externos negativos são maiores do que as vantagens obtidas por quem participa da transação, é socialmente vantajoso que ela não ocorra. Por meio da regulação jurídica torna-se possível que credores cuja conduta gere externalidades negativas (por exemplo, esgotando a massa falida por ação individual, a despeito dos direitos de recebimento de outros da mesma classe) tenham sua ação interdita.

Uma vez ausente o princípio *par conditio creditorum*, instala-se uma competição entre os credores de uma mesma classe para apropriar-se de tudo o que for possível para satisfação

de suas obrigações, minando os esforços de escalonamento e harmonização que permitam a resolução ordenada da crise financeira. O problema é, eminentemente, de ação coletiva: na ausência de regras, não se cria a confiança necessária para acreditar que haverá a coordenação. As expectativas negativas tornam-se uma profecia que se auto-realiza, criando a descoordenação.

Expostos estes problemas, chega-se, pela via do recurso aos argumentos da análise econômica das regras falimentares, à importância da igualdade dos credores como fundamento normativo da reestruturação, cuja principal função é organizar o acesso dos credores ao capital de forma a mitigar, da maneira mais eficiente possível, o problema da ação coletiva. Curiosamente, a igualdade entre os credores não é, de nenhuma forma, um princípio novo. Ao contrário, a *par conditio creditorum* é um dos mais importantes princípios jurídicos que regem as situações de inadimplemento de débitos. A Análise Econômica do Direito evidencia, no entanto, que ele cumpre notável função econômica ao promover soluções tanto quanto possível eficientes em cenários nos quais a tendência espontânea seria a solução ineficiente da não-cooperação, pelos argumentos acima expostos.

A partir da compreensão funcional do princípio *par conditio creditorum*, seria possível aproximar as soluções para a dívida pública daquelas existentes para os demais débitos, normalmente regidos por um sólido corpo normativo de direito falimentar. Esta igualdade tem um componente formal, por garantir que não haverá tratamento arbitrário dos credores participantes de um processo falimentar. O princípio da igualdade, entretanto, não objetiva apenas assegurar legitimidade pelo procedimento - o que já seria importante. Ele tem uma preocupação fortemente funcional: por meio dele, garante-se também que os processos falimentares alcancem seus objetivos econômicos.

Em linhas gerais, o princípio da igualdade é um nivelador do ponto de partida de cada um dos participantes nas negociações com o devedor. De um lado, aqueles cujo crédito tem fundamentos mais sólidos têm suas posições enfraquecidas em face de outros cujos fundamentos são mais frágeis. Ao mitigarem a ação individual, as instituições falimentares intervêm de forma a promover o tratamento equitativo diante da escassez e, assim, arrefecer o problema da ação coletiva, a depreciação dos ativos da massa falida, o encarecimento do crédito *ex ante* em razão da antecipação destes riscos, e a eventual demora de reativação do capital econômico paralisado. A massa falida é tratada como um bem de propriedade comum

(communio incidens) em torno do qual se organiza uma comunidade de credores que agem conjuntamente.

Esta organização não elimina, por si mesma, os problemas advindos da escassez, mas produz uma série de incentivos que podem ser aferidos quando se comparam os efeitos que a regra da igualdade produz em comparação com o cenário em que ela não atue (que poderia ser descrito como o cenário do “princípio da ação individual”, isto é, aquele em que cada um dos participantes pudesse executar individualmente seus créditos).

c) O problema do recomeço expõe, por fim, uma outra função do direito falimentar, que é assegurar que o devedor possa alterar sua fonte de financiamento - isto é, que tenha condições de se socorrer de outras fontes de crédito, em condições reguladas, para satisfazer seus credores e, simultaneamente, permanecer como entidade econômica ativa. A mera dissolução da empresa não atenderia a este objetivo. Suponha-se que a solução à insolvência fosse exclusivamente a extinção da pessoa jurídica responsável, com a liquidação de seu patrimônio para satisfação dos débitos. Neste caso, os prejuízos ao devedor podem ser maiores que os benefícios aos credores, o que confere caráter sub-ótimo a esta solução. Uma das principais tarefas do direito falimentar no sistema capitalista é incentivar as reestruturações, e não as extinções corporativas, de forma a preservar, tanto quanto possível, as funções produtivas do capital.<sup>9</sup>

Em face dos problemas acima apontados, e das funções econômicas das regras falimentares para mitigá-los, observa-se a aplicação dos mesmos fundamentos para a solução de ineficiências de coordenação da reestruturação da dívida pública. As respostas jurídico-institucionais no campo específico dos mercados dos títulos públicos são explicadas a seguir.

## **2 PROBLEMAS DE COORDENAÇÃO NA REESTRUTURAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA E SUA RELAÇÃO COM O CENÁRIO INSTITUCIONAL: O CASO DOS *HOLDOUTS* E OUTRAS FALHAS**

---

<sup>9</sup> É por esta razão que STIGLITZ afirma que um regime falimentar funcional é crítico para a eficiência da economia de mercado, com a necessidade de que os credores conheçam claramente suas prescrições, pois não podem, via de regra, ser pura e simplesmente afastadas por acordo entre as partes (Bankruptcy law: basic economic principles. In: CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; MODY, Ashoka. **Resolution of financial distress: an international perspective on the design of bankruptcy laws**. Washington, D.C.: The World Bank, 2001, p. 3).

Até aquele momento, o Fundo Monetário Internacional (FMI) destacava o aspecto multilateral do problema, que exigiria a ação concertada da comunidade global, com seu intermédio. Neste cenário enquadrava-se o Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM), que se pretendia como uma solução normativa para coordenar esforços que se apresentavam, então, como evidentemente desarticulados.<sup>10</sup> A direção estratégica desta proposta fundava-se explicitamente na ideia - não exatamente nova, pois já presente nas discussões do Comitê Internacional da Dívida, da década de 1980 - de que o direito falimentar e o chapter 11 do Bankruptcy Code dos Estados Unidos da América ofereceriam soluções mais estáveis para corrigir diferentes problemas de coordenação nas insolvências soberanas.<sup>11</sup>

No ano de 2001, a moratória argentina desencadeou significativas consequências para a política econômico-financeira daquele país. A intrincada quadra social e política impunha a necessidade de articular, de forma ágil, a negociação de massivos montantes financeiros com uma quantidade igualmente grande de credores em posse de diferentes tipos de crédito contra o Estado argentino. A situação era agravada por estratégias de negociação descoordenadas e, ao que tudo parecia indicar, inconciliáveis entre as partes.<sup>12</sup> Naquele momento, as dificuldades de coordenação entre o Estado devedor e seus credores expuseram, flagrantemente, muitas das debilidades do cenário institucional das finanças internacionais.

Essas dificuldades de coordenação já haviam sido exploradas pela literatura algumas décadas antes das frequentes crises da dívida dos países em desenvolvimento. Estes estudos mostravam como a ausência de regras de coordenação poderia interferir nos resultados das renegociações da dívida soberana. Rogoff e Zettelmeyer referem-se a este período de ideias prévias como aquele em que a ação individual levava a potenciais problemas de coordenação, sem que, no entanto, a especulação teórica sobre estas dificuldades financeiras houvesse se

<sup>10</sup> KRUEGER, A. **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C., 26 nov. 2001.

<sup>11</sup> A respeito da analogia com o capítulo 11 dos EUA na formulação de estratégias internacionais para a dívida pública, ver OECHSLI, C. Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the US Bankruptcy Reform Act. **Virginia Journal of International Law**, Charlottesville, vol. 21, n.º 2, 1981.

<sup>12</sup> A respeito do cenário político e econômico anterior à crise argentina, ver HORNBECK, J. F. The Financial Crisis in Argentina. **CRS Report for Congress RS21072**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2003. Para uma boa aproximação ao tema dos conflitos entre o Estado argentino e seus credores, expondo as suas diferentes estratégias e a multiplicidade de interesses implicados, vide o caso **Abacat and Others v. the Argentine Republic**, ICSID, Case n.º ARB/07/5, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4 de ago. de 2011.

deparado, ainda, com a intensa prática que se seguiria.<sup>13</sup> De fato, os ásperos e cada vez mais frequentes episódios financeiros dos anos 80 dariam às reflexões mais abstratas sobre os fatores agravantes das crises de endividamento o caráter de maior urgência e imediatidade.<sup>14</sup>

Quais seriam estes elementos de estímulo à evidente falta de soluções coordenadas para as renegociações da dívida soberana? O caráter trôpego das soluções de controvérsias financeiras parecia decorrer de um problema fundamental: a falta de mecanismos claros, previamente conhecidos de todos os atores, para o eventual inadimplemento soberano. Com a dispersão dos capitais internacionais e a ampliação da base de captação do crédito, estas dificuldades de composição de interesses pareciam chegar ao ponto máximo. Sua origem esteve na maior participação do sistema bancário e dos investidores institucionais em detrimento dos empréstimos bilaterais diretos entre Estado e outra pessoa externa (quer fosse outro Estado ou instituição financeira).<sup>15</sup> A partir dos anos de 1970 tornaram-se mais frequentes as operações em mercado aberto, perante público atomizado e múltiplo, com significativo crescimento do endividamento público, sobretudo dos países em desenvolvimento.<sup>16</sup> Endividamento crescente, diversificação das fontes de captação e a ausência de um regime jurídico externo aplicável seriam os ingredientes fundamentais para que se chegasse ao paroxismo das crises da dívida soberana nos anos seguintes.

A ausência das regras não era apenas um elemento formal de organização. Ao contrário, produziram-se diversos trabalhos de relevo sobre suas sérias consequências econômicas materiais. Sobre esta relação entre o cenário institucional e o funcionamento dos mercados de crédito, Panizza, Sturzenegger e Zettelmeyer apontam três grandes tendências analíticas. A primeira delas se perguntava como poderia a dívida pública existir na ausência de garantias

<sup>13</sup> Bankruptcy procedure for sovereigns: a history of ideas, 1976-200, **IMF Working Paper WP/02/133**, ago. 2002.

<sup>14</sup> A respeito das circunstâncias que produziram o agravamento do endividamento a partir dos anos de 1980, ver STURZENEGGER, Federico; ZETTELMEYER, Jeromin. **Debt defaults and lessons from a decade of crisis**. Cambridge: the MIT Press, 2006, p. 3-29.

<sup>15</sup> EICHENGREEN, Barry *et al.* Public debt through ages, **IMF Working Paper WP/19/006**, jan. 2019, p. 23.

<sup>16</sup> No começo dos anos de 1970, a dívida total dos países em desenvolvimento era de menos que 100 bilhões de dólares. No final dos anos de 1980, havia passado a marca de um trilhão de dólares (COHEN, Daniel. **Private lending to sovereign states: a theoretical autopsy**. Cambridge: the MIT Press, 1991, p. 1). Ainda a respeito das crises de endividamento dos anos de 1980 em diante, muitas das quais latino-americanas, ver LOCHAGIN, Gabriel. **Lições latino-americanas para um mundo em crise: apontamentos para a governança internacional da dívida pública**. In: LAGOS, Ricardo (Coord.) *A América Latina no mundo: desenvolvimento regional e governança internacional*. São Paulo: Edusp, 2013, p. 225-238.

jurídicas para sua execução. A segunda filia-se à pesquisa da estrutura da dívida, isto é, como suas características (se, por exemplo, de curto prazo de maturidade ou em moeda estrangeira) poderiam ampliar os riscos de reestruturação. A terceira orientação se dava na direção da pesquisa empírica, crescente em razão da complexidade das crises das últimas décadas do século XX, acerca do porquê dos países optaram pelo pagamento ou pelo default.<sup>17</sup> A pergunta sobre os fundamentos dos mecanismos institucionais e contratuais atine à primeira destas grandes questões teóricas, isto é, como diferentes cenários institucionais produzem reações dos atores da dívida pública.<sup>18</sup> Este trabalho não tem, portanto, compromisso direto com as segundas e terceiras questões, muito embora haja notáveis implicações do problema institucional para o comportamento econômico da dívida. Deste modo, ainda que não se trate de perquirir sobre os próprios fundamentos da existência da dívida pública, a linha analítica que se perguntava sobre o papel específico das regras reconhecia que o vácuo normativo fazia-se sentir como um fenômeno estimulador das crises, favorecendo sua permanência e não sua resolução. As CACs foram uma resposta a este problema.

Há alguns fatores a reforçar esta percepção analítica. As debilidades institucionais produziam impacto a posteriori sobre a dívida pública, com os custosos e insatisfatórios procedimentos de reestruturação, e também a priori, pois as expectativas sobre as dificuldades de eventuais resoluções provocam reações nos agentes participantes. Estas falhas já havia sido identificadas, na segunda metade dos anos de 1970, por Ohlin, que notara a presença, nos mercados de crédito oferecido aos entes públicos, de excessiva aversão aos riscos. Esta debilidade a priori seria agravada pela fragmentação do capital investidor. De outro lado, a esta falha anterior somava-se outra grande falha a posteriori: a de que as reestruturações se mostravam excessivamente demoradas e complexas, o que retardava o retorno à normalidade. A saída que começava a ser concebida seria alguma forma de “honrosa bancarrota”, que permitisse retirar os mercados financeiros de situações em que houvesse o acúmulo de dívidas

<sup>17</sup> PANIZZA, Ugo; STURZENEGGER, Federico; ZETTELMEYER, Jeromin. The economics and law of sovereign debt default. **Journal of Economic Literature**, vol. 47, n. 3, 2009, p. 652.

<sup>18</sup> Há muitos trabalhos de relevância com esta perspectiva, mas, para a análise da relação entre a reputação do ente soberano e a disponibilidade de crédito (problema crucial para a primeira pergunta identificada por Panizza) cf. TOMZ, Michael. **Reputation and international cooperation: sovereign debt across three centuries**. Princeton: Princeton University Press, 2007. Acerca do papel de instituições formais de resolução de conflitos, ver WAIBEL, Michael. **Sovereign defaults before international courts and tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

irrecuperáveis, permitir o adimplemento razoável a partir das disponibilidades, observar a isonomia entre os credores e aumentar a confiança dos próprios mercados no setor do crédito público e, tanto quanto possível, reduzir o período de ostracismo do ente devedor nos mercados financeiros globais após um evento como a moratória.<sup>19</sup> Mais tarde, estas ideias pareceriam convergir para a necessidade de instituições jurídicas que coordenassem as respostas à insolvência soberana, à semelhança do que ocorre nos sistemas falimentares nacionais.

Como resultado, constatava-se que a dívida soberana era operada, nos mercados financeiros globais, sem os estímulos que regras prévias à reestruturação confeririam para a coordenação entre as partes. Ao contrário do que ocorre nos sistemas organizados de liquidação e execução dos débitos (presentes, por exemplo, no direito falimentar), a dívida soberana não conta com ferramentas de harmonização e coordenação dos interesses dos credores. A partir da análise da estrutura de incentivos presentes nas reestruturações financeiras, foi possível que diversos destes estudos aclarassem as funções das regras e as razões pelas quais, na sua ausência, o mundo em desenvolvimento não contaria com perspectivas razoáveis de estabilização das crises financeiras. Em vez de um cenário de reestruturações ordenadas, como ocorre com as bancarrotas corporativas, a comunidade financeira internacional se depara com processos de mercado descentralizados em que o credor deve empreender esforços junto a uma rede descoordenada de negociação com múltiplos devedores, os quais têm interesses divergentes entre si, normalmente sob distintos regimes jurídicos aplicáveis.

Pode-se sistematizar o problema de forma a apontar dois problemas de coordenação: um *ex ante*, outro *ex post*. Ambos são apontados pela literatura como capazes de inviabilizar soluções ordenadas da dívida pública, o que possuiria significativo impacto econômico.

### **2.1. A falha *ex ante*: o "efeito carona" na distribuição dos custos da renegociação da dívida pública**

Mesmo que alguns credores estivessem dispostos a cooperar voluntariamente com outros de seu mesmo grupo para se chegar mais rapidamente a um resultado, poderiam optar por basicamente duas razões: apostariam na possibilidade de ainda serem pagos integralmente, ou então temeriam de que, ao aceitar uma proposta de renegociação com descontos, teriam sido

<sup>19</sup> OHLIN, Göran. Debts, development and default. *In*: HELLEINER, G. K. **A world divided**: the less developed countries in the international economy. Cambridge: Cambridge University Press, 1976, p. 218-220.



tratados de maneira mais desfavorável do que outros credores. No primeiro caso, esperam até o último momento para reduzir a incerteza sobre o futuro. No segundo, aguardam o momento adequado para que as renegociações com outros grupos avancem e obtenham, assim, informações mais completas sobre a adequada precificação dos descontos. Em ambos, há algumas evidências de que a desorganização ex ante da resposta às crises piora os prognósticos econômicos, e de que há suficientes incentivos para o surgimento do efeito carona.

Há incentivos, portanto, para que a reestruturação se retarde. A relutância apresenta-se como o comportamento racional de credores individuais diante de um cenário em que muitos deles detêm parcelas muito pequenas da dívida e as instâncias de resolução de disputas são variadas e fragmentadas. A reconstrução racional deste incentivo ao atraso é claramente delineada por Weinschelbaum e Wyne: se cada portador de título público detém uma parcela pequena da dívida, sua capacidade de influenciar individualmente o comportamento do devedor é muito. Sozinho, portanto, tem poucas condições de exercer maior pressão sobre o montante a ser pago. Isto produz uma dissociação entre o resultado do processo e a ação individual, o que dá, caracteristicamente, as condições para que surja o efeito carona. Este problema ex ante se agrava com a ausência de uma instância internacional previamente reconhecida como competente para a recuperação financeira. Com múltiplas esferas de decisão, aumenta a probabilidade de que surjam conflitos entre credores e decisões divergentes para casos semelhantes, ora favorecendo as pretensões do Estado devedor, ora dos credores. Neste contexto, pode valer a pena não se empenhar na renegociação e, caso a reestruturação ocorra, participa-se dela já como um fato consumado.<sup>20</sup>

Anne Kruger, a quem normalmente se atribui a formulação de propostas institucionais para a reestruturação das dívidas soberanas no âmbito do FMI, já apontava nesta direção, ainda que reconhecesse a necessária complementação das CACs com outras iniciativas. Ao abordar as propostas de organização dos mecanismos de resolução da dívida, conferia o mesmo sentido ex ante acima indicado, qual seja, o de que credores individuais podem considerar em seu melhor interesse aguardar para, de duas, uma: caso a renegociação não ocorra, pode-se postular o pagamento nas condições originais de emissão do título; caso ela ocorra, obtém-se o pagamento nas condições estabelecidas sem haver incorrido em seus custos. Há, evidentemente,

---

<sup>20</sup> Renegotiation, Collective Action Clauses and Sovereign Debt Markets. **Journal of international economics**, vol. 67, n. 1, 2005, p. 50.

um problema de equidade entre os credores com o efeito carona, o qual traria dificuldades consideráveis para atingir soluções que recuperem a sustentabilidade da dívida.<sup>21</sup>

Estudos posteriores questionariam se, empiricamente, estes efeitos *ex ante* se observaram. Mencione-se, por exemplo, a pesquisa de Pitchford e Wright<sup>22</sup>, que identificou a persistência do efeito carona mesmo com a introdução das CACs. Sua observação é a de que, concretamente, o efeito carona dava-se de maneira distinta daquela preconizada por Kruger: os credores de uma dada categoria evitam incorrer nos custos de transação de iniciar a participação na negociação, transferindo-o para os que tomarem a iniciativa. Como não se sabe, a princípio, quem o fará, há uma razoável inércia para começar o processo. Assim, embora as CACs pareçam reduzir o comportamento estratégico de criar dificuldades intencionais para os acordos, não há suficientes evidências de que elas favoreçam soluções mais tempestivas. Ao contrário, o que o estudo mencionado oferece, como contribuição, é a afirmação de que em alguns casos este tempo até aumentou.

Não é o objetivo deste artigo, porém, analisar concretamente como se deu a prática de introdução das CACs, mas reconstruir racionalmente os seus fundamentos. As referências mencionadas parecem indicar que a adoção deste mecanismo escorou-se na ideia de que a falha *ex ante* do efeito carona poderia ser, senão adequadamente, ao menos em algum grau enfrentada por sua adoção. Em todo caso, as objeções levantadas ao problema do efeito carona não são o de que ele não existe, mas o de que sua natureza é mais complexa do que aquela originalmente aventada. Há suficientes razões, portanto, para reconhecer que o problema de coordenação na dívida pública se manifesta pela presença de *free rides* em etapas *ex ante* das renegociações da dívida pública.

## 2.2. A falha *ex post*: a questão dos credores resistentes (holdouts)

Esta multiplicidade fez nascer o problema dos holdouts, possivelmente o maior desafio de coordenação, resultado direto da maior intersecção entre as finanças públicas e os mercados de capitais a partir da década de 1970. Os chamados holdouts nada mais são do que a minoria

<sup>21</sup> **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring.** Washington, D.C., 26 nov. 2001, p. 7.

<sup>22</sup> Holdouts in sovereign debt restructuring: a theory of negotiation in a weak contractual environment. **Review of economic studies**, vol. 79, n. 2, abr. 2012, p. 812 - 837.

de credores resistentes à reestruturação de sua classe de títulos, e tornaram-se um problema presente quando se começou a observar que as operações de venda de títulos públicos nos mercados secundários acabavam por envolver papéis em default (distressed debt). Muitos investidores compravam esses títulos de elevado risco de recuperação como uma aposta em ações estratégicas posteriores que permitiriam a restituição integral. O sentido econômico da aquisição, por diversos fundos, destes títulos era justamente promover o litígio em torno dos valores a receber e, em última instância, chegar a um acordo com o ente soberano ou obter decisões judiciais determinando o pagamento de valores ao par.

Em 1996, um importante caso ilustrava a sistemática de atuação destes fundos: trata-se da disputa entre o Banco Central do Brasil e o CIBC Bank and Trust Company (Cayman). A família Dart, por intermédio do CIBC, adquiriu, com significativo deságio, títulos públicos brasileiros no mercado secundário, e recusou-se a participar do acordo de reescalonamento da dívida externa brasileira, que fez com que os títulos antigos fossem substituídos por novas obrigações com prazos de pagamentos bastante mais longos. A família Dart ingressou com ação na corte nova-iorquina, com o pedido do pagamento do valor das obrigações vencidas e a vencer segundo o regime anterior dos seus títulos. Em acordo firmado entre os Dart e o governo brasileiro, regularizaram-se os juros devidos e pagaram-se obrigações remanescentes com prazos mais vantajosos que o dos credores que haviam aceitado o reescalonamento promovido no contexto do Plano Brady, que fora a política continental guiada pelos Estados Unidos da América para possibilitar a renegociação das dívidas latino-americanas.<sup>23</sup> Após a "década perdida" da América Latina, o Plano Brady havia obtido algum sucesso em dinamizar os mercados de títulos públicos, daí o compromisso de atores políticos de ambos os hemisférios para assegurar seu sucesso, e seria preciso lidar com os riscos que pudessem desestabilizá-lo - entre esses riscos, aquele de índole jurídica que começava a se vislumbrar na ação dos Dart. Esta é, aliás, uma marca da composição do risco enfrentado nos mercados financeiros com a atomização das fontes de captação na dívida mobiliária: multiplicaram-se também as instâncias decisórias, o que favorece fatores de incerteza eminentemente institucionais, com o a evidenciar

---

<sup>23</sup> CERQUEIRA, César Aires. **Dívida externa brasileira**. 2a ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003, p. 93.

que as preocupações teóricas de anos antes sobre o desenho das regras de renegociação necessitava ser enfrentada como uma questão de efeitos práticos.<sup>24</sup>

Em resumo, portanto, o caso CIBC prenunciava a futura atuação dos holdouts, que consistia, em primeiro lugar, operar a compra de títulos de alto risco ou já em default para, posteriormente, postular sua restituição de acordo com o regime inicial de emissão, e não o regime colocado pela reestruturação. A prática agrava o impacto das renegociações sobre as finanças nacionais, mas também compromete a confiança interna entre os próprios credores, em que a perspectiva de ausência de isonomia na recuperação dos créditos pode implicar excesso de aversão aos riscos (e, portanto, falhas no funcionamento do mercado de crédito) e, na eventualidade de arestas financeiras, o significativo aumento dos custos em decorrência da incerteza da recuperação.

O caso brasileiro não se mostrou isolado, pois, alguns anos mais tarde, o extenso litígio internacional entre a Argentina e credores italianos mostraria a grande falha de coordenação entre soluções não concatenadas dos credores de determinada classe de títulos. Na ocasião, os acertos do governo argentino com seus credores externos em 2003 (alguns deles oficiais, como o FMI, e outros privados) permitiram descontos significativos no montante devido (haircuts), mas registraram-se diversas resistências à proposta. Em 2004, ofertou-se proposta final e aprovou-se a ley Cerrojo naquele país, que proibia novas ofertas. A conversão de alguns grupos de títulos da dívida mobiliária permitiu a agregação de número significativo, mas ainda não suficientemente grande, de credores à proposta, o que colocava o risco de resistência e litigiosidade. Em 2010, revogou-se a ley Cerrojo, que permitiu a adesão de mais de 90% dos credores à oferta de reestruturação. Esta ampla maioria não impediu que os fundos resistentes movessem ações em diferentes esferas de adjudicação, entre as quais o tribunal de investimentos do Banco Mundial, na qual se registou o célebre caso Abaclat contra a Argentina. Sob o argumento de proteção dos investimentos por acordo bilateral, a instância arbitral teve que se deparar com pedidos de restituição por grupos notavelmente minoritários, adquirentes de títulos no mercado secundário com significativo deságio. O litígio promovido por estes fundos, pejorativamente chamados de "abutres", pode produzir a concorrência entre a

---

<sup>24</sup> Para considerações críticas sobre as estratégias do Plano Brady e o otimismo em relação às CACs, cf. WEIDEMEIER, W.; GULATI, M. A people's history of Collective Action Clauses. *Virginia Journal of International Law*, vol. 54, s/n, 2014, p. 51-95.

adjudicação e a negociação como forma de solução da controvérsia, normalmente reduzindo o interesse por esta última.<sup>25</sup> Além disso, a presença de possíveis "abutres" entre as classes dos credores estimulava a desconfiança interna e o surgimento de obstáculos para a formação de maiores estáveis dentro das diferentes classes de títulos a serem negociados.<sup>26</sup>

Os problemas de coordenação *ex post* e as falhas *ex ante* somam-se, ainda, a incentivos políticos persistentes para o retardamento do default e das soluções ordenadas da dívida. Processos de reestruturação muito custosos fazem com que seu reconhecimento pelos agentes políticos seja tardio, que evitam ao máximo reconhecê-lo e, quando o fazem, já se passou do ponto em que a reestruturação poderia ser considerada eficiente. Guzmán, Ocampo e Stiglitz denominam o fenômeno de "aposta na ressurreição"<sup>27</sup>. Esta pode ser a estratégia ótima para agentes com interesse eleitoral no curto prazo, que são aqueles que, afinal, assumem o ônus político da declaração de default e optam por arcar com seus custos econômicos e sociais apenas se não houver outra saída (ou a proximidade de uma eleição). Mas o movimento não é isento de consequências. As demoras são ineficientes, podem tornar as recessões mais persistentes e, se houver suficiente integração econômica, contaminar outros mercados. Regras de reestruturação poderiam contribuir para criar eficiências *ex post*, pois aumentariam a velocidade da recuperação para níveis semelhantes àqueles que ocorreriam se não houvesse o retardamento da solução financeira.

A síntese, a este ponto, é de que as CACs foram concebidas como estratégia para conter os riscos de coordenação provenientes da ação dos holdouts e também evitar que agentes não empenhados nos esforços de renegociação acabassem por retardar processos de recuperação da sustentabilidade do endividamento, ainda assim se beneficiando de seu resultado. Ambas as falhas, tanto *ex ante* como *ex post*, foram enfrentadas por meio de distintas configurações das CACs, que têm sido desenhadas de maneira a reduzir as mencionadas perdas de eficiência da

<sup>25</sup> Uma exposição do caso se encontra em LOCHAGIN, Gabriel. **Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública**. São Paulo: Blucher, 2016, p. 177-195.

<sup>26</sup> Uma vasta recuperação da experiência internacional com os *holdouts*, com destaque para os casos argentino (2005) e grego (2012), encontra-se em FANG, C.; SCHUMACHER, J.; TREBESCH, C. Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs. **IMF Economic Review**, vol. 69, n. 1, mar. 2021, p. 155-196.

<sup>27</sup> GUZMÁN, Martín; OCAMPO, José Antonio; STIGLITZ, Joseph. Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works. In: GUZMÁN, Martín; OCAMPO, José Antonio; STIGLITZ, Joseph. **Too little, too late: the quest to resolve sovereign debt crisis**. New York: Columbia University Press, 2016. p. 3.

reestruturação. A partir da análise dos modelos atualmente existentes será possível confirmar estas funcionalidades e, simultaneamente, apontar para os desafios de sua adoção.

### 3 A ESTRUTURA DAS CACS NA EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL

O ano de 2003 marca o início de adoção das CACs tanto nos Estados Unidos (cujo Tesouro determinou sua inclusão nos títulos emitidos sob a lei do Estado de Nova York) e na União Europeia (cujos membros decidiram por sua inclusão na dívida mobiliária externa). As CACs surgiram, então, como uma experiência global, no caso dos Estados Unidos, pois qualquer emissão feita sob a lei de Nova York passaria albergá-las, e regional, restrita à zona do euro, no exemplo europeu. A experiência europeia, entretanto, contou com avanços menores que a estadunidense devido a dois fatores principais: em primeiro lugar, a adoção pelos países-membros foi desigual, pois não havia caráter cogente na adoção comunitária do mecanismo de ação coletiva, e, em segundo lugar, os papéis emitidos pelo próprio Banco Central Europeu (que contavam com as CACs), são minoritários em relação aos títulos nacionais dos Estados membros.

Os tipos de CACs foram determinados por sua funcionalidade, como se pode depreender a partir da experiência internacional. Dito de outra forma, pode-se verificar a existência de uma relação direta entre o modelo jurídico de organização das cláusulas supermajoritárias nos títulos públicos e os problemas econômicos que procuraram resolver. É por esta razão que se pode falar em uma categorização funcional das cláusulas de ação coletiva.

As CACs manifestam-se, na experiência atual, como de dois tipos: two-limb e one-limb. O histórico da União Europeia nesta matéria evidencia como a transição de um modelo para outro obedece a uma preocupação predominantemente funcional. Ou seja, o desenvolvimento dos modelos deu-se de forma a corrigir ineficiências de coordenação.

O que diferencia ambos os modelos é a exigência de participação de um ou mais grupos na decisão final de reestruturação. O mecanismo de agregação se dá, portanto, ou em dois grupos (two-limb) ou em apenas um grupo (one-limb). Uma vez cumpridas as maiorias requisitadas, forma-se o consenso vinculante para a reestruturação da série de títulos públicos almejada.

Esta não é, no entanto, apenas uma preocupação procedimental. Há profundas implicações funcionais a depender de cada estrutura de formação da decisão.

Em detalhes, tem-se o seguinte. A CAC two-limb é a manifestação originária das recomendações do Comitê Econômico e Financeiro (European and Financial Committee) da União Europeia, depois acolhida com caráter obrigatório no artigo 12(3) do Mecanismo Europeu de Estabilidade (European Stability Mechanism). Este foi o chamado modelo “euro-CAC 2012”, que tinha a estrutura de votação two-limb, o que significa dizer que o apoio supramajoritário dos credores à operação de reestruturação deveria ser verificado em dois grupos. Primeiro, em cada série específica de título público (series-by-series vote), com requisito de concordância de ao menos 66% do principal ainda não negociado, ou outstanding principal); depois, entre o conjunto de todas as séries sujeitas a reestruturação, com requisito mínimo de 75% do outstanding principal. O primeiro modelo baseava-se, portanto, no voto dual para manifestação da agregação, com exigências de maiorias qualificadas tanto no plano agregado como no plano individual de cada série de título público.<sup>28</sup> Os percentuais acima mencionados foram aqueles observados no caso europeu, mas poderiam variar de país a país. De toda a forma, a votação dual se organiza nestas duas camadas de votação: o acordo de série a série e o acordo conjunto.

O problema desta estrutura de votação é que ela não resolve completamente o problema de ação coletiva, particularmente o dos holdouts, que eram a questão mais evidente a ser enfrentada a partir da experiência argentina com os fundos abutres e do risco de que problemas semelhantes pudessem ocorrer na União Europeia. Isto porque as CACs são vinculantes apenas para os credores da série singular de títulos que as contém, mas os países não se endividam apenas com uma série de títulos. As emissões são de séries múltiplas, e isto faz com que ressurgir a potencial falha de coordenação: se os holdouts acumularem quantidade suficiente de determinadas emissões, eles poderiam, no plano individual (série a série), adquirir poder de controle e bloquear a reestruturação, ainda que não tivessem maioria suficiente dentro das emissões como um todo. Isto, evidentemente, em razão da exigência de consentimento de maiorias dentro de cada série emitida. É certo que as operações de reestruturação nas quais os credores resistentes não tivessem interesse em atuar com poder de bloqueio poderiam prosseguir, mas se evidenciava que o modelo two-limb não seria capaz de corrigir as ineficiências da descoordenação. A falha da ação coletiva permaneceria sempre em algum grau.

<sup>28</sup> Como explicado em DELIVORIAS, Angelos. Single-limb Collective Action Clauses: a short introduction. **Briefing**, European Parliament Research Service, jul. 2019, p. 4.

Como resultado desta discussão, em 2014 um relatório do FMI trouxe novas contribuições e expôs uma crítica que já se encontrava em circulação contra o modelo dual de votação da reestruturação. Neste relatório, apontou-se que havia um forte consenso de que o voto série-a-série se apresentava como desnecessário e que, em substituição a ele, a agregação no plano individual (single-limb) poderia enfrentar mais adequadamente o problema de ação coletiva.<sup>29</sup>

De acordo com a CAC single-limb, a maioria seria calculada apenas no maior nível de agregação. Assim, em uma reestruturação de múltiplas séries o credor eventualmente interessado em se comportar como holdout não conseguiria simplesmente comprar uma quantidade razoável de títulos em uma das séries e, com isto, adquirir poder de paralisar a renegociação sobre todas as outras (como o modelo two-limb permitiria). O voto série a série se tornaria desnecessário e, com apenas uma camada de votação, este poder de controle do credor resistente seria eliminado.

Se a mudança de modelo teria estas vantagens, por que a dificuldade em introduzi-la? Porque o modelo single-limb tem implicações sobre a equidade entre os credores. Nem todas as emissões, afinal, têm o mesmo tamanho, e uma série inteira poderia ser ver vinculada a decisões de reestruturações tomadas por credores de séries maiores sem que o interesse de suas maiorias específicas pudesse ser verificado.<sup>30</sup>

Este sempre foi o maior problema verificado com os participantes das discussões promovidas pelo FMI sobre o tema.<sup>31</sup> O risco era o de que ocorresse com a dívida pública o mesmo que ocorre com o desenho de distritos eleitorais em muitas jurisdições: seus contornos poderiam ser manipulados de maneira a definir a região de votação onde já se sabe que a desejada maioria se encontra. O que se conhece, em ciência política, como gerrymandering.<sup>32</sup>

<sup>29</sup> FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. **IMF Policy Paper**, out. 2014, p. 20.

<sup>30</sup> Vejam-se estas preocupações, por exemplo, em BROOKS, S. *et al.* Identifying and resolving inter-creditor and debtor-creditor equity issues in sovereign debt restructuring. **Policy Brief**, Center for International Governance and Innovation (CIGI), n. 53, jan. 2015.

<sup>31</sup> Como relatado, novamente, em FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. **IMF Policy Paper**, out. 2014, p. 20.

<sup>32</sup> Karl Rove, conselheiro político de George W. Bush, proferiu a célebre frase de que “aquele que controle o desenho dos distritos eleitorais pode controlar o Congresso” (‘Gerrymandering’: o polêmico método que decide o vencedor das eleições nos EUA. **El País**, 08.11.2016, disponível em: [https://brasil.elpais.com/brasil/2016/11/02/internacional/1478100974\\_265695.html](https://brasil.elpais.com/brasil/2016/11/02/internacional/1478100974_265695.html)).



Grupos de credores de emissões mais amplas poderiam se articular para formar maiorias que sujeitassem a totalidade de emissões de menor dimensão e, desta maneira, assumir o controle do processo de renegociação. O problema, aqui, não é de ação coletiva, pois não se trata de conter o poder de controle de credores francamente minoritários e cuja ação estratégica é impedir a reestruturação para obter ganhos exclusivamente ganhos individuais, em detrimento da solução mais eficiente de renegociação. Ao contrário, com a CAC single-limb mesmo credores majoritários em suas respectivas séries se sujeitariam a soluções contrárias a seus interesses por um artifício de articulação entre outros grupos que poderiam, com facilidade, ignorar as preferências e o voto de determinadas séries. O receio, ainda, era de que esta conspiração contra interesses de determinadas classes pudesse vir também do devedor, que teria condições de favorecer determinados grupos por meio de composições de interesses com os participantes desta grande cesta de credores.<sup>33</sup>

Por esta razão, os padrões traçados pela International Capital Markets Association (ICMA) propõem o modelo single-limb, que permite maior agregação, com alguma contraposição ao risco de quebra da equidade entre os credores. O remédio encontrado para este problema foi a previsão de que, nos casos em que estivesse presente o procedimento de votação single-limb, ele apenas poderia ser aplicado se oferecesse a todos os credores afetados os mesmos instrumentos. Trata-se do requisito da aplicação uniforme, previsto no item "c.i" das cláusulas-modelo da ICMA.<sup>34</sup> E os próprios standards desta associação definem, em resumo, o que se considera por aplicação uniforme: a) que todos os detentores dos títulos das séries afetadas sejam convidados para a troca, conversão ou substituição dos seus papéis nas mesmas condições, e b) que as emendas propostas aos termos e condições de cada série afetada resultem em provisões idênticas. Nestes casos em que há a aplicação da votação agregada, a reestruturação se torna vinculante com o percentual mínimo de consentimento de 75% do

<sup>33</sup> WEIDEMEIER, Mark; GULATI, Mitu. Interpreting Argentina's "Uniformly Applicable" Provision and Other Boilerplate. **Credit slips**: a discussion on credit, finance and bankruptcy, 6 de nov. 2019. Disponível em: <https://www.creditslips.org/creditslips/2019/11/interpreting-argentinan-uniformly-applicable-provision-and-other-boilerplate.html>. Acesso em: 02/02/2023.

<sup>34</sup> "In relation to a proposal that includes a Reserved Matter, any modification to the terms and conditions of, or any action with respect to, two or more series of Debt Securities Capable of Aggregation may be made or taken if approved by a Multiple Series Single Limb Extraordinary Resolution or by a Multiple Series Single Limb Written Resolution as set out below, provided that the **Uniformly Applicable** condition is satisfied." ICMA. **Standard aggregated collective action clauses (CACs) for the terms and conditions of sovereign notes governed by English Law**, ago. 2014. Grifei.

principal a ser reestruturado - percentual que segue, no mais, o que se tem feito nas CACs emitidas sob a lei nova-iorquina.

Como já foi observado em discussões do FMI, a aplicação uniforme concebida nas cláusulas-modelo da ICMA garante uma equidade de direitos, mas não uma equivalência de resultados econômicos para todos os credores. Todos os credores receberão os mesmos instrumentos, mas a sua aplicação uniforme terá resultados evidentemente distintos - por exemplo, se for acertada reestruturação a determinada taxas de juros, seu impacto será diferente sobre o valor líquido de diferentes séries de títulos que continham previsões diferentes, entre si, da taxa aplicável. No entanto, o objetivo da regra da aplicação uniforme não é assegurar os mesmos ganhos líquidos a todos os credores. Uma observação mais aguda, no entanto, revela que esta paridade econômica de resultados não é um objetivo tradicional dos credores em renegociação. Mesmo antes da adoção das CACs, credores participavam de renegociações que, no período pós-default, anulavam as diferenças econômicas entre os credores no período pré-default. Assim, muitas reestruturações envolveram níveis períodos de maturidade. Títulos de prazo mais longo e de prazo mais curto foram inúmeras vezes reestruturados com a previsão de prazo idêntico para ambos, normalmente com a aceleração de pagamentos promovida pelo Estado devedor. Ante o risco de inadimplemento, tradicionalmente os credores podem aceitar estas condições, com variáveis graus de perdas entre as séries de títulos públicos que esta decisão implica. Neste sentido, a aplicação uniforme não tem o condão de assegurar vantagens líquidas idênticas a todos. Trata-se, antes, de assegurar regras do jogo uniformes e previamente conhecidas: os instrumentos obtidos pela maioria serão compartilhados por todos, evitando-se o tratamento discriminatório.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este artigo procurou reconstruir o sentido funcional das CACs a partir das contribuições da Análise Econômica do Direito, evidenciando como suas as contribuições mais gerais contribuem para o desenho institucional dos modelos atualmente vigentes, bem como para a compreensão de algumas de suas tendências. Neste sentido, as contribuições de uma reconstrução racional do sentido econômico dos institutos jurídicos foi, no primeiro item do

trabalho, capaz de demonstrar que há uma trajetória comum entre o arranjo institucional das renegociações da dívida pública e as bases econômicas das regras falimentares.

A aplicação da Análise Econômica do Direito às CACs, de maneira particular, e à reestruturação da dívida pública, de maneira geral, mostra-se frutífera para deixar mais claras as lacunas contratuais relevantes que justificam a introdução de normas falimentares. Caso houvesse completude de informações, os eventos de insolvência poderiam ser mais facilmente resolvidos de forma espontânea, dado o pleno conhecimento dos fatos econômicos próprios e alheios. Na presença de assimetrias informações, a incompletude dos contratos leva ao incremento dos custos de transação e à necessidade da presença de regras que mitiguem os três problemas expostos no primeiro item deste trabalho: o da seleção, o da ação coletiva (particularmente importante para conferir sentido jurídico ao princípio da igualdade dos credores) e o do recomeço. A organização do acesso ao capital devedor, a redução da aversão ao risco e a continuidade das funções produtivas do capital são as consequências mais importantes da institucionalização dos regimes falimentares.

As consequências específicas destas deficiências institucionais foram colocadas no item dois, que permitiu apresentar um diagnóstico das falhas ex ante e ex post nas reestruturações internacionais da dívida pública. Se o sistema internacional carece de normatividade e os problemas gerais de um cenário falimentar “sem regras” já poderiam ser deduzidos a partir destas características, viu-se também que há manifestações específicas do problema: o “efeito carona” na distribuição dos custos da renegociação e a questão dos holdouts. As deficiências de institucionalizado levam, em síntese e em primeiro lugar, a situações de ineficiência nas quais as soluções de resolução do débito são retardadas, comprometendo a retomada da trajetória de sustentabilidade da dívida. Em segundo lugar, conduzem também ao comportamento estratégico dos holdouts, que, conscientemente, procurar obter vantagens individuais na renegociação, em detrimento da posição coletiva do grupo de credores, o que acentua o problema da escassez dos recursos disponíveis.

Este artigo também possibilitou a verificação de uma relação direta entre o modelo jurídico concreto de organização das cláusulas supermajoritárias nos títulos públicos e os problemas econômicos que procuraram resolver. Propôs a recuperação da categorização funcional das CACs tendo em vista seu objetivo de supressão de lacunas contratuais relevantes para a reestruturação ordenada. Em primeiro lugar, as CACs two-limb (tal como a euro-CAC

2012) apresentaram-se como uma das primeiras opções adotadas para formar decisões supermajoritárias com o consentimento tanto dos credores da série quando dos credores agregados, mas sem eliminar completamente o risco da ação estratégia dos holdouts. Sem, portanto, assegurar plenamente a funcionalidade do princípio da igualdade entre os credores. O modelo single-limb, por sua vez, tal como proposto pela ICMA, conferiria mais organização às insolvências soberanas, com medidas de prevenção contra holdouts e as eficiências daí decorrentes. As dificuldades observadas, entretanto, são justamente as garantias da igualdade dos credores, que a cláusula-modelo da ICMA procura atingir por meio do princípio da aplicação uniforme. O acompanhamento da aplicação prática deste arranjo normativo poderá ser feito a partir da verificação de sua aplicação prática, ao longo dos próximos anos.

## REFERÊNCIAS

BANCO MUNDIAL. *Abaclat and Others v. the Argentine Republic*, ICSID, **Case n.º ARB/07/5**, Decision on Jurisdiction and Admissibility, 4 de ago. de 2011.

BROOKS, S. et al. Identifying and resolving inter-creditor and debtor-creditor equity issues in sovereign debt restructuring. **Policy Brief**, Center for International Governance and Innovation (CIGI), n. 53, jan. 2015.

CERQUEIRA, César Aires. **Dívida externa brasileira**. 2a ed. Brasília: Banco Central do Brasil, 2003.

COHEN, Daniel. **Private lending to sovereign states: a theoretical autopsy**. Cambridge: the MIT Press, 1991.

CHUNG, Kay; PAPAIOANNOU, Michael. Do enhanced Collective Action Clauses affect sovereign borrowing costs?. **IMF Working Paper WP/20/162**, ago. 2020.

DELIVORIAS, Angelos. Single-limb Collective Action Clauses: a short introduction. **Briefing**, European Parliament Research Service, jul. 2019.

EICHENGREEN, Barry *et al.* Public debt through ages, **IMF Working Paper WP/19/006**, jan. 2019.

FANG, C.; SCHUMACHER, J.; TREBESCH, C. Restructuring Sovereign Bonds: Holdouts, Haircuts and the Effectiveness of CACs. **IMF Economic Review**, vol. 69, n. 1, mar. 2021, p. 155-196.

FISCHER-LESCANO, Andreas; TEUBNER, Gunther. **Regime-Kollisionen: zur Fragmentierung des globalen Rechts**. Frankfurt a.M.: Suhrkamp, 2006.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. Strengthening the contractual framework to address collective action problems in sovereign debt restructuring. **IMF Policy Paper**, out. 2014.

GUZMÁN, Martín; OCAMPO, José Antonio; STIGLITZ, Joseph. Creating a Framework for Sovereign Debt Restructuring that Works. In: GUZMÁN, Martín; OCAMPO, José Antonio; STIGLITZ, Joseph. **Too little, too late: the quest to resolve sovereign debt crisis**. New York: Columbia University Press, 2016.

HORNBECK, J. F. The Financial Crisis in Argentina. **CRS Report for Congress RS21072**, Washington, D.C.: Congressional Research Service, 2003.

ICMA. **Standard aggregated collective action clauses (CACs) for the terms and conditions of sovereign notes governed by English Law**, ago. 2014.

KRUEGER, A. **International Financial Architecture for 2002: a New Approach to Sovereign Debt Restructuring**. Washington, D.C., 26 nov. 2001.

LOCHAGIN, Gabriel. **Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública**. São Paulo: Blucher, 2017.

LOCHAGIN, Gabriel. **Lições latino-americanas para um mundo em crise: apontamentos para a governança internacional da dívida pública**. In: LAGOS, Ricardo (Coord.) *A América Latina no mundo: desenvolvimento regional e governança internacional*. São Paulo: Edusp, 2013.

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

OHLIN, Göran. Debts, development and default. In: HELLEINER, G. K. **A world divided: the less developed countries in the international economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 1976, p. 207-224.

PANIZZA, Ugo; STURZENEGGER, Federico; ZETTELMEYER, Jeromin. The economics and law of sovereign debt default. **Journal of Economic Literature**, vol. 47, n. 3, 2009, p. 651-698.

PITCHFORD, R.; WRIGHT, M. Holdouts in sovereign debt restructuring: a theory of negotiation in a weak contractual environment. **Review of economic studies**, vol. 79, n. 2, abr. 2012, p. 812-837.

RASMUSSEN, Robert; SKEEL, David A. The economic analysis of corporate bankruptcy law. **American Bankruptcy Institute Law Review**, vol. 85, n. 3, 1995.

ROGOFF, Kenneth; ZETTELMEYER, Jeromin. Bankruptcy procedure for sovereigns: a history of ideas, 1976-200, **IMF Working Paper WP/02/133**, ago. 2002.

SACHS, Jeffrey. Resolving the Debt Crisis of Low-Income Countries. **Brookings Papers on Economic Activity**, n. 1, 2002.

SCHMIDT, Reinhard. **Oekonomische Analyse des Insolvenzrechts**. Wiesbaden: Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 1980.

STIGLITZ, Joseph. Bankruptcy laws: basic economic principles. *In*: CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; MODY, Ashoka. **Resolution of financial distress: an international perspective on the design of bankruptcy laws**. Washington, D.C.: The World Bank, 2001, p. 1-22.

STURZENEGGER, Federico; ZETTELMEYER, Jeromin. **Debt defaults and lessons from a decade of crisis**. Cambridge: the MIT Press, 2006.

TOMZ, Michael. **Reputation and international cooperation**: sovereign debt across three centuries. Princeton: Princeton University Press, 2007.

WAIBEL, Michael. **Sovereign defaults before international courts and tribunals**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

WEIDEMEIER, W.; GULATI, M. A people's history of Collective Action Clauses. **Virginia Journal of International Law**, vol. 54, s/n, 2014, p. 51-95.

WEIDEMEIER, M.; GULATI, M. Interpreting Argentina's "Uniformly Applicable" Provision and Other Boilerplate. **Credit slips**: a discussion on credit, finance and bankruptcy, 6 de nov. 2019. Disponível em: <https://www.creditslips.org/creditslips/2019/11/interpreting-argentinass-uniformly-applicable-provision-and-other-boilerplate.html> Acesso em: 02/02/2023.

WEINSCHELBAUM, F.; WYNE, J. Renegotiation, Collective Action Clauses and Sovereign Debt Markets. **Journal of international economics**, vol. 67, n. 1, 2005, p. 47-72.