UNIVERSIDADE DE COIMBRA

FACULDADE DE DIREITO

2º CICLO DE ESTUDOS EM DIREITO

Os "Abutres" e os "Soberanos"

O surgimento e o papel dos fundos "abutres" no âmbito das dívidas soberanas

Guilherme Berger Schmitt

Dissertação apresentada no âmbito do

2.º Ciclo de Estudos em Direito da Faculdade de

Direito da Universidade de Coimbra.

Área de Especialização: Ciências Jurídico-Políticas

Menção: Direito Internacional Público e Europeu

Orientador: Prof. Dr. Jónatas E. M. Machado

Coimbra

2014

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha família. Aos meus pais, Carlos Alberto e Leoni, pois, certamente, tive a minha curiosidade pelo saber desperta durante a observação aos seus árduos anos de estudos. Agradeço, igualmente, porque foram as suas realizações que auxiliaram a compreensão de que as minhas próprias ambições eram possíveis. Pelo apoio incondicional, pela paciência, por acreditarem em minha capacidade e, mais importante, por me fazerem acreditar nela. À minha irmã, pela amizade, pelo seu amor e por todos os momentos de alegria que partilhamos.

À Thuane, namorada e amiga, pelo incondicional apoio a mim dedicado. Pelas inúmeras madrugadas de vigília, nas quais me acompanhava e incentivava. Igualmente, pela compreensão naquelas noites em que mal conversávamos, pois os prazos não permitiam. Agradeço, ainda, pelo incentivo nos momentos em que não encontrava forças para estudar. Acima de tudo, agradeço pelo nosso amor.

Ao Professor Doutor Jónatas Machado, agradeço, primeiramente, pelo privilégio que tive em participar das suas aulas, ministradas no decorrer do período letivo. Agradeço, especialmente, por toda a sua dedicação e conhecimento compartilhados durante o período de orientação, assim como pelos esclarecimentos e fundamentais comentários nos momentos mais vitais desta pesquisa. Sua experiência e sabedoria foram essenciais à finalização desta longa etapa.

Por fim, faz-se necessário o reconhecimento de que não é possível atribuir a produção de um trabalho desta magnitude, ou seja, de uma dissertação de mestrado, somente ao autor do texto. Não há dúvida alguma de que esta pesquisa é fruto da colaboração de diversas pessoas, mesmo que, em alguns casos, esta colaboração tenha se dado de maneira indireta. Assim, agradeço, enfim, aos colegas, professores, e a todos aqueles que de alguma forma contribuíram ao desenvolvimento deste trabalho.

RESUMO

A presente dissertação visou investigar o papel dos fundos “abutres” no cenário internacional, nomeadamente no âmbito das dívidas soberanas. Para tal, estudou-se o contexto do aparecimento dos fundos “abutres” no cenário internacional. Este trabalho sugere a hipótese de que o ingresso destes fundos no âmbito das dívidas soberanas resultou diretamente dos “incentivos” jurídico-econômicos presentes, à época, no âmbito internacional. Deste modo, a análise de importantes marcos econômicos e jurídicos, assim como a análise da crise latino-americana da década de 80 e da paulatina erosão do instituto das imunidades jurisdicionais do Estado, fazem-se presentes nesta pesquisa. Este estudo busca colaborar à caracterização destes “novos” atores internacionais, apresentando uma detalhada explanação sobre o que são os fundos “abutres”, como surgiram, o seu *modus operandi* e, por fim, sobre os seus principais objetivos. Para tanto, foram realizadas análises de alguns casos de Estados soberanos que se declararam incapazes de pagar as suas dívidas, considerando as consequências políticas, econômicas e jurídicas advindas destas decisões. A análise destes objetivos indica que os fundos “abutres” podem ter, com algumas ressalvas, um papel positivo no âmbito das dívidas soberanas. Ademais, as conclusões deste trabalho sugerem a necessidade de futuros estudos para melhor compreender o intrincado papel dos fundos “abutres” no cenário internacional como um todo, pois a importância dos indícios da proliferação global destes fundos pode estender-se além do âmbito das dívidas soberanas.

Palavras-chave: Fundos Abutres. Dívida Soberana. Reestruturação da Dívida Soberana. Imunidade Jurisdicional do Estado.

ABSTRACT

The purpose of the present master thesis was to investigate the role of vulture funds in the modern international relations, particularly in the context of sovereign debts. This was performed by studying the judicial and economical context of the appearance of vulture funds in the international scenario. This study suggests that the international emergence of these funds occurred as a direct result of the legal-economic "incentives" established at the time. Hence, the analysis of economic and legal landmarks, such as the Latin American sovereign debt crisis of the 80s, and the gradual erosion of the jurisdictional immunities of foreign States, are present in this research. This study seeks to collaborate to the characterization of these “new” international actors, by presenting a detailed explanation about the vulture funds, their appearance, *modus operandi* and, finally, their main objectives. To that end, specific cases of sovereign defaults were analyzed, considering the political, economic and legal consequences of these decisions. The analysis of these objectives indicate that the vulture funds could have, with some exceptions, a positive role in the context of sovereign debts. Furthermore, the findings suggest the need of future research to better understand the intricate role of the vulture funds in the international scenario, considering that the importance of their global proliferation may extend beyond the scope of the sovereign debts.

Keywords: Vulture Funds. Sovereign Debt. Sovereign Debt Restructuring. State Immunity.

RÉSUMÉ

Le but du présent dissertation a été celui de déterminer le rôle des fonds vautours sur la scène internationale, notamment dans le contexte des dettes souveraines. Pour l'atteindre, le processus de l'apparition des fonds vautours sur le monde financier international a été étudié. Cette étude formule l'hypothèse que des incitations juridiques et économiques existant à l'époque sur la scène internationale sont les responsables directs de l'émergence de ces fonds dans le domaine des dettes souveraines. En conséquence, d'importants cadres économiques et juridiques, la crise latino-américaine des années 80 et l'érosion progressive des immunités juridictionnelles de l'État font l'objet d'analyse tout au long de ce travail. Cette étude cherche à collaborer à la caractérisation de ces nouveaux acteurs internationaux, en présentant une explication détaillée sur les fonds vautours, comment ils ont vu le jour, leur *modus operandi* et finalement leurs objectifs principaux. À cette fin ont été faites des analyses de certains cas d'États souverains qui se sont déclarés incapables de payer leurs dettes, compte tenu des conséquences politiques, économiques et juridiques qui en découlent. L'analyse de ces objectifs indique que les fonds vautours peuvent avoir, sous quelques réserves, un rôle positif dans le contexte des dettes souveraines. En outre, les conclusions de ce mémoire suggèrent le besoin d'études futures afin de mieux comprendre toute la complexité de la présence des fonds vautours sur la scène internationale, puisque l'importance des indices de sa prolifération mondiale peut s'etendre au delà du domaine des dettes souveraines.

Mots-clés: Fonds Vautours. Dette Souveraine. Restructuration de la Dette Souveraine. Immunité Juridictionnelle de l'état.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AAF	Acordo da Agência Fiscal
APFD	Acordo Plurianual de Facilidade de Depósito
CAC	Cláusula de Ação Coletiva
CCB	Comitê Consultivo Bancário
FMI	Fundo Monetário Internacional
FSIA	*Foreign Sovereign Immunities Act*
HIPC	*Heavily Indebted Poor Countries*
ONG	Organização Não Governamental
OPEP	Organização dos Países Exportadores de Petróleo

ÍNDICE

Introdução **1**

Os "abutres" **7**

I. Os fundos "abutres" 9
II. As particularidades dos fundos "abutres" 10
1. Os fundos de *hedge* 10
2. A alcunha dos "abutres" 12
3. O mercado das dívidas soberanas 14
4. Os "abutres" como *hold-out* creditors 15
III. A recepção dos fundos "abutres" pela comunidade internacional 16
IV. A essência dos "abutres": brevíssimas conclusões 19

O ninho dos "abutres": as dívidas soberanas **21**

I. As Dívidas Soberanas 21
II. A crise latino-americana de 1980: rumo ao sistema lucrativo "abutres" 23
1. Um negócio mutuamente atrativo 24
2. O término das relações favoráveis: a grande crise de 80 26
3. Em busca de soluções: a harmonização político-econômica 30
3.a. A alternativa bancária: o surgimento do mercado secundário 30
3.b. Alternativas políticas: o "plano Baker" e a "titularização" das dívidas 33
3.c. A harmonização dos planos: a expansão do mercado secundário 35
III. Soluções passadas, problemas futuros: brevíssimas conclusões 36

O Direito e a "cultura" dos "abutres" **39**

I. As imunidades jurisdicionais do Estado 40
1. Noções básicas 42
2. Aplicações passadas: a doutrina absoluta 44
3. A doutrina atualmente: o emprego qualificado ou relativo 47
3.a. Os atos *iure imperium*, *iure gestionis* e as demais exceções à regra das imunidades 49
4. A transposição da doutrina consuetudinária: as legislações internas 52
5. As imunidades jurisdicionais e os "abutres" 53
II. Defesas Alternativas: a Cortesia Internacional, a Teoria do Ato do Estado e as normas *anti-champerty* 56
1. A doutrina do Ato do Estado 56
2. A cortesia internacional 59
3. A doutrina *Champerty* 62
III. "Incentivos" jurídicos à "cultura" dos "abutres": breves conclusões 65

A cultura dos "abutres": a cobrança das dívidas soberanas **67**

I. A cobrança das dívidas soberanas 68
1. As "supersanções" 68

2. O modelo atual 70
II. A criatividade dos "abutres" 73
1. CIBC *Bank and Trust Co. LTD* v. Banco Central do Brasil 74
1.a. *Hold-out creditors* em favor do Brasil 76
1.b. A lucratividade dos "abutres" 77
2. Elliot Associates L.P v. Banco de La Nacion 78
2.a. A estratégia de "caça" dos "abutres" 80
3. NML Capital Ltd. v. Republic of Argentina 82
3.a. A reinterpretação da cláusula *pari passu* 83
III. A repercussão das estratégias dos "abutres": breves conclusões 84

O papel dos fundos "abutres" no âmbito das dívidas soberanas 86

I. A reestruturação das dívidas soberanas 89
1. Danos à reestruturação das dívidas soberanas 91
II. O papel dos "abutres" na reestruturação e no âmbito das dívidas soberanas 92
1. Reguladores do mercado 93
2. A sua presença como fator de controle às moratórias oportunistas 93
3. Agentes em prol da transparência estatal 95
III. Protagonistas no cenário das dívidas soberanas ou coadjuvantes de uma "trama" maior: Breves conclusões 98

Conclusões 102

Referências 106

INTRODUÇÃO

A fim de comprar máquinas agrárias, em 1979, a República da Zâmbia requisitou um empréstimo interestatal de 15 milhões de dólares junto à Romênia.[1] Não obstante a natureza daquela relação, é possível afirmar que o governo da Zâmbia anteviu que o empréstimo tomado resultaria em uma dívida superior ao valor acordado inicialmente, isto é, previu que o débito poderia aumentar devido à aplicabilidade dos juros contratuais. Parece improvável, porém, que o governo zambiano pudesse imaginar, na época, que aquela dívida interestatal embasaria, quase trinta anos depois, a reivindicação judicial de um débito superior a 55 milhões de dólares.[2]

O governo da Zâmbia tampouco poderia antever, sem dúvida, que aquela pretensão judicial partiria de um fundo privado com sede nas Ilhas Virgens Britânicas e, muito menos, que a pretensão concretizar-se-ia sob a jurisdição de um Estado estrangeiro.[3] Certamente, em situações similares, ficaram igualmente atônitos os governantes dos diversos outros Estados soberanos que sofreram com estas inesperadas investidas.[4]

---

[1] Cfr. GOREN, Jonathan. "State-to-State Debts: Sovereign Immunity and the 'Vulture' Hunt", *The George Washington International Law Review*, vol. 41 (2010), p. 681.

[2] Para ser mais exato, é importante salientar que a pretensão judicial do fundo *Donegal International*, parte autora do caso em tela, embasou-se, na verdade, em um acordo extrajudicial previamente realizado entre as partes envolvidas no litígio. O acordo em questão afirmava o reconhecimento da transferência do débito zambiano, antes pertencente à Romênia, ao fundo de investimento privado. O acordo abordava, igualmente, o método e o cronograma da realização dos novos pagamentos ao fundo de investimento. Cfr. Donegal International LTD v. Republic of Zambia, (2007), §§ 1º, 2º, 6º.

[3] Conquanto o direito de cobrança dos autores tenha sido reconhecido, o processo judicial não teve o desfecho por eles esperado, pois embora tenham requerido 55 milhões de dólares, a Corte responsável pelo caso acabou por conceder, em audiência realizada em Abril de 2007, "somente" 15,5 milhões ao fundo de investimento. Vejam-se "Zambia pays 'vulture fund' $15m". *BBC News* (2007); AREWA, Olufunmilayo B. "Vultures, Hyenas, and African Debt: Private Equity and Zambia", *Northwestern Journal of International Law & Business*, vol. 29, nº 3 (2009), p. 646; BEATTI, Alan. "'Vulture fund' in Zambia debt case gain". *Financial Times* (2007).

[4] A lista de Estados que sofreram com investidas judiciais de fundos privados, conforme ver-se-á a seguir, é grande. Podemos listar, não exaustivamente, países como: Argentina, Brasil, Peru, Zâmbia, Equador, Congo, Libéria e diversos outros. Cfr. SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik. "Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010", *Social Science Research Network - SSRN*, (2013), pp. 37-38.

Isto porque - como soberanos e protagonistas do direito das gentes[5] - os Estados sempre gozaram de amplos privilégios e imunidades perante outros membros da comunidade internacional. Estas imunidades, por exemplo, que são intrínsecas à sua natureza, por muito tempo escudaram os Estados nas suas relações. É difícil imaginar, pois, que os governantes estatais, e até mesmo os autores jusinternacionalistas clássicos, pudessem algum dia admitir um cenário no qual uma entidade privada tivesse poderes, não só para "enfrentar" judicialmente, mas, também, para manter - abertamente e por meio da ordem legal de uma jurisdição estrangeira – um Estado soberano sob as suas "garras".[6] Hoje, porém, a situação é diferente.

Atualmente não é possível negar a forte influência que os atores privados exercem no cenário internacional, inclusive sobre os Estados soberanos.[7] A sua presença (ou influência), contudo, é melhor percebida no âmbito econômico internacional, pois a diluição das fronteiras estatais, claramente acelerada pela globalização, revelou a forte interdependência estabelecida entre os atores internacionais.[8] A influência e a presença destes atores privados no âmbito global, porém, podem ser problemáticas quando os seus objetivos particulares sobrepõem o objetivo principal dos Estados e, por conseguinte, da comunidade internacional. Em um paradigma internacional que visa a proteção e a internacionalização dos direitos dos indivíduos, os interesses particulares destas entidades privadas não deveriam sobrepujar o respeito à dignidade da pessoa humana e a garantia à

---

[5] Embora dividam os holofotes com outros sujeitos de emergente importância, se não maior, pois muito se fala a respeito da superação do modelo estatal de Vestefália e do crescente reconhecimento dos indivíduos como sujeitos primários de direito internacional, os Estados ainda podem ser considerados - como grande parte da doutrina assim o faz - como a espinha dorsal da comunidade internacional. Vejam-se, sobre o assunto, *inter alia*, MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes. *Direito Internacional: do paradigma clássico ao pós-11 de setembro*. 2ª ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, pp. 213-215; ALMEIDA, Francisco Ferreira de. *Direito Internacional Público.* 2ª ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2003, pp. 200-201; CASSESE, Antonio. *International law in a divided world.* Oxford: Clarendon Press, 1986, pp. 74-77; SHAW, Malcolm N. *International law.* 6ª ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008, p. 197 e ss; BRITO, Wladmir. *Direito Internacional Público.* Coimbra: Coimbra Editora, 2008, pp. 333-334.

[6] A título exemplificativo, vejam-se, infra, os casos apresentados no Capítulo IV, título II. (A criatividade dos "Abutres"), p. 73.

[7] A influência econômica destes atores pode ser percebida com clareza, por exemplo, no contexto da atuação dos fundos "abutres" nas dívidas soberanas, nomeadamente nos casos que envolvam países fragilizados e altamente endividados, uma vez que estes países não apresentam, em geral, resistência às investidas destes fundos. Cfr., sobre este ponto, PROCTOR, Charles. "Vulture funds and sovereign debt - the Zambian experience", *Journal of South African Law,* (2007), p. 629.

Acerca da influência dos atores privados no cenário internacional e, inclusive, sobre o Direito Internacional, veja-se, *inter alia*, GARCIA, Frank J. "Globalization, Power, States, and the role of Law", *Boston College Law Review,* vol. 54, nº 3 (2013), p. 908.

[8] Cfr., a propósito, MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* pp. 465-466.

manutenção dos direitos básicos dos cidadãos.[9] Esta nova tendência (ou problema), porém, pode ser claramente percebida nas ações dos chamados fundos "abutres" no mercado econômico internacional.

Não é de se estranhar, portanto, que as ações internacionais destes fundos vêm sendo acompanhadas de perto pela mídia[10], pela comunidade acadêmica jusinternacionalista e por Organizações e personalidades internacionais.[11] O caso que entrelaçou a República da Argentina e o fundo de investimento *MNL Capital*, por exemplo, que ainda está se desenrolando em tribunais nacionais e internacionais, vem atraindo muita atenção[12]. O caso foi rotulado, inclusive, como o "julgamento do século".[13] Atente-se, porém, ao fato de que a extensa atenção recebida pelos fundos "abutres" não é reflexo de uma anuência advinda da comunidade internacional, pelo contrário, não há dúvida de que uma larga parcela da atenção que estes fundos recebem advém da resposta negativa que vem sendo demonstrada perante a presença e atuação global destes atores. Isto porque, grande parte da informação encontrada a respeito destes fundos está vinculada às críticas acerca da sua atuação.

---

[9] *Ibid*., p. 214.

[10] Vejam-se aqui, a título exemplificativo, algumas das diversas notícias que vêm sendo publicadas pela mídia internacional acerca dos fundos "abutres": "Liberia ordered to pay 'vulture funds' over 1978 debt". *BBC News* (2009); PISANI, Silvia. "El gobierno de Estados Unidos no intercederá en el litigio con los fondos buitre". *La Nacion* (2013); "Folgen einer Umschuldung". *Zeit Online* (2013); MEIRION, Jones. "Vulture fund's $100m DR Congo claim blocked". *BBC News* (2012); STEWART, Heather. "Vulture funds sue Liberia for £12m in high court". *The Guardian* (2009); WIGGLESWORTH, Robin. "Vulture funds come under sovereign fire". *Financial Times* (2013).

[11] Vejam-se, a este respeito, os diversos anúncios realizados pelos peritos da Organização das Nações Unidas: "Stop 'vulture funds' from paralyzing debt-relief efforts, says UN independent expert". *UN News Centre* (2012); LYNN, Jonathan. "INTERVIEW-U.N. debt expert to focus on vulture funds". *Reuters* (2013); "'Vulture funds' – UN expert on foreign debt welcomes landmark law to address profiteering". *United Nations Human Rights* (2013).

[12] Em pesquisa realizada no mecanismo de busca jurídico "*LexisNexis Academic*", utilizando o termo "*vulture fund"*, comprovou-se que mais de 60% dos artigos midiáticos noticiados são relativos ao caso destes fundos com a República da Argentina (cfr., infra, nota 17, p. 7). Apresentamos aqui, neste sentido, somente alguns dentre os inúmeros artigos que vêm sendo redigidos acerca do caso. Vejam-se, por exemplo, ARSENAULT, Chris. "'Vulture funds' battle Argentina in US court". *Aljazeera* (2013); TEGEL, Simeon. "Vulture fund NML Capital's profit quest could push Argentina to default". *Global Post* (2012); VIGNATTI, Orlando Mario "US media says Obama 'considering siding with Argentina' in vulture funds dispute". *Buenos Aires Herald* (2013); "Julgamento nos EUA pode jogar Argentina em nova crise da dívida". *Valor* (2013); ANDREASSI, Celina. "Argentine Debt: The vultures are Circling". *The Argentina Independent* (2013); SCHMALL, Emily. "Argentina: U.S. Court Orders Debt Repayment Plan". *The New York Times* (2013); ROBERTSON, David. "Argentina refuses to pay 'vulture funds'". *The Times* (2013); RODRIGUES, Jorge Nascimento. "Argentina condenada a pagar dívida aos ´fundos abutre'". *Expresso* (2012); "Argentina apresenta primeiro recurso na Corte dos EUA por fundos 'abutres'". *O Globo* (2013); PORZECANSKI, Katia; RUSSO, Camila. "MFS Losing Faith in Argentina as Default Vultures Circle". *Bloomberg* (2013).

[13] Ver, a este propósito, DEARDEN , Nick. "The Vultures vs Argentina: The Debt Case of the Century". *The Huffington Post* (2012); TONG, Jennifer. "The Debt 'Trial of the Century' – Vulture Hedge Funds v. Argentina". *Jubilee USA Network* (2013).

É importante salientar, entretanto, que embora não haja dúvida de que as ações dos fundos "abutres" se encontrem em uma cinzenta área no plano ético-moral, certo é que grande parte da sua prática encontra permissibilidade legal, seja interna ou internacional. Por estas razões, diversas propostas que visam coibir a ação destes fundos vêm sendo apresentadas pela comunidade acadêmica e por Organizações Internacionais. Estas propostas - que variam de alterações contratuais à recuperação de institutos consuetudinários internacionais[14] - por muitas vezes ignoram, porém, a importância que estes fundos podem ter no âmbito internacional. É, portanto, nesta conjectura que este estudo pretende analisar o papel e a importância que os fundos "abutres" têm em relação ao âmbito das dívidas soberanas. Certamente, a delimitação das funções destes fundos e, por conseguinte, um melhor entendimento do seu papel no âmbito do processo das moratórias soberanas podem demonstrar a complexidade da relação destes fundos com os Estados soberanos e, inclusive, com o próprio cenário internacional hodierno.

Para tanto faz-se necessário o estudo do contexto do surgimento destes fundos, bem como da evolução do seu modo de operação, uma vez que a presente pesquisa sugere a hipótese de que o método de atuação destes fundos desenvolveu-se a partir de um conjunto de "incentivos" jurídico-econômicos presentes à época do seu ingresso no cenário internacional. Neste sentido, compreender a evolução dos institutos que hoje arrimam a permissibilidade da ação destes fundos é essencial para o entendimento, inclusive, do papel destes fundos no mercado das dívidas soberanas. Isto porque, o Direito Internacional, mais do que qualquer outro ramo jurídico, é essencialmente evolutivo e, por isto, intimamente ligado à sua história.[15]

Assim, em busca da confirmação da hipótese aqui estabelecida e, consequentemente, a fim de desenvolver um raciocínio propício à análise dos objetivos desta pesquisa, este estudo procura compreender, igualmente, a história dos desenvolvimentos jurídico-econômicos que resultaram no conjunto das normas que hoje regem, em grande parte, o sistema das dívidas soberanas.

---

[14] Vejam-se, respectivamente, HASELER, Sonke. "Collective Action Clauses in International Sovereign Contracts - Whence the opposition?", *Journal of Economic Surveys*, vol. 23, nº 5 (2009), p. 885 e ss; WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir. "Declawing the Vulture Funds: Rehabilitation of a Comity Defense in Sovereign Debt Litigation", *Stanford Journal of International Law*, vol. 39 (2003), p. 226 e ss.

[15] Cfr. PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick. *Direito Internacional Público.* Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2003, p. 43.

O primeiro capítulo desta pesquisa procura, portanto, caracterizar e delinear os fundos “abutres”. Após algumas notas introdutórias, ou seja, após apresentar os “novos” atores que vêm atraindo a atenção da comunidade jusinternacionalista, o segundo capítulo deste trabalho passa à exposição dos desenvolvimentos econômicos que parecem ter colaborado, em muito, para o estabelecimento do sistema lucrativo atualmente empregado pelos fundos “abutres”. Este objetivo, sem dúvida, sugere um estudo da crise da América Latina e dos desenvolvimentos subsequentes a esta grande crise, pois estes acontecimentos levaram à criação e, como resultado, à expansão do mercado secundário das dívidas soberanas (hoje essencial ao modo de operação dos “abutres”).

Certamente, porém, as mudanças ocorridas no mercado econômico internacional não podem ser unicamente responsabilizadas pelo desenvolvimento da cultura dos fundos “abutres”. Assim, o terceiro capítulo aborda, a fim de confirmar a hipótese aqui sugerida, a evolução de alguns institutos jurídicos que passaram a ser considerados como “incentivos” à atuação dos fundos “abutres”. Para tanto, o referido capítulo apresenta, com maior enfoque, a mudança de paradigmas nas imunidades jurisdicionais do Estado, pois a paulatina erosão deste instituto facilitou, sem dúvida alguma, a criação do sistema hoje empregado por esses fundos.[16]

Ademais, a fim de contextualizar a relação destes institutos jurídicos com a ação dos fundos “abutres”, o quarto capítulo deste trabalho apresenta, por meio da exposição de casos judiciais “modelos”, as estratégias de cobrança utilizadas pelos fundos “abutres”. Mais importante, o capitulo demonstra, portanto, como estes fundos conseguiram, em alguns casos, transpor a dificuldade apresentada pelos processos de execução perante um Estado soberano.

Por último, mas longe de ser menos importante, o quinto capítulo tem como foco um dos objetivos centrais desta pesquisa, a análise do papel dos fundos “abutres” no âmbito das dívidas soberanas. Diversos argumentos relevantes - apresentados pela doutrina, pela mídia, pelo judiciário, pelos Estados soberanos e pelos próprios fundos - serão sintetizados e analisados criticamente, a fim de concluir e, na medida do possível, delimitar o papel e a

---

[16] Nos Estados Unidos da América, grande palco dos litígios soberanos, era praticamente impossível, antes da adoção da legislação do *Foreign Sovereign Immunities Act* (FSIA), conceber um cenário no qual um fundo de investimento tivesse meios para processar uma nação soberana. Veja-se, sobre este ponto, LIPPERT, Jonathan C. "Vulture Funds: The reason why Congolese debt may force a revision of the Foreign Sovereign Immunities Act", *New York International Law Review*, vol. 21 (2008), p. 1.

importância que estes fundos podem ter no âmbito das dívidas soberanas. Pretendemos, com esta análise, verificar se os fundos “abutres” também apresentam, como os predadores que deram origem à sua alcunha, um papel essencial à manutenção do sistema no qual participam, ou seja, neste caso específico, identificar se estes fundos são essenciais à manutenção do sistema das dívidas soberanas.

CAPÍTULO I:

OS “ABUTRES”

Recentemente a mídia internacional passou a destacar com maior intensidade a ação dos chamados fundos “abutres” no cenário internacional.[17] Atualmente não é raro, portanto, deparar-se com diversas reportagens, publicadas nos mais variados jornais de renome internacional, que utilizam esta alcunha pejorativa como chamariz à atuação global destes

---

[17] Em meados de 2005 as ações dos fundos “abutres” já permeavam as notícias internacionais, porém, em 2007, com a conclusão do caso que envolveu o fundo de investimento *Donegal* e a República da Zâmbia, o assunto passou a frequentar, com maior intensidade, as manchetes internacionais. Segundo uma reportagem do Financial Times, se pesquisássemos no mecanismo de busca Google as palavras “Sheehan” e “*vulture funds*”, encontraríamos, em 2007, mais de 62 mil resultados referentes à pesquisa. Cfr. HURLEY, Gail. "Taming the vultures: are new measures enough to protect debt relief gains?". European Network on Debt & Development (2008), p. 4; DIZARD, John. "Distressed debt returns to the spotlight". *Financial Times* (2007).

Desde o final de 2011, porém, com o desenrolar das decisões proferidas nos casos que se desenvolveram a partir da moratória argentina de 2001, as mídias internacionais foram “dominadas” pela grande onda de atenção que as ações destes fundos vêm atraindo. O efeito do caso do “século” não se limita, porém, somente às notícias referentes ao específico caso da Argentina. Hoje, no início de 2014, se realizarmos a mesma pesquisa feita pelo Financial Times em 2007, ou seja, no mesmo mecanismo de busca e com as mesmas palavras, deparamo-nos com mais de 2 milhões de resultados acerca dos fundos “abutres”.

Para obter resultados mais fidedignos, contudo, realizamos uma pesquisa relativa ao termo “*vulture funds*” no mecanismo de busca jurídico “*LexisNexis Academic*”, encontrando, na data realizada (Janeiro de 2014), 999 resultados referentes ao termo pesquisado. Após uma filtragem minuciosa, porém, a fim de garantir que o resultado final somente continha notícias midiáticas referentes à atuação dos fundos “abutres” no âmbito internacional, utilizamos apenas 156 resultados. Os resultados demonstram que, embora as ações dos fundos “abutres” no cenário internacional venham atraindo uma enorme atenção, as notícias referentes à atuação destes fundos no cenário internacional somente correspondem a 15% do total das notícias encontradas, demonstrando que informações sobre a sua atuação internacional ainda são escassas quando comparadas com as informações acerca da sua atuação interna. A análise dos dados demonstra, igualmente, que a presença dos fundos “abutres” nas manchetes da mídia internacional não é constante. A intermitência destas notícias tem relação direta com o resultado dos casos judiciais nos quais estes fundos estão envolvidos. A soma das notícias publicadas nos anos de 2007, 2011, 2012 e 2013, que têm relação direta com os resultados advindos dos casos referentes à República da Zâmbia e à República da Argentina, somam quase 60% do total das notícias apresentadas no período de 2002 a 2013.

O único desvio no padrão analítico destes dados ocorreu durante o ano de 2010, que apresentou uma larga exposição dos fundos “abutres” na mídia internacional. A larga exposição dos fundos “abutres” na mídia daquele ano, porém, não foi devida ao desfecho do caso que envolveu os fundos *Hamsah Investment* e *Wall Capital* e a República da Libéria, mas, sim, devido ao processo de aprovação da legislação britânica que visava, e ainda visa, coibir a ação destes fundos.

fundos de investimento. O termo é utilizado e repetido, por meio da sua tradução literal, em diferentes línguas, mantendo, assim, o núcleo e o "valor" inicialmente atribuídos à expressão.[18]

As reportagens apresentadas – muitas vezes parciais e com agendas secundárias[19] – normalmente relacionam a ação destes fundos a aspectos econômicos e políticos. Porém, não é possível afirmar que estes artigos jornalísticos apresentam, com a mesma frequência, análises jurídicas da ação destes fundos no âmbito das dívidas soberanas, tampouco análises equilibradas das consequências da própria presença destes atores no cenário internacional. Deste modo, conquanto a expressão "fundo abutre" seja largamente difundida em reportagens internacionais, raramente se encontram, neste tipo de mídia, explicações satisfatórias acerca da sua caracterização e a respeito do adjetivo que lhes é dado.

A classificação mais aprofundada destes fundos – que envolve aspectos jurídicos, econômicos, sociais e, por vezes, morais - parece ter ficado a cargo da comunidade acadêmica. Isto porque, diversos autores já contribuíram à identificação destes novos atores econômicos, bem como à análise dos reflexos que as ações destes fundos geram no âmbito jurídico, nomeadamente no cenário internacional. Portanto, passaremos aqui, igualmente, a alinhavar algumas das características que sintetizam as principais propriedades destes específicos fundos de investimento. Esperamos, assim, colaborar com a delimitação e

---

[18] A expressão "fundos abutres" é resultado da tradução literal do termo *vulture fund*, que foi largamente difundida pela mídia e pela comunidade acadêmica internacionais. A expressão em português pode ser encontrada em diversos artigos midiáticos, acadêmicos e, inclusive, em documentos oficiais dos governos que adotam a língua portuguesa como idioma oficial. Cfr., *inter alia*, BRASIL. "Comunicado Conjunto dos Presidentes dos Estados Partes do Mercosul". Ministério das Relações Exteriores - ITAMARATY (2012), § 24.

O emprego da tradução literal do termo também é utilizado em outras línguas. Vejam-se, por exemplo, os termos *fonds vautours*, *fondos buitres* e *geierfonds*, que são utilizados, respectivamente, nas escritas em francês, espanhol e alemão. Neste sentido: VERGES, Marie de. "L'Argentine sous la menace des exigences des 'fonds vautours'". *Le Monde* (2013); PISANI, Silvia. "El FMI decidió no acompañar a la Argentina en el litigio contra los fondos buitres". *La Nacion* (2013); "Argentinien keilt gegen Geierfonds zurück". *Manager Magazine Online* (2012).

[19] Com inúmeros interesses secundários em jogo, assim como diversos outros tópicos que são objetos centrais dos debates que fazem parte do cenário internacional, o assunto que envolve os fundos "abutres" não pode ser pinçado dos jogos políticos internos e internacionais. Não é de se entranhar, destarte, que diversas reportagens acerca dos fundos "abutres", que se encontram vinculadas nas mídias internacionais, inclusive em jornais de destaque, estão repletas de informações e opiniões parciais. É o caso, geralmente, dos artigos publicados nos meios de informação ligados aos Estados que sofreram diretamente com a ação destes fundos. É o que ocorre, igualmente, nas notícias que são de autoria de indivíduos diretamente vinculados às partes envolvidas nesta querela. O artigo publicado por Eric LeCompt, diretor executivo da Associação Jubilee USA (defensora dos programas de alívio de débitos soberanos), na revista "*YES!*" é um dos exemplos destas reportagens parciais. Cfr., meramente a título exemplificativo, LECOMPT, Eric. "Argentina Takes on Vulture Funds in 'Debt Trial of the Century'". *YES! Magazine* (2013).

identificação destes fundos, sem a pretensão, porém, de apresentar uma classificação inédita ou taxativa.

I. Os fundos "abutres"

Embora largamente utilizado, o termo "fundo abutre" não reflete, ainda, uma classificação oficial, tampouco incontestável. Podemos afirmar, porém, que os fundos de investimento que recebem este rótulo apresentam algumas características em comum. Assim, caso fosse necessário apresentá-los de maneira breve e simplista, poderíamos afirmar que os fundos "abutres" nada mais são do que credores secundários, normalmente organizados sobre a forma de fundos de *hedge*, que obtêm seu lucro por meio da especulação e da cobrança de títulos de dívidas soberanas.[20] Ademais, poderíamos afirmar, neste caso específico, que a busca lucrativa destes fundos se dá, geralmente, pela via judicial.[21]

É importante salientar, todavia, que esta nomenclatura nada mais é do que um rótulo utilizado para identificar, de maneira negativa, credores que empregam, comumente, um determinado *modus operandi* no âmbito internacional. Alguns autores refutam, portanto, a utilização desta expressão, referindo-se aos investidores como *distressed debt investors.*[22] Outros, inclusive, não utilizam rótulo algum, remetendo-se aos fundos apenas pela sua classificação maior, isto é, referindo-se aos investidores como fundos de *hedge* que atuam no mercado internacional.

---

[20] Cfr., a propósito, AREWA, Olufunmilayo B., "Vultures, Hyenas, and African Debt...", p. 647; SILVA, Alexandre Pereira da; PEREIRA, Mariana Yante Barrêto. "“Fundos abutres” vs. Estados nacionais: soberania e atuação do Tribunal Internacional do Direito do Mar a partir do caso da fragata libertad", *Revista de Direito Internacional*, vol. 10, nº 1 (2013), p. 138.

[21] Sobre este ponto, vejam-se, *inter alia*, NGUYEN, Davy V.H. "Too Big to Fail? Towards a Sovereign Bankruptcy Regime", *Cornell International Law Journal*, vol. 45 (2012), p. 699; AVERY, Ryan E. "Out of the Desert and to the Oasis: legislation on predatory debt investing", *University of Miami International and Comparative Law Review*, vol. 18 (2011), p. 276; BROOMFIELD, Elizabeth. "Subduing the Vultures: Assessing Government Caps on Recovery in Sovereign Debt Litigation", *Columbia Business Law Review*, vol. 2010, nº 2 (2010), p. 475; MONTELEONE, Theresa A. "A vulture's gamble: high-stakes interpretation of sovereign debt contracts in NML Capital, Ltd v Republic of Argentina", *Capital Markets Law Journal*, vol. 8, nº 2 (2013), p. 154.

[22] Vejam-se, a título exemplificativo, GOREN, Jonathan, "State-to-State Debts...", p. 681; SOOKUN, Devi. *Stop Vulture Fund Lawsuits: a handbook.* London: Commonwealth Secretariat, 2010, p. 7. A utilização de termos imparciais também se faz presente em documentos estatais oficiais. Em português, por exemplo, podemos encontrar o emprego da expressão "Fundo de Situação Especial" para referir aos chamados "fundos abutres". Cfr., neste sentido, BRASIL. "Comunicado Conjunto dos Presidentes dos Estados Partes do Mercosul". ITAMARATY (2012), § 24.

Desta forma, devido à falta de padronização em sua nomenclatura, o entendimento das particularidades destes fundos faz-se de suma importância, uma vez que a compreensão aprofundada das características destes novos atores econômicos pode prevalecer sobre qualquer termo a eles aplicado, permitindo ao leitor, assim, identificar um núcleo comum em diferentes rótulos.

II. As particularidades dos fundos "abutres"

1.Os fundos de *hedge*

Para uma melhor compreensão dos chamados fundos "abutres" parece importante entender, primeiramente, a sua natureza como fundo de investimento *per se*, ou seja, entender o seu funcionamento como um fundo de *hedge*.[23] Isto porque, parece-nos ser correto afirmar que grande parte do modo de operação empregado pela "espécie" dos "abutres" deriva, diretamente, das características intrínsecas ao modelo de operação aplicado pelos fundos de *hedge*.

Os fundos de *hedge* são particularmente conhecidos por almejar e proporcionar um alto retorno[24] a um restrito[25] grupo de investidores. Certamente, embora estes fundos apresentem diversos modelos de aplicações, aqueles investimentos com os maiores riscos tendem a apresentar os maiores lucros.[26] Não há dúvida de que uma agressiva estratégia de investimentos pode, por meio de uma adequada gestão de riscos, gerar rápidos e interessantes retornos financeiros aos participantes destes fundos de investimento.[27]

A presença dos fundos de *hedge* não é inédita, tampouco recente no âmbito privado, pois estes fundos especializaram-se, numa das vertentes do seu modo de operação, na compra de débitos de empresas que se encontram em dificuldades, uma vez que a emergência na venda dos títulos das empresas em situações críticas pode gerar descontos atraentes sobre o preço dos seus títulos de crédito. Mediante o início do processo de falência ou, em alguns

---

[23] Cfr. NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", p. 699; SILVA, Alexandre Pereira da; PEREIRA, Mariana Yante Barrêto, ""Fundos abutres" vs. Estados nacionais...", p. 138.

[24] Veja-se LO, Andrew W. "Risk Management for Hedge Funds: Introduction and Overview", *Financial Analysts Journal*, vol. 57, nº 6 (2001), pp. 16-17.

[25] Cfr. FUNG, William; HSIEH, David A. "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds", *Review of Financial Studies*, vol. 10, nº 2 (1997), p. 281.

[26] Neste sentido, LHABITANT, François-Serge. *Handbook of hedge funds.* England: John Wiley & Sons, 2011, p. 24.

[27] Veja-se, *e. g., FISHER, Daniel; CRAFT Matthew. "Junk Time". Forbes (2008).*

casos, inclusive perante a simples ameaça de falência destas empresas, os credores primários podem reagir negativamente à potencial desvalorização das suas ações, optando pela venda dos créditos e não pela continuação dos seu investimento prévio.[28]

A situação criada pelo *stress* destas empresas é vista pelos fundos de *hedge*, diferentemente do que ocorre com outros fundos tradicionais, como uma oportunidade de investimento. Isto porque, a compra de títulos de créditos empresariais, quando realizada abaixo do preço integral, pode gerar uma alta taxa de lucratividade em curtos períodos de tempo. A aposta na recuperação ou, inclusive, na renovação destas empresas, que pode se dar, respectivamente, antes ou após o processo de falência, pode gerar altos retornos aos investidores que souberem gerir, corretamente, as suas aplicações.

Note-se, porém, que esta específica via de aplicação só tem possibilidade de maximizar o retorno dos seus investidores se a compra dos créditos for efetuada quando estes se encontram em baixa, isto é, em situações críticas. Portanto, o primeiro grande traço característico destes fundos (ao menos quando referimo-nos ao mercado empresarial e das dívidas soberanas), refere-se à posição que eles ocupam relativamente aos credores e ao mercado de débitos. Os fundos de investimento não são credores primários ou originários, pelo contrário, eles adquirem seus débitos por meio dos mercados secundários, quando os títulos encontram-se à venda por preços abaixo do seu valor nominal.

A agressiva e oportunista estratégia destes fundos pode facilitar, de certo modo, uma oposição ética às suas ações, uma vez que estes fundos lucram enquanto outros investidores, nomeadamente os primários, são obrigados a realizar sacrifícios financeiros e materiais.[29] Porém, embora alguma resistência inicial possa existir, a sua atuação encontra grande aceitação e defesa interna, uma vez que estes fundos têm um importante papel na manutenção dos mercados econômicos internos.[30]

---

[28] Cfr. LHABITANT, François-Serge, *Handbook of hedge funds*... pp. 226-227.

[29] *Ibid*., p. 215.

[30] A participação dos fundos de *hedge* no processo de falência empresarial pode ser interessante para todos envolvidos, pois, segundo alguns autores, a presença dos fundos de *hedge* nestes processos pode auxiliar na manutenção do equilíbrio dos poderes entre as partes presentes no processo da falência e, por vezes, inclusive, na própria recuperação das empresas devedoras.

O equilíbrio entre as partes envolvidas no processo é benéfico especialmente para aqueles pequenos fundos ou acionistas privados que não possuem um poder aquisitivo equiparável às grandes empresas. Isto porque, os fundos de *hedge*, além de possuir um grande poder aquisitivo, possuem experiência nestes processos, o que acaba por equilibrar o poder entre a parte devedora e os pequenos acionistas. Ver, *e. g.*, JIANG, Wei; LI, Kai; WANG, Wei. "Hedge Funds and Chapter 11", *The Journal of Finance*, vol. LXVII, nº 2 (2012), pp. 513, 555, 556.

Grande parte das discussões referentes à presença dos fundos "abutres" nos âmbitos privados encontra-se, porém, afastada ou desligada de fatores sociais ou éticos, circunscrevendo-se, assim, a fatores puramente econométricos.[31] Entrementes, a presença e a atuação destes fundos no mercado internacional incitam debates mais profundos que envolvem, além das questões econômicas, aspectos morais, jurídicos e, mais importante, humanos. Isto porque, diferentemente do que ocorre no âmbito privado (no qual a integridade dos credores e dos devedores é protegida internamente pelas leis de falência), as ações dos fundos "abutres" no mercado das dívidas soberanas, conforme ver-se-á mais a frente, ainda não se encontram diretamente limitadas ou reguladas, sejam por normas internas ou internacionais. Inexistem, por exemplo, normas ou institutos que garantam, nesta específica situação, a proteção dos Estados altamente endividados, tampouco, consequentemente, existem normas que garantam proteção aos cidadãos destes Estados que se encontrem em situação crítica.

2.A alcunha dos "abutres"

Embora compartilhem das características gerais dos fundos de investimento de *hedge*, os fundos que atuam no mercado internacional apresentam algumas especificidades próprias, em muito advindas do seu âmbito de atuação, que os destacam dos restantes fundos de investimento e, inclusive, de outras variações de fundos *hedge*. A presença e atuação destes fundos no âmbito internacional, por exemplo, diferentemente do que ocorre nos mercados internos, não parece encontrar muitos defensores. Não é de se estranhar, portanto, que, conquanto os agressivos fundos de *hedge* já fossem identificados como "abutres" dos mercados internos, foram exatamente as suas atuações nos mercados internacionais –

As empresas, por seu lado, podem ser beneficiadas com a participação dos fundos de *hedge* no processo de falência devido à provável lucratividade que os fundos podem atingir caso as empresas se recuperem, seja durante o processo ou, nos piores casos, com uma renovação após a falência. Muitos dos fundos de *hedge* são geridos por profissionais capacitados, com larga experiência no âmbito empresarial, que, como novos acionistas destas empresas "necessitadas", passam a buscar a sua recuperação a fim de garantir o retorno do seu investimento inicial. Vejam-se, neste sentido, WOLLASTON, Andrew. "The growing importance of debt in European corporate transactions", *Insolvency Intelligence*, vol. 18, nº 10 (2005), pp. 147-148; YAP, Suniati. "Investing in Chapter 11 Companies: vultures or white knights?", *Southewestern Journal of Law & Trade in the Americas*, vol. 2 (1995), pp. 153-155, 174.

[31] É importante salientar, porém, que existem exceções que, inclusive, argumentam que os comportamentos destes fundos estão em consonância com o ambiente no qual eles se inserem. Cfr. CARSON, Scott Alan. "Vulture Investors, Predators of the 90s: An Ethical Examination", *Journal of Business Ethics*, vol. 17, nº 5 (1998), p. 555.

nomeadamente no mercado das dívidas soberanas – que renderam maior conexão destes fundos com o seu adjetivo pejorativo.

Os abutres são aves facilmente reconhecidas pela sua cor e pelo seu característico hábito de caça. Muito paciente, o abutre geralmente sobrevoa sua presa até que ela se apresente indefesa ou morta, para, então, alimentar-se da sua fragilizada presa ou da carcaça deixada por outros animais. Os chamados fundos "abutres" são igualmente conhecidos por averiguar e esperar pacientemente para "atacar" as suas fragilizadas presas, neste caso, países que se encontrem em situações emergenciais.

O sucesso da caçada destes "predadores" econômicos, porém, igualmente ao ocorrido com as aves de rapina, não depende somente da escolha das suas presas, pois o momento da investida é igualmente importante e deve ser meticulosamente calculado. Não é de se estranhar, pois, que os fundos "abutres" sejam reconhecidamente responsáveis por "atacar" países agraciados pelo programa de incentivo à recuperação dos países altamente endividados (HIPC).[32] Segundo estes fundos de investimento, seus ataques aos países agraciados pelos programas voltados aos HIPC fundamentam-se no fato de que os países atacados - antes altamente endividados - passam a ter, após o alívio das dívidas externas, condições de cumprir com as obrigações financeiras previamente adquiridas.[33]

Não é à toa, portanto, que o termo "fundos abutres", que é claramente utilizado de maneira pejorativa, foi largamente difundido pela comunidade internacional. A alusão do grande predador no termo utilizado para caracterizar estes fundos é, portanto, geralmente utilizada em referência à nefasta maneira de atuação destes fundos. Parece-nos, porém, que a relação destes fundos com as aves de rapina, que o adjetivam, ainda pode ser estendida. A cor da ave de rapina, que é preta por sua natureza, pode aludir, igualmente de maneira

---

[32] Em 2010 estimava-se que credores privados haviam conseguido mais de um bilhão de dólares em julgamentos favoráveis face aos países mais pobres do mundo. Dentro deste grande grupo de credores privados, os fundos "abutres" são responsáveis por 65% dos processos iniciados perante os chamados HIPC. Vejam-se SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", p. 3; BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", p. 475. Veja-se, para uma lista dos países que se "qualificaram para, são elegíveis ou potencialmente elegíveis, e que podem querer receber ajuda da Iniciativa HIPC", IMF. "Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative Factsheet". HIPC Initiative (2013).

[33] Em 2007, por exemplo, o fundo de investimento *Donegal* acionou judicialmente o governo da Zâmbia devido a um débito de 42 milhões de dólares. Curiosamente, a quantia requerida era equivalente a todo o alívio da dívida que o governo da Zâmbia havia recebido no ano anterior ao processo. A este respeito, veja-se, "Zambia loses 'vulture fund' case". *BBC News* (2007).

figurativa, à obscuridade que envolve estes fundos, uma vez que a falta de transparência nas suas ações, e nos próprios fundos, é notória.[34]

3.O mercado das dívidas soberanas

Não há dúvida de que a principal característica dos fundos "abutres", e a principal diferença destes para os demais fundos de *hedge*, nomeadamente com relação àqueles que atuam internamente, advêm da escolha do seu âmbito, ou mercado, de atuação. Ao contrário do que ocorre com a generalidade dos fundos de *hedge*, os fundos "abutres" buscam o retorno do investimento dos seus integrantes por meio da especulação do mercado das dívidas soberanas. Porém, embora o mercado das dívidas soberanas apresente um contexto muito mais complexo do que aquele presente nos mercados internos, o *modus operandi* empregado pelos "abutres" não se distancia, em muito, daquele utilizado internamente, uma vez que os fundos "abutres", conforme dito inicialmente, também são credores secundários.

Os títulos de débito soberanos são adquiridos pelos fundos "abutres" em um mercado secundário, geralmente por um valor inferior ao preço nominal dos débitos.[35] O

---

[34] Normalmente, os fundos conhecidos como "abutres" são criados especificamente com um objetivo único: obter lucro com um determinado portfólio de débito soberano. Destarte, estes fundos são criados em paraísos fiscais, geralmente nas Ilhas Virgens Britânicas ou nas Ilhas Cayman. O fundo "abutre" *Donegal*, por exemplo, foi criado nas Ilhas Virgens Britânicas pela empresa *Debt Advisory International* (sediada nos Estados Unidos) especificamente para lidar com o portfólio do débito zambiano.

Devido ao contexto da sua criação, portanto, as ações destes fundos não se encontram sujeitas a rígidos controles ou regulações, tanto no âmbito internacional, quanto no âmbito interno. A falta de regulamentos voltados às suas ações permite que estes fundos mascarem a suas atividades e as suas próprias ações, envolvendo estes fundos em uma névoa de obscuridade. O repórter investigativo Greg Palast demonstrou claramente as atividades furtivas dos fundos "abutres". Em um programa especial apresentado à rede televisiva BBC, o repórter dirigiu-se ao endereço de um destes famosos fundos, deparando-se com um escritório aparentemente recém-abandonado. Ao averiguar melhor a situação, porém, o investigador foi recepcionado, em uma sala sem qualquer indicação, por um segurança que afirmou que os funcionários estavam presentes, contudo proibidos de divulgar qualquer informação ao repórter.

Estas estratégias ardilosas, que são repetidas, inclusive, no decorrer dos processos judiciais, foram claramente percebidas e denunciadas pelo magistrado responsável pelo julgamento do caso que envolveu a República da Zâmbia e o fundo *Donegal*. No decorrer da sua decisão, o juiz afirmou diversas vezes que os depoimentos fornecidos pelos funcionários do fundo de investimento eram incompletos e deliberadamente enganosos.

Vejam-se, sobre este ponto, AREWA, Olufunmilayo B., "Vultures, Hyenas, and African Debt...", pp. 645-651; PALAST, Greg. "Palast Hunt the Vultures (Special Report for BBC World News America)." Disponível em: <http://www.gregpalast.com/bbc-on-the-hunt-for-an-american-vulture-attacking-liberia/>. Acesso em: 20 set. 2013; Donegal International LTD v. Republic of Zambia, (2007), §§ 167º, 186º, 344º, entre outros; WAIBEL, Michael. "Elusive Certainty - Implications of Donegal v. Zambia", *International Financial Law Review*, vol. 31, nº 7 (2007), p. 32.

[35] No caso que envolveu a República da Zâmbia, por exemplo, a dívida inicial adquirida em 1979 era de 15 milhões de dólares americanos. Os títulos da dívida soberana, porém, foram comprados, em 1999, por um fundo privado identificado como um fundo "abutre", por 3,2 milhões de dólares (enquanto a dívida corrigida atingia, aproximadamente, a quantia de 30 milhões de dólares). Entrementes, o fundo de investimento cobrou

mercado secundário de débitos soberanos também é essencial, portanto, ao método lucrativo destes fundos que atuam globalmente. Assim, a criação e a expansão deste mercado, por meio da titularização das dívidas soberanas, conforme se apresentará no desenvolvimento desta dissertação, foi essencial à proliferação destes fundos no mercado econômico internacional. Porém, diferentemente do que ocorre nos mercados econômicos internos, no qual alguns fundos de investimento buscam a recuperação das empresas "investidas", no mercado internacional, por seu lado, a lucratividade da ação destes fundos ocorre por meio da busca pelo ressarcimento integral dos títulos, que, por sua vez, se dá por negociações com o governo devedor ou, como geralmente ocorre, ela via judiciária.[36]

4.Os "abutres" como *hold-out* creditors

Se a busca por lucros em detrimento do desenvolvimento de alguns Estados já não bastasse para prejudicar a reputação destes fundos no cenário internacional, o caminho por eles trilhado soma-se aos argumentos utilizados por aqueles que se opõem às ações destes fundos. Ao buscar a maximização dos seus lucros, os fundos "abutres" negam-se a participar das reestruturações dos débitos, uma vez que estas negociações envolvem, geralmente, a redução dos débitos.

Estes fundos apresentam-se, assim, como um tipo específico de credor, compreendendo-se no grupo dos chamados *hold-out creditors*.[37] Isto porque, mediante uma oportunidade de troca dos títulos, durante uma reestruturação de dívida, os fundos "abutres" "seguram" seus títulos a fim de buscar uma oportunidade mais rentável. Esta "oportunidade" mais rentável, conforme já dito, é geralmente atingida pela via judiciária ou, ainda, por meio de negociações alavancadas pela ameaça dos processos.[38] As ações destes chamados *hold-out creditors* obstruem, destarte, conforme se verá adiante, o bom andamento da reestruturação das dívidas dos Estados devedores. Certamente, o atraso das reestruturações

---

judicialmente, em 2007, uma quantia de mais de 55 milhões de dólares. Se considerarmos que o valor total do débito atingia, em 1999, 44 milhões de dólares (números identificado no litígio, compostos pela correção do valor total mais os juros), é possível afirmar que o pagamento realizado fundo de investimento não chegou a 7,5% do valor real da dívida. O julgamento final acabou por conceder 15 milhões de dólares ao fundo *Donegal*. A quantia concedida, mesmo longe dos 55 milhões pretendidos, representou uma margem de lucro de mais de 480% sobre o valor do investimento inicial.

[36] Vejam-se, supra, as referências apresentadas na nota 21, p. 9.

[37] Cfr. WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir, "Declawing the Vulture Funds...", p. 254.

[38] Vejam-se, por exemplo, as negociações apresentadas no capítulo III, nomeadamente aquela que envolveu a República do Peru e o fundo "abutre" Elliot (p. 78) e o caso que entrelaçou o Banco Central da Zâmbia e o fundo "abutre" CAMDEX (p. 84).

pode prejudicar a economia destes Estados, refletindo, diretamente, no bem estar dos seus cidadãos.

III. A recepção dos fundos "abutres" pela comunidade internacional

O envolvimento destes fundos com o mercado das dívidas soberanas acarreta uma gama de consequências que vai além dos fatores econométricos envoltos nos processos internos. Já ultrapassamos o entendimento de que os Estados identificavam-se como entidades autônomas, independentes e completas por si só. Pelo contrário, a evolução do conceito da soberania e os princípios presentes no modelo internacional pós-westfaliano destacam a subordinação dos Estados ao Direito Internacional e aos valores por ele empregados, como, por exemplo, o respeito aos direitos humanos. É por isso que se refuta, hoje, a ideia do Estado como entidade moral, caracterizando-o, longe disto, como um meio institucional que atende a um fim mais importante: a proteção dos direitos fundamentais dos seus cidadãos.[39]

O jogo especulativo dos fundos "abutres" envolve, pois, princípios e questões mais intrincadas do que aquelas vistas no cenário interno. A satisfação econômica destes fundos pode levar à negação de direitos básicos que deveriam ser assegurados à milhares de indivíduos. Em um país como a Zâmbia, por exemplo, em que a situação financeira é extremamente instável, a investida dos fundos "abutres" pode ser um obstáculo à melhoria do bem-estar da própria população. Em 2007, quando o governo da Zâmbia encontrava-se sob as investidas destes fundos, o conselheiro presidencial e consultor da OXFAM, Martin Kalunga-Banda, relatou que o pagamento da dívida requerida pelos fundos "abutres" era equivalente ao custo do tratamento médico de mais de cem mil cidadãos.[40]

É aparente, portanto, na maior parte dos artigos midiáticos internacionais, a representação da sensação de injustiça e o repúdio causado pelas ações dos fundos "abutres". O caso que envolveu, em 2000, a República do Peru e o fundo abutre *Elliot Associates* ainda é utilizado para relembrar, de maneira reiterada, o sucesso que um fundo "abutre" pode obter

---

[39] Cfr., MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* p. 214.

[40] O dinheiro cobrado pelos fundos "abutres", segundo o conselheiro presidencial, também se destinava à contratação de recursos humanos, como professores e enfermeiras, e à construção de infraestruturas básicas ao Estado. Vejam-se as declarações de Martin Kalunga-Banda nas reportagens publicadas pela BBC em 2007: "Zambia loses 'vulture fund' case". *BBC News* (2007); MEIRION, Jones. "'Vulture funds' threat to developing world". *BBC Newsnight* (2007).

perante um Estado soberano. Desde então, a atuação destes fundos de *hedge* no cenário internacional vem sendo largamente criticada, em especial devido ao seu *modus operandi*.

Porém, conforme dito anteriormente, grande parte das reportagens publicadas são parciais, apresentando, assim, textos envoltos em ideias pré-estabelecidas que se projetam imediatamente aos olhos dos leitores. As suas investidas "predatórias" (que buscam os pagamentos dos débitos de países em condições de extrema necessidade) e a primazia pelo seu lucro em detrimento da necessidade de milhares de indivíduos claramente ferem princípios morais e humanos. Porém, faz-se mister esclarecer que não é possível ignorar o fato de que a larga associação destes fundos à figura dos abutres e a consequente difusão do termo "fundo abutre", na mídia internacional, foram claramente realizadas a fim de desvalorizar estes fundos perante os olhos da comunidade global.

A difusão do adjetivo identificador destes fundos foi "apoiada" por personalidades de renome internacional. Gordon Brown, ex-Primeiro Ministro britânico (à época Ministro das Finanças), condenou a "perversidade" e a "imoralidade" dos fundos "abutres".[41] A opinião apresentada pelo ministro, embora seja a mais difundida, é somente uma dentre as várias apresentadas em desfavor destes fundos.[42]

Os fundos de investimento, por outro lado, rebatem as acusações e referem-se a si próprios por meio de termos neutros e, portanto, menos agressivos.[43] O fundo de investimento *Donegal International Ltd.* (presente no caso que envolveu a República da Zâmbia) descreve-se, em seu *website*, como uma empresa criada com o intuito específico de "administrar a dívida depreciada da Zâmbia".[44] O fundo *FGHemisphere* (envolvido no caso da República Democrática do Congo), de maneira semelhante, declarava que a instituição é "especializada em obrigações de dívidas problemáticas, nomeadamente de Estados

---

[41] O então Ministro declarou em seu discurso que: "*We particularly condemn the perversity where vulture funds purchase debt at a reduced price and make a profit from suing the debtor country to recover the full amount owed - a morally outrageous outcome*". Cfr. SOOKUN, Devi, *Stop Vulture...* p. 7.

[42] Ainda é possível citar as declarações do ex-Ministro francês da Economia, Finanças e Indústria, Francis Mer e do anterior Ministro das Finanças do Reino de Lesoto. Ambas as declarações denunciavam e solicitavam o fim das atividades dos fundos "abutres". Vejam-se, neste sentido, respectivamente, IMF. "Statement by Mr. Francis Mer at the International Monetary and Financial Committee". International Monetary Fund Press (2002); IMF. "African Finance Ministers Press Briefing". International Monetary Fund Press (2002).

[43] Veja-se DING, Yilin. "Absolute, Restrictive, or Something More: Did Beijing choose the right type of Sovereign Immunity for Hong Kong?", *Emory International Law Review*, vol. 26 (2012), p. 1008.

[44] Tradução livre da passagem presente no website do fundo de investimento supracitado. A passagem original "[*to manage*] *the distressed debt purchased from Romania and owed by Zambia"* pode ser vista em Donegal International, Ltd. "Website do fundo de investimento Donegal." Disponível em: <http://www.donegalinternational.net/>. Acesso em: 21 ago. 2013.

soberanos ou de empresas que se encontram com um perfil de crédito crítico".[45] Por vezes, inclusive, os fundos "abutres" defendem-se afirmando que os Estados devedores "são responsáveis pela erosão do sistema jurídico, devido ao seu desrespeito pelo Estado de Direito" e pela falta de pagamento de débitos legítimos.[46] Assim, segundo representantes dos fundos "abutres", as suas ações estariam colaborando com a manutenção da segurança jurídica do sistema jurídico internacional.

A utilização destes termos, quando adotados nas suas formas extremas, não fazem jus, porém, à função e ao papel destes fundos. Desta forma, a expressão *distressed debt investors*, conforme já dito, parece ser a que representa com maior imparcialidade a específica classe destes fundos de investimento de *hedge* que atuam no mercado internacional. Deste modo, a expressão parece ter sido adotada por parte da comunidade acadêmica, a fim de apresentar maior imparcialidade em seus trabalhos acadêmico-científicos, enquanto outros, igualmente a fim de atingir parcialidade, somente remetem-se aos fundos pela sua classificação maior, isto é, referem-se aos investidores como fundos de *hedge* especializados em créditos soberanos. Isto não impede, de modo algum, a utilização do termo fundos "abutres" nas publicações acadêmicas. Pelo contrário, o termo é largamente utilizado por acadêmicos, que, porém, atentam à importância destes fundos no âmbito internacional, desvinculando-se, de certo modo, da exclusividade pejorativa do termo.

Assim, apesar do seu reconhecido significado depreciativo, continuaremos a utilizar o termo fundo "abutre" na presente dissertação, abordando, porém, conforme se verá mais à frente, os pontos positivos e negativos destes fundos no cenário internacional. Esta abordagem pode ser entendida como uma tentativa de desvincular a exclusividade negativa do termo "fundo abutre". Cabe salientar, ademais, que a nossa escolha pela utilização deste termo se deu, igualmente, devido à sua maior aceitação e emprego pelas reportagens e artigos reproduzidos na língua portuguesa.

---

[45] Novamente, tradução livre da passagem presente no website do fundo de investimento acima citado. A passagem original "*specializes in problematic* [...] *sovereign or corporate debt obligations* […] *that are experiencing a distressed or deteriorating credit profile*" pode ser encontrada em Associates, FGHemisphere. "Website do fundo de investimento FGHem." Disponível em: <http://web.archive.org/web/20050204111655/http://www.fghem.com/>. Acesso em: 21 ago. 2013.

[46] Jay Newman, gerente de contas do fundo "abutre" *Elliot Associates* afirmou, por exemplo, que os países altamente endividados encontram-se na sua posição devido aos seus regimes governamentais, que, segundo o empresário, geralmente são corruptos ou ineficientes. Ainda, segundo um porta-voz do empresário, este ciclo de endividamentos deve ser quebrado, e as ações dos fundos "abutres" colaboram com este fim, uma vez que as suas ações revelam estes esquemas corruptos. Cfr. BOSCO, David. "The Debt Frenzy", *Foreign Policy*, vol. 2007, nº 161 (2007), pp. 38-39.

Entendemos, porém, a argumentação daqueles autores que afirmam que, embora apresentem importância no âmbito das dívidas soberanas, algumas ações tomadas por estes fundos, nomeadamente aquelas voltadas aos países altamente endividados, justificam a negatividade da alcunha dos "abutres".

IV. A essência dos "abutres": brevíssimas conclusões

Permitindo-nos desvincular a expressão do seu valor inicial, utilizando-a apenas como um "rótulo" neutro que identifica um conjunto de características, e isentando-nos, ao menos por hora, das querelas que envolvem a presença destes fundos no cenário internacional, podemos afirmar que os fundos "abutres" nada mais são do que fundos de investimentos de *hedge* que procuram assegurar a lucratividade dos seus investidores por meio da compra de títulos de dívidas soberanas no mercado secundário. Desta forma, é importante salientar que, conforme será descrito mais adiante, apesar das questões éticas e morais claramente envolvidas nos litígios iniciados por estes fundos de investimento, as suas pretensões, embora unicamente econômicas, são legais perante o direito interno nos quais são apresentadas e, principalmente, perante o direito internacional.[47] Isto é, se não for possível afirmar que a atuação dos fundos "abutres" encontra permissibilidade expressa, ao menos poderá ser dito, com certeza, que as suas pretensões e o seu modo de operação não encontram, ou não encontravam até pouco, barreiras em normas jurídicas internas ou internacionais.

A possibilidade e o funcionamento das ações destes fundos não assentam, porém, somente na permissibilidade jurídicas interna e internacional. A evolução dos mercados econômicos, em especial do mercado das dívidas soberanas, que ocorreu a partir da década de 80, foi essencial ao conjunto de fatores que foram, paulatinamente, moldando-se de maneira a permitir e, de certa forma, dirigir as ações dos fundos "abutres" ao cenário internacional. Portanto, antes de analisarmos o papel destes fundos no cenário internacional, faz-se importante, para um melhor entendimento do objetivo almejado, o esclarecimento de

[47] Por esta razão o magistrado britânico, responsável pela decisão de um dos desdobramentos referente ao caso da Zâmbia, deixou claro que estava preocupado com os aspectos legais do litígio. Neste sentido, o magistrado afirmou que "*I am concerned, of course, with the legal questions that are raised by the applications before me and not with questions of morality or humanity*". Cfr. Donegal International LTD v. Republic of Zambia, (2007), § 2º.

algumas questões referentes aos desenvolvimentos jurídico-econômicos que certamente facilitaram, ou até mesmo incentivaram, a presença destes fundos no cenário internacional.

CAPÍTULO II:

O NINHO DOS "ABUTRES": AS DÍVIDAS SOBERANAS

A análise do papel dos fundos "abutres" no cenário internacional hodierno apresenta-se como um dos principais objetivos desta pesquisa. Jules Michelet, historiador e filósofo francês, sabiamente afirmou, porém, que aqueles que se confinarem ao presente não compreenderão, verdadeiramente, o atual.[48] Partindo, pois, do princípio de que o passado pode ser, e por vezes deve ser, na verdade, prólogo, passamos a tecer alguns comentários acerca dos desenvolvimentos político-econômicos que foram essenciais ao acesso, ou proliferação, dos fundos "abutres" no cenário internacional.

I. As Dívidas Soberanas

Não há dúvida alguma de que as guerras marcaram profundamente o cenário e o direito internacional.[49] Naturalmente, esta lógica não poderia ser menos verdadeira quando aplicada ao âmbito econômico internacional. Durante o período compreendido entre os séculos XVI e XX, as preocupações econômicas soberanas relacionavam-se diretamente com os custos bélicos do Estado.[50] Assim, já no final do século XVII, os orçamentos, as

---

[48] Jules Michelet *apud* PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick, *Direito Internacional*... p. 43.

[49] A influência bélica no Direito Internacional era mais bem percebida nos antigos manuais dirigidos à matéria, pois estes baseavam a divisão dos seus volumes entre o Direito da Guerra (*ius bellum*) e o Direito vigente nos tempos de paz. Vejam-se, por exemplo, a obra de Hugo Grotius "*De jure belli ac pacis"* ou, mais atualmente, os volumes da obra "*International law, a treatise*" escrita por Lassa Oppenheim.

[50] Cfr. TILLY, Charles. *Coercion, Capital, and European States, AD 990-I990.* Oxford: Basil Blackwell Publishers, 1990, p. 74.

dívidas e os impostos estatais seguiam o ritmo da guerra.[51] A preparação e a manutenção dos conflitos sempre foram muito custosas, porém, faz-se mister salientar que os "custos" bélicos não se limitam aos valores de preparação e manutenção da guerra, tampouco somente limitam-se aos valores materiais.

As instabilidades políticas e econômicas instauradas no cenário internacional, como resultado do caos e da insegurança bélica, infelizmente, não findam juntamente com o término dos conflitos. E, em que pese a importância do equilíbrio político internacional, a instabilidade econômica demonstra-se especialmente problemática, pois boas relações estatais e a estabilidade do sistema internacional no período pós-guerra são essenciais à manutenção econômica estatal. Isto porque, a manutenção do Estado moderno, como instituição, depende diretamente da sua capacidade de gerar (taxar) ou arrecadar capital (emprestar).[52] E embora os Estados desenvolvidos possam usufruir da primeira via em melhores condições, grande parte da manutenção econômica estatal depende da arrecadação de capital externo.[53] Assim, os esforços voltados à redução da instabilidade político-econômica resultante dos conflitos mundiais mostra-se tão importante à manutenção do cenário internacional quanto os esforços voltados à busca do próprio termo destes conflitos.

Portanto, não é de se estranhar que, em 1944, quando a Segunda Grande Guerra já parecia estar próxima do seu fim, os acordos de *Bretton Woods* tenham sido elaborados a fim de assegurar a estabilidade econômica internacional no período pós-guerra.[54] O plano de recuperação e estabilização do sistema econômico global incluía, naturalmente, auxílios à recuperação dos seus protagonistas. Assim, a fim de garantir a manutenção econômica dos

---

[51] Cfr., WAIBEL, Michael. *Sovereign defaults before International courts and tribunals.* Cambridge: Cambridge University Press, 2011, p. 8; BORENSZTEIN, Eduardo; YEYATI, Eduardo Levy; PANIZZA, Ugo. *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance.* Cambridge: Harvard University Press, 2006, pp. 3-5.

[52] Veja-se WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 8.

[53] Os empréstimos soberanos, isto é, as arrecadações de capital estatal externo, ocorrem, geralmente, por meio de quatro vias: os empréstimos oficiais, supranacionais e comerciais, ou ainda, por meio da emissão de títulos de dívida soberana. Esta última opção, porém, parece ser preferencialmente utilizada por ambos os Estados desenvolvidos ou em desenvolvimento. *Ibid*., pp. 11-13.

[54] Cf., neste sentido, SCHAFER, Armin. "Stabilizing Postwar Europe: Aligning Domestic and International Goals", *Max-Planck Institute Fur Gesellschaftsforschung - Working Paper Series*, vol. 03, nº 08 (2003); COHEN, Benjamin J., "Bretton Woods system," in *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*, ed. R.J Barry Jones (London: Routledge, 2001), p. 95. Para uma visão mais aprofundada do sistema como um todo, vejam-se, entre outros, MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* p. 446 e ss; MALANCZUK, Peter. *Akehurst's modern introduction to international law.* New York: Routledge, 2002, p. 222 e ss.

Estados afetados, os acordos econômicos de *Bretton Woods* estabeleceram um sistema que assegurava a arrecadação externa estatal por meio de empréstimos oficiais e supranacionais.[55] É seguro dizer, pois, que, à época, os Estados soberanos confinavam grande parte das suas relações econômicas - nomeadamente no que refere às suas dívidas - a um nível interestatal e supranacional.

Os países em desenvolvimento, porém, reduziram ainda mais o seu âmbito de relações econômicas, pois estes Estados demonstravam uma clara preferência pelos empréstimos supranacionais de curto prazo. Conquanto apresentassem restrições, estes empréstimos, que foram concedidos em grande parte pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), restaram como uma importante fonte de financiamento estatal durante o período compreendido entre as décadas de 50 e 70.[56]

O sistema criado pelos Acordos de *Bretton Woods* demonstrou, portanto, a sua efetividade, pois, embora os Estados ainda pudessem recorrer às alternativas internas ou comerciais, as necessidades econômicas estatais daquela época, largamente catalisadas pela guerra, foram supridas em grande parte pelos acordos e institutos que se encontravam sob o regime daqueles acordos.

II. A crise latino-americana de 1980: rumo ao sistema lucrativo "abutres"

Em meados da década de 70, porém, o cenário internacional presenciou uma radical mudança nos padrões econômicos internacionais. Os empréstimos, que antes eram assegurados pelo FMI, passaram a ser concedidos por bancos comerciais norte-americanos e europeus.[57] Os bancos comerciais estavam à procura de novas oportunidades de investimentos e os Estados soberanos apresentavam-se como uma sólida oportunidade.

---

[55] Os países que se encontravam em processo de desenvolvimento poderiam optar por diferentes vias de acesso aos empréstimos que eram concedidos sob o regime dos Acordos de *Bretton Woods.* Além dos financiamentos concedidos pelo FMI, os Estados ainda poderiam optar por empréstimos emitidos pelo Banco Mundial ou por empréstimos especiais fornecidos pelos governos ocidentais industrializados. Cfr., neste sentido, AVERY, Ryan E., "Out of the Desert and to the Oasis...", p. 270.

[56] Acerca das restrições presentes no sistema de empréstimos soberanos estabelecido pelos Acordos de *Bretton Woods,* conferir, *inter alia,* MILLER, Jéssica W. "Solving the Latin American sovereign debt crisis", *Journal of International Law - University of Pennsylvania,* vol. 22, nº 3 (2001), pp. 678-679.

[57] Cfr. HAYS II, James M. "The Sovereign Debt Dilemma", *Brooklyn Law Review,* vol. 75, nº 3 (Spring 2010), p. 913.

Os bancos acreditavam que os Estados soberanos, por seu *status*, seriam imunes à falência e, por isto, não suspenderiam os pagamentos atrelados aos investimentos.[58] Entrementes, a recessão econômica havia desacelerado a busca por créditos nos países industrializados[59], assim os bancos comerciais norte-americanos tiveram que voltar a sua atenção aos "vizinhos" que estavam em processo de desenvolvimento. À época, os investimentos nos Estados latino-americanos apresentavam-se como uma excelente oportunidade econômica, tanto para os bancos investidores, quanto para os países em desenvolvimento.

1.Um negócio mutuamente atrativo

Na década de 70 os bancos comerciais norte-americanos viram-se inflados devido aos largos depósitos realizados pela Organização dos Países Exportadores de Petróleo (OPEP).[60] Estes depósitos, mais tarde conhecidos como depósitos de "petrodólares", estavam atrelados, porém, às promessas de alto rendimento.[61] Pressionados com a necessidade de responder às expectativas "vendidas", e devido à recessão econômica dos países industrializados, os bancos norte-americanos voltaram a sua atenção aos países latino-americanos que estavam em processo de desenvolvimento.

As expectativas de altos retornos dos investimentos aplicados aos países em desenvolvimento, em muito devido às altas taxas contratuais aplicáveis a estes países[62], poderiam ter sido suficientes para convencer os investidores bancários de que aqueles investimentos apresentavam-se como uma excelente via lucrativa. Contudo, aqueles

---

[58] Ver, neste sentido, SANTOS, Alberto Gonzalo. "Beyond Baker and Brady: deeper debt reduction for Latin American sovereign debtors", *New York University Law Review*, vol. 66 (1991), pp. 73-74.

[59] Cfr. RIEFFEL, Lex. *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery.* Washington: The Brookings Institution, 2003, p. 154.

[60] Vejam-se, entre outros, SANTOS, Alberto Gonzalo, "Beyond Baker and Brady...", pp. 73-74; MILLER, Jéssica W., "Solving the Latin American sovereign...", p. 679.

[61] As promessas de alto rendimento eram apresentadas pelos bancos comerciais a fim de atrair o investimento dos países membros da OPEP. Sobre este ponto, POWER, Philip J. "Sovereign Debt: The rise of the secondary market and its implications for future restructurings", *Fordham Law Review*, vol. 64 (1996), p. 2707.

[62] As taxas de juros aplicadas contratualmente aos países que se encontravam em desenvolvimento estavam acima das taxas básicas de mercado, o que tornava o negócio muito lucrativo para os bancos. À época, os empréstimos estendidos aos países desenvolvidos certamente não trariam tanto lucro aos bancos e aos seus investidores. Deste modo, se os bancos não tivessem apostado nos países em desenvolvimento, os países da OPEC - responsáveis por inflar os depósitos dos bancos comerciais com "petrodólares" – poderiam ter optado por emprestar diretamente aos países em desenvolvimento. Cfr. DAVIS, Tom E. "As causas e consequências da dívida latino-americana", *Revista de Economia Política*, vol. 4, nº 3 (1984), p. 20.

investimentos apresentavam-se não só lucrativos, mas, sobretudo, sólidos. A crescente demanda internacional pela matéria prima exportada pelos países latino-americanos parecia ter estabilizado a economia daqueles Estados[63], fortalecendo, ainda mais, o sólido *status* econômico atrelado àqueles importantes atores soberanos.

Os benefícios destes empréstimos eram, conforme já dito, mútuos. Isto porque, contrariamente ao ocorrido com os bancos comerciais, a valorização dos produtos petrolíferos trouxe consigo consequências negativas à maioria dos Estados que se encontravam em desenvolvimento. As políticas de expansão tecnológica destes Estados eram altamente dependentes dos manufaturados do petróleo e, por isto, as reservas econômicas internacionais destes Estados esgotaram-se rapidamente.[64] Os países apresentavam, pois, uma alta demanda por capital. Neste sentido, os empréstimos comerciais apresentavam-se especialmente interessantes, pois a facilidade apresentada por este tipo de crédito claramente contrastava às condicionantes atreladas aos empréstimos institucionais concedidos pelo FMI.[65] O capital oferecido pelos bancos comerciais norte-americanos apresentava-se ainda mais favorável aos países latino-americanos, pois a alta inflação, presente, à época, no governo dos Estados Unidos da América, rebatia a alta média dos juros aplicados aos países em desenvolvimento, resultando, assim, na obtenção de créditos com baixas taxas de juros reais.[66]

---

[63] Cfr. SANTOS, Alberto Gonzalo, "Beyond Baker and Brady...", p. 72.

[64] O setor industrial brasileiro, por exemplo, se desenvolveu a partir de uma política tecnológica cuja fonte principal de energia era o óleo combustível. A dependência desta fonte energética também refletia nas políticas internas que estimularam a substituição do transporte ferroviário pelo rodoviário, com um aumento nas estradas asfaltadas para escoar a produção. Além disso, o governo pouco realizou a fim de melhorar os transportes coletivos de massa nas grandes cidades, estimulando, assim, os meios de transportes individuais. Sobre este assunto, vejam-se, *inter alia*, CALDERON, Paulo; ROSA, Fontes. "Credibilidade e Mercado Secundário da Dívida Externa Brasileira", *Análise Econômica - UFRGS*, vol. 16, nº 30 (1998), pp. 72-73.;GOLDMAN, Samuel E. "Mavericks in the Market: The Emerging Problem of Hold-Outs in Sovereign Debt Restructuring", *UCLA Journal of International Law and Foreign Affairs*, vol. 5 (2000), p. 165.

[65] Os empréstimos do FMI geralmente estavam atrelados ao aceite de rígidas diretrizes que obrigavam a sujeição dos Estados soberanos a programas de "ajustamentos estruturais econômicos" pré-definidos. Deste modo, a facilidade de concessão dos empréstimos comerciais acabou por acelerar o enfraquecimento do Sistema de *Bretton Woods* como principal fonte de empréstimos soberanos.

Em 1973 os bancos comerciais apenas correspondiam a um terço do total dos financiamentos que tinham como beneficiados os países em desenvolvimento. Os empréstimos continuaram e em 1976 esse percentual já correspondia quase à metade do total. O grande salto se deu, porém, nos anos precedentes a 1980, quando, no seu ápice, o percentual dos empréstimos realizados pelos bancos em prol dos países em desenvolvimento atingiu 70% do total dos empréstimos. Vejam-se, neste sentido, MILLER, Jéssica W., "Solving the Latin American sovereign...", p. 680; AVERY, Ryan E., "Out of the Desert and to the Oasis...", p. 274.

[66] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2707.

2.O término das relações favoráveis: a grande crise de 80

Mudanças na economia mundial e nas políticas econômicas internas acabariam, porém, com aquela favorável situação que beneficiava ambas as partes contratantes. A queda do preço das matérias-primas não petrolíferas e a continuidade da recessão mundial resultaram, respectivamente, na baixa lucratividade e na redução da demanda por estes produtos. [67] Os Estados latino-americanos sentiram, como resultado, uma drástica queda nos níveis de exportação e na sua lucratividade.[68] Deste modo, a situação estabelecida demonstrou-se extremamente desfavorável aos acordos de crédito previamente estabelecidos, uma vez que os países latino-americanos dependiam da receita das suas exportações para cumprir com as obrigações perante os bancos comerciais.

Esses Estados encontraram especial dificuldade no cumprimento das suas obrigações perante os bancos norte-americanos, uma vez que as taxas de juros contratuais aplicadas aos empréstimos concedidos, antes um ponto favorável na sua relação, passaram a ser insuportavelmente altas.[69] As péssimas condições econômicas instauradas no mercado econômico internacional, porém, não podem ser unicamente responsabilizadas pela rápida deterioração da situação passada nos países latino-americanos em desenvolvimento. As falsas expectativas de segurança inicialmente apresentadas pelos bancos comerciais[70] somente somaram-se às falhas estratégias econômicas adotadas pelos governos daqueles

---

[67] No período compreendido entre 1979 e 1981, por exemplo, o preço das *commodities* diminuíam 13,3% a.a., enquanto o preço dos produtos manufaturados diminuíam apenas 2,4% a.a. A economia dos Estados latino-americanos, a exemplo do Brasil, foram, assim, extremamente prejudicadas pela situação que se estabeleceu, à época, no âmbito das relações comerciais internacionais. Vejam-se, sobre este problema, CALDERON, Paulo; ROSA, Fontes, "Credibilidade e Mercado Secundário...", p. 72; POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2707-2708.

[68] Cfr. EDWARDS, Sebastian. *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope.* New York: Oxford University Press, 1995, p. 22.

[69] O governo norte-americano adotou, por meio da sua Reserva Federal, uma política de aumento das taxas de juros nominais. Esta nova política conseguiu combater as taxas de inflação, reduzindo-as substancialmente. A nova política, somada à redução da inflação norte-americana, resultou em um aumento acentuado nas taxas de juros reais previstos nos acordos de débito. O aumento nas taxas de juros norte-americanas atingiu especialmente os Estados devedores latino-americanos, pois a maioria dos empréstimos concedidos a estes países tinha uma taxa de juros flutuante, ou seja, a taxa de juro cobrada seguia a variação do mercado. Cfr. HAYS II, James M., "The Sovereing...", p. 913; EDWARDS, Sebastian, *Crisis and Reform in Latin America...* p. 22; GOLDMAN, Samuel E., "Maverick in the market...", p. 61.

[70] Cfr. DAVIS, Tom E., "As causas e consequências da dívida latino-americana...", pp. 20-21.

países.[71] Em meados da década de 80 o ímpeto que dera início aos massivos pedidos de capital já havia esvaído, dando lugar à sensação de desespero nestes Estados.

Em agosto de 1982, o governo mexicano foi o primeiro a anunciar que não poderia mais cumprir as suas obrigações contratuais. Não tardou para o exemplo ser seguido por mais de 15 Estados, incluindo, *v.g.*, o estado brasileiro, o argentino, o boliviano e o venezuelano.[72]

Os anos subsequentes ao anúncio destas moratórias caracterizaram-se pela instabilidade econômica que se instaurou no sistema financeiro internacional. A antiga dívida daqueles Estados soberanos somava a quantia de mais de 90 bilhões de dólares americanos e os valores da sua reestruturação – compreendida entre o verão de 1982 e a primavera de 1983 – ultrapassaram o total das dívidas soberanas existentes nos 25 anos anteriores à crise.[73] Certamente, o cenário internacional nunca havia presenciado uma crise tão complexa.

A história e as crises internas passadas já demonstraram que as empresas privadas podem, quando se encontram em situações críticas, garantir os seus direitos e a sua manutenção econômica por meio de diversas alternativas legais internas.[74] Os Estados soberanos, por outro lado, conforme visto, não podem recorrer a nenhum instituto especificamente desenhado para conter tais situações. Assim, as reestruturações das dívidas soberanas ocorriam, e ainda ocorrem, de maneira "voluntária". Ver-se-á, mais à frente, porém, que estas reestruturações "voluntárias" normalmente envolvem uma redução no valor total do débito devido, assim, em grande parte das ocasiões, o termo "voluntária", adjetivo

---

[71] No final da década de 70, por exemplo, o governo brasileiro deveria ter ajustado as suas políticas às novas exigências econômicas internacionais. Entretanto, ao invés de ajustar-se, o Brasil adotou, em 1979 e 1980, uma "política populista irresponsável de expansão econômica, que elevou a taxa de inflação de 50 para 100% ao ano". A adoção destas políticas falhas resultou em um aumento exponencial da dívida externa brasileira que, em dois anos, passou de aproximadamente 40 para 60 bilhões de dólares. As exportações, por outro lado, continuaram na casa dos 20 bilhões, o que elevou substancialmente o índice de endividamento externo brasileiro. Cfr., neste sentido, BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos "Da crise fiscal à redução da dívida." *Dívida Externa e Desenvolvimento* (ed. João Paulo dos Reis Velloso). Rio de Janeiro: José Olympio, 1990, pp. 23-24. Acerca dos outros países da América Latina, ver, *inter alia*, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2708.

[72] Cfr. FISCH, Jill; GENTILE, Caroline. "Vultures or Vanguards?: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring", *Emory Law Journal*, vol. 53, nº 1043 (2004), p. 1059.

[73] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2709.

[74] Atentem-se, por exemplo, aos famosos casos que envolveram grandes empresas norte-americanas como a Chrysler, a Nortel ou a GM. Neste sentido, BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul. "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna", *Law and Contemporany Problems*, vol. 73 (2010), pp. 47-48..

às reestruturações, não faz jus ao significado literal da expressão, isto é, diversas forças externas acabam por influenciar a "voluntariedade" das partes.[75]

Os bancos credores da época estavam, por essas razões, em uma situação de alerta perante a instabilidade econômica dos países devedores. A moratória daqueles países ou, até mesmo, um corte substancial nas dívidas soberanas poderia desencadear a falência dos próprios credores, uma vez que grande parte dos bancos havia excedido, em muito, o seu próprio capital em concessões de créditos para os países estrangeiros.[76] Além dos fatores econômicos, o alerta político dos bancos também era justificável, pois o governo dos Estados Unidos não havia dado sinais da adoção de políticas oficiais em resposta à crise.[77]

Deste modo, a primeira reação dos bancos foi a de evitar, a qualquer custo, a moratória dos demais devedores soberanos e, por conseguinte, a proliferação da crise. Desta forma, os bancos credores concordaram, em uma ação conjunta, com a postergação dos vencimentos das dívidas principais, exigindo, porém, a continuidade do pagamento das taxas de juros.[78] A situação de grande parte daqueles Estados era, todavia, demasiadamente crítica.

Os preços dos produtos petrolíferos ainda estavam em alta e a demanda das principais matérias primas exportadas por aqueles países ainda estava em baixa, como resultado, o preço destas matérias também havia reduzido drasticamente.[79] As reservas internacionais dos Estados devedores ainda se encontravam, portanto, esgotadas. Assim, além de não conseguirem pagar a dívida principal, os Estados devedores não possuíam

---

[75] Cfr., infra, capítulo V, item I (A reestruturação das dívidas soberanas), p. 89.

[76] Em 1982 a soma dos créditos fornecidos para devedores soberanos, pelos nove maiores bancos comerciais dos Estados Unidos da América, atingiu a marca de 250% do capital destes bancos. Talvez aqui a afirmação de Keyes caiba melhor do que em qualquer outra situação, pois o economista britânico costumava dizer que "*if a customer owes the bank £100, the customer has a problem; if a customer owes the bank £1 million, the bank has a problem.*" Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2710; COLE, DANIEL H. "Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis", *Columbia Journal of Transnational Law*, vol. 30 (1992), p. 60.

[77] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2709.

[78] De acordo com as regras bancárias da época, os bancos eram obrigados a declarar a inadimplência de uma dívida se os juros sobre um empréstimo não fossem pagos durante um prazo superior a noventa dias após a sua data de vencimento. Neste caso, os bancos tinham a obrigação de providenciar fundos para cobrir a inadimplência destes créditos de cobrança duvidosa. Porém, conforme dito, os bancos também se encontravam em situações extremamente críticas e não poderiam arcar com as consequências econômicas se fossem obrigados a declarar a dívida como malparada. Estava claro que os bancos não possuíam capital para sustentar uma inadimplência tão custosa. A continuidade do pagamento das taxas de juros era, pois, primordial à manutenção da segurança econômica daqueles bancos credores. *Ibid*., pp. 2710-2711.

[79] Cfr. RIEFFEL, Lex, *Restructuring Sovereign Debt...* p. 154.

capital suficiente para acatar o pedido dos seus credores, ou seja, não tinham condições para quitar ou dar continuidade ao pagamento das taxas de juros contratuais.

Como alternativa, a fim de encerrar, ou ao menos conter a crise que havia se instaurado, os bancos credores passaram a conceder empréstimos-ponte aos devedores. Os novos empréstimos eram de interesse, não só dos Estados, mas, também, dos bancos credores e, por isto, cada banco deveria contribuir, nestes novos empréstimos, de maneira proporcional ao crédito que possuíam perante os países devedores.[80] A expectativa geral era de que, no devido tempo, os Estados conseguiriam se recuperar e retomar os pagamentos regulares.[81] Destarte, os empréstimos-ponte auxiliariam os países a dar continuidade aos pagamentos das taxas de juros, permitindo a recuperação dos países devedores e a manutenção econômica dos credores. Contudo, contrariamente às previsões otimistas, as economias latino-americanas não conseguiram se recuperar e, diante do vencimento das dívidas que já haviam sido reestruturadas, os prazos de vencimento dos pagamentos tiveram que ser, mais uma vez, reagendados.[82]

Após diversas postergações da data limite dos pagamentos, tornou-se claro que a reestruturação dos prazos não se apresentava como uma boa solução para a grande crise que havia se instaurado. Os países que estavam em débito com os bancos não apresentavam

---

[80] Os bancos credores, conforme dito, estavam em situação crítica e não poderiam, portanto, arcar com as consequências de um rompimento total dos pagamentos dos Estados devedores. Os bancos que não se encontravam em situação extrema, pois possuíam alguma reserva ou porque não tinham emprestado quantias exuberantes, também tinham interesse na recuperação daqueles países, uma vez que uma crise daquela magnitude apresentaria consequências devastadoras para o sistema econômico internacional. Ver POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2710-2711.

Os Estados, por outro lado, aceitaram os empréstimos-ponte a fim de dar continuidade ao pagamento dos juros advindos das primeiras dívidas, pois os governos daqueles Estados acreditavam que a continuidade do pagamento dos empréstimos já realizados era essencial à boa reputação no mercado internacional e, consequentemente, à obtenção de novos créditos com taxas acessíveis. Cfr. MACMILLAN, Rory. "The Next Sovereign Debt Crisis", *Stanford Journal of International Law*, vol. 31 (1995), p. 323.

[81] Cfr. GOLDMAN, Samuel E., "Maverick in the market...", p. 166.

[82] Os bancos credores conseguiram, usando as várias formas de pressão à sua disposição, entre o período de 1982 e 1984, concluir quarenta e duas reestruturações de dívidas com os governos de trinta e dois países. A reestruturação da dívida do México foi considerada como um padrão a ser seguido. Porém, as diversas reestruturações não foram suficientes para recuperar, ou estabilizar, a economia dos países devedores e, em 1986, o México foi incapaz de atender as obrigações sobre os empréstimos que haviam sido remarcados. Como resultado, o governo mexicano entrou em uma nova série de negociações que resultaram na reestruturação de uma dívida superior a 97 bilhões de dólares.

Podemos afirmar, embora não devido à bons aspectos, que a operação realizada pelo governo mexicano parece ter sido mesmo um padrão, pois as outras reestruturações ocorridas entre o período de 1982 e 1984 tiveram que ser igualmente reestruturadas. As reestruturações passadas “bem-sucedidas” haviam servido, no máximo, para fortalecer as relações entre os credores e os devedores. Ver COLE, DANIEL H., "Debt-Equity Conversions...", p. 62. FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1067.

nenhum crescimento econômico e os novos empréstimos somente aumentaram a dívida destes países perante os seus credores.

As precárias condições enfrentadas pelos cidadãos destes países serviam para ilustrar a situação dos próprios Estados devedores. O produto interno bruto per capita na América Latina diminuiu ao longo da década de 1980, e os níveis de desemprego dispararam[83]. Estava clara a necessidade da busca por novas medidas.

3.Em busca de soluções: a harmonização político-econômica

3.a. A alternativa bancária: o surgimento do mercado secundário

Aplicando a lógica atual, pode parecer curioso o fato de que, apesar das diversas declarações de moratórias dos devedores e das diversas reestruturações das dívidas soberanas, pouquíssimas ações judiciais alimentaram-se dos conflitos à época.[84] Pelo contrário, a tensão e a instabilidade econômica, resultantes da crise e das constantes reestruturações das dívidas estatais, resultaram no desenvolvimento de um mercado secundário voltado à renegociação destes débitos. Isto porque, à medida que a crise começou a se instaurar muitos dos bancos credores começaram a ponderar a possibilidade de "repassar" a titularidade da cobrança dos empréstimos realizados.

Precavendo-se de uma situação crítica, imediatamente após a primeira "rodada" de remanejamento das dívidas, os bancos começaram a desenvolver um pequeno mercado para os empréstimos adquiridos, isto é, para negociar os contratos dos débitos soberanos. As primeiras atividades desse mercado secundário surgiram sob a forma de trocas interbancárias, sendo realizadas, portanto, diretamente entre os bancos credores. As trocas eram realizadas, deste modo, de maneira direta - sob a forma de trocas integrais dos portfólios dos débitos de cada soberano -, portanto nenhum banco se responsabilizava pelo pagamento dos créditos trocados.[85] As trocas visavam à diminuição da exposição econômica dos bancos, nomeadamente daqueles que se apresentavam em situações críticas.

---

[83] Cfr. MILLER, Jéssica W., "Solving the Latin American sovereign...", p. 684-685.

[84] Veja-se, infra, capítulo IV, item I, nº 2 (O modelo atual), p. 70.

[85] Os contratos poderiam conter, porém, disposições acerca da responsabilidade em casos de novos pedidos de empréstimo por parte do país devedor, isto é, disposições acerca da responsabilidade do cessionário em responder a eventuais solicitações de capital em casos de novas reestruturações. Ver, neste sentido, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2715-2716.

Porém, a estratégia inicial não atingiu o objetivo almejado pelos credores, isto é, não conseguiu diminuir significativamente a exposição dos bancos comerciais às moratórias soberanas. As trocas, conforme dito, eram realizadas de maneira direta entre os bancos, assim, a onerosidade das moratórias soberanas ainda era sustentada pela comunidade bancária, nomeadamente por aqueles bancos prejudicados durante as novas trocas. Desta forma, à medida que a crise se acentuou, muitos bancos tornaram-se ansiosos para vender os empréstimos que haviam realizado, tentando, destarte, diminuir a sua exposição nas próximas moratórias soberanas. Assim, embora tenha ficado aquém das expectativas iniciais, os Estados voltaram-se, novamente, ao mercado secundário. Desta vez, porém, o mercado seria utilizado como âmbito de venda dos débitos soberanos.

As vendas, embora não permitissem uma recuperação total dos bancos, poderiam diminuir, e por vezes até eliminar, a exposição de um banco credor perante um determinado devedor.[86] Desta forma, no caso de futuras reestruturações, ou moratórias, os bancos não teriam a obrigação de contribuir, novamente, com grandes quantias em empréstimos, uma vez que a exposição aos devedores mais críticos já teria sido reduzida ou, até mesmo, eliminada.[87]

Devido à baixa credibilidade dos devedores, estes títulos eram vendidos abaixo do seu valor integral. E, conquanto a credibilidade dos credores estivesse em baixa, alguns investidores secundários sentiram-se atraídos pelas novas oportunidades. Isto porque, alguns Estados devedores apresentaram propostas em que credores secundários poderiam, caso aceitassem alguns requisitos propostos, obter o pagamento do valor nominal daqueles títulos. Estes requisitos caracterizavam-se, por exemplo, pela obrigatoriedade da troca dos créditos comprados por parcelas de participação em investimentos de empresas locais ou, em alguns casos, pela alternativa do pagamento da dívida em moeda local ou em títulos soberanos nacionais.[88]

---

[86] Desta forma, os bancos que haviam concedido empréstimos mais baixos, geralmente os bancos menores, foram capazes de reduzir ou eliminar totalmente a sua exposição ao mercado de dívida soberana. Bancos maiores, por outro lado, encontraram grandes dificuldades para reduzir a sua participação no mercado das dívidas soberanas. GOLDMAN, Samuel E., "Maverick in the market...", p. 167.

[87] Ver FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1069.

[88] A compra de créditos soberanos no mercado secundário apresentava-se interessante para aqueles investidores que pretendiam aplicar no mercado dos países devedores. Isto porque, muitos destes investidores precisavam de moeda local para utilizar nas suas futuras aplicações. Assim, as propostas de pagamento integral por parte dos países devedores, mesmo que em moeda local, tornavam-se muito atraentes. Os investidores que se envolviam nas trocas das dívidas externas por capital local poderiam lucrar com a sua operação, pois estes

Deste modo, em princípio, embora de maneira indireta[89], o mercado secundário apresentava-se como uma alternativa à recuperação dos Estados devedores e, diretamente ou indiretamente, como uma alternativa à diminuição da exposição dos bancos ou da recuperação dos seus créditos. Estas vendas representavam uma recuperação aos Estados, pois os devedores poderiam economizar as suas reservas internacionais ao pagar as dívidas na sua moeda local e, ainda, receber investimentos externos com a possibilidade de impulsionar a sua economia interna.[90] Se as dívidas fossem abatidas, por meio do pagamento em moeda local ou por meio da troca das dívidas por investimentos acionários, os débitos perante os bancos reduziam, assim, consequentemente, as taxas de juros a serem pagas também eram amenizadas.

Os credores, por seu lado, eram beneficiados, em princípio, de maneira direta e indireta pelas vendas dos seus títulos de dívidas soberanas. Diretamente, pois, as vendas poderiam reduzir ou, em alguns casos, eliminar a sua exposição perante alguns devedores mais críticos. Da mesma forma, conquanto os títulos fossem oferecidos no mercado secundário abaixo do preço integral, estas vendas apresentavam-se, igualmente, como uma forma de recuperação dos investimentos iniciais. É possível dizer, ainda, que os Estados eram beneficiados, em tese, também de maneira indireta, devido ao investimento que os credores secundários dirigiam aos Estados devedores. O impulso, ou a recuperação, da

---

investidores compravam a dívida dos bancos comerciais por um preço abaixo do valor real no mercado secundário. Se a dívida fosse paga no seu valor integral pelo país devedor, a troca poderia ser muito vantajosa para o investidor, pois a compra de mesma moeda local no mercado aberto certamente demonstrava-se mais onerosa, especialmente devido às taxas de câmbio prevalentes. Cfr., neste sentido, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2716-2717.

O mercado secundário também tornava-se interessante àqueles que desejavam investir de maneira direta nos países devedores. Os programas de *Debt-Equity Swap* ofereciam parcelas acionárias em empresas estatais em troca direta por títulos de dívidas soberanas. Para uma visão mais aprofundada destes programas, em especial daqueles utilizados para refrear a crise latino-americana de 1980, ver COLE, DANIEL H., "Debt-Equity Conversions...", p. 69 e ss.

[89] Alguns Estados tentaram proceder à compra da sua própria dívida no mercado secundário, porém, esta tentativa acabava por fragilizar as relações entre os devedores e os seus credores e entre os credores e os comitês bancários representativos. Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2718.

[90] A conversão do débito em capital estatal, teoricamente, alivia a dívida exterior dos países devedores. Isto porque, o débito da dívida exterior acarreta a necessidade da realização de pagamentos regulares em moeda estrangeira, independentemente do desempenho da economia doméstica do devedor. A troca da dívida por investimento em capital local, por outro lado, acaba por atrelar o retorno do investidor/credor ao desempenho do seu investimento, ou seja, não há necessidade de garantia de pagamentos por parte do governo. Teoricamente, quando aliviado de fazer pagamentos de sua dívida externa, o país devedor pode dedicar as suas reservas para o investimento de capital e crescimento econômico. Veja-se, neste sentido, COLE, DANIEL H., "Debt-Equity Conversions...", p. 83.

economia dos devedores mostrava-se crucial ao término da crise e, consequentemente, à diminuição da exposição econômica dos bancos credores.

3.b. Alternativas políticas: o "plano Baker" e a "titularização" das dívidas

As vendas do débito soberano no mercado secundário, embora realizadas, conforme dito, a preços reduzidos, permitiram a manutenção e, em alguns casos, o fortalecimento econômico dos bancos credores. Assim, conquanto as vendas não tenham sido suficientes para extinguir a exposição econômica dos credores, as eventuais moratórias soberanas, que durante a crise representavam uma grave ameaça à própria existência dos bancos, já não afetavam, de maneira significativa, a sua situação.

O contexto dos Estados em crise, por outro lado, ainda não havia melhorado.[91] Estava claro que o desequilíbrio econômico daqueles devedores já não podia mais ser tratado como um problema transitório, ou seja, como um mero problema de liquidez que poderia ser amenizado com novos financiamentos e reajustamentos de datas.[92] Pelo contrário, os índices de endividamento só pareciam aumentar e a situação crítica dos Estados clamava por novas iniciativas. Anunciado em 1985, pelo então Secretário do Tesouro norte-americano James Baker, o "Plano Baker" buscou suprir essa necessidade.

O plano econômico, apresentado pelo poder executivo norte-americano, previa empréstimos adicionais aos países credores em desenvolvimento, tanto por fontes oficiais quanto por fontes privadas. Estes novos empréstimos estavam condicionados, porém, à adoção de medidas econômicas específicas por parte dos países agraciados.[93] A aplicação destas medidas, que estavam sob a responsabilidade de fiscalização do FMI, almejavam a obtenção de boas taxas de crescimento econômico estatal.[94] O plano, porém, abandonado em

---

[91] As ofertas de *debt-equity* swap, conforme vimos acima, deveriam, teoricamente, impulsionar a economia interna dos Estados devedores. Na prática, porém, estas conversões não parecem ter auxiliado na redução da crise nos países devedores. No Brasil, por exemplo, muito embora o governo tenha convertido, a partir de 1985, mais de meio bilhão de dólares da troca da dívida externa por investimentos em moeda local, as trocas pouco colaboram para a recuperação da economia local. Isto porque, a enorme dimensão dos juros e da dívida não permitiu que estas trocas chegassem a ser uma alternativa viável para amenizar, suficientemente, o problema do endividamento externo brasileiro. Ver, neste sentido, CALDERON, Paulo; ROSA, Fontes, "Credibilidade e Mercado Secundário...", p. 73.

[92] Cfr. BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos "Da crise fiscal à redução da dívida...", p. 31.

[93] Cfr. SANTOS, Alberto Gonzalo, "Beyond Baker and Brady...", p. 76.

[94] Vejam-se, neste sentido, FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1069; POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2714-2715.

meados da década de 80, não conseguiu reduzir a carga de débito dos países devedores, tampouco a necessidade da concessão de novos empréstimos.[95]

Mediante a inviabilidade das estratégias de novos financiamentos e reajustamentos de prazos, os Estados devedores, que se encontravam em péssimas condições e estavam altamente endividados, só podiam contar com uma alternativa: a redução da dívida.[96] Assim, consciente da crescente estabilidade econômica bancária, bem como da necessidade de reduzir a dívida dos Estados devedores, o governo dos Estados Unidos da América se manifestou, novamente, a fim de refrear a tão alargada crise. Em 1989, o então secretário do Tesouro dos Estados Unidos da América, Nicholas Brady, anunciou uma nova medida econômica destinada a incentivar a redução dos encargos da dívida dos países devedores.

A articulada série de princípios voltados à resolução da crise de 80 - hoje conhecidos, em seu conjunto, como "Plano Brady" - previa uma redução no valor total do débito devido pelos Estados soberanos.[97] Estes descontos estavam condicionados, como já o faziam os programas de auxílio anteriores, à adoção de reformas econômicas voltadas ao crescimento econômico do Estado devedor. A principal inovação deste plano econômico, porém, caracterizava-se pela securitização dos empréstimos soberanos por meio da conversão destas obrigações em títulos, hoje igualmente conhecidos por "títulos Brady".[98]

Os títulos regidos pelo novo Plano Brady eram emitidos com um desconto sobre qualquer uma das obrigações advindas do débito, isto é, estes descontos poderiam representar uma redução nas taxas de juro ou, até mesmo, no valor integral do débito.[99] Além disto, os títulos, que eram assegurados pelo Tesouro Americano, possuíam uma data de maturidade maior do que os débitos antigos, possibilitando, assim, uma oportunidade para os Estados estabilizarem a sua economia.[100]

De maneira sintética, o plano propunha o agrupamento de todas as dívidas de um determinado devedor, para, então, mediante um desconto no débito total, transformá-las em

---

[95] Cfr. SANTOS, Alberto Gonzalo, "Beyond Baker and Brady...", pp. 56-57.
[96] Cfr. BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos "Da crise fiscal à redução da dívida...", p. 31.
[97] Cfr. FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1071.
[98] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2720.
[99] Durante a mudança das antigas obrigações soberanas para os títulos Brady, as opções de troca mais comuns eram relativas aos chamados *Par Bonds* ou *Discount Bonds*. Os títulos *Par* eram emitidos em um montante de capital equivalente ao valor integral dos empréstimos dos quais eram convertidos, carregando uma taxa fixa de juros reduzida. Os bônus de desconto, por outro lado, apresentavam uma taxa de juro flutuante, porém eram emitidos com um desconto sobre o valor integral dos empréstimos dos quais eram convertidos. *Ibid*., p. 2721.
[100] Cfr. MILLER, Jéssica W., "Solving the Latin American sovereign...", p. 686.

títulos “Brady” que poderiam ser livremente oferecidos e transacionados pelo público geral. Após a securitização das dívidas as obrigações originais do país devedor, que se encontravam sob a forma de diversos contratos, eram extintas.[101]

3.c. A harmonização dos planos: a expansão do mercado secundário

O plano de securitização dos títulos não poderia ter vindo em hora melhor para os bancos credores, pois a sua economia parecia ter se solidificado e o mercado secundário apresentava uma excelente taxa de crescimento. A decisão do banco *Citibank*, tomada em abril de 1987, que transferiu uma parcela de 2,5 bilhões de dólares dos seus créditos soberanos à sua reserva de empréstimos duvidosos, claramente demonstrava a nova estabilidade econômica dos bancos, bem como a sua conformidade com a provável moratória definitiva dos devedores.[102]

Assim, com a sua economia estável e a fim de extinguir por completo a sua exposição perante novas moratórias, os bancos credores aceitaram participar do novo plano econômico, transformando os seus portfólios de dívidas em títulos de débito que poderiam ser livremente comercializados. Após a sua titularização, os instrumentos que regiam as dívidas passaram a ser oferecidos no mercado secundário a preços especiais, o que proporcionou um rápido crescimento daquele mercado, destacando o interesse dos investidores nos instrumentos de dívida soberana e nas suas altas taxas de retorno.

Os novos investidores compravam os créditos no mercado secundário com a intenção especulativa de lucrar com a valorização dos créditos na medida em que a economia dos países devedores começasse a melhorar.[103] Embora os novos credores não esperassem uma recuperação integral dos valores de *face* dos créditos, os grandes descontos proporcionados pelo mercado secundário garantiam lucro aos investidores, por menor que fosse a parcela reembolsada do valor integral. Os investidores também poderiam contar com a lucratividade dos juros contratuais. Ainda que tivessem sido comprados abaixo do seu valor real, os juros contratuais incidiam sobre o valor integral do débito. O investimento nos títulos soberanos apresentava, assim, uma relação de valor e juro que não era proporcionada por nenhuma alternativa no mercado.

---

[101] Veja-se, sobre este ponto, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2720.
[102] Cfr. MACMILLAN, Rory, "The Next Sovereign Debt Crisis", p. 327.
[103] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2718-2719.

Os bancos credores, por seu lado, além de se livrarem das dívidas malparadas, ainda conseguiram recuperar uma parte dos seus investimentos iniciais, pois os recursos obtidos com a venda dos títulos eram utilizados para extinguir o endividamento dos países devedores perante seus credores bancários. O novo processo de cobrança e venda destes títulos, imprimido pela securitização dos mesmos, permitiu, portanto, que os bancos pudessem extinguir, por completo, a sua exposição ao conturbado ciclo de reescalonamento das dívidas soberanas.

Por fim, os Estados, conforme dito, foram agraciados com diversos descontos que foram aplicados sobre o seu débito total. Esta redução nas dívidas e, por vezes, nos juros, foi essencial à recuperação e solidificação da economia daqueles países.

III. Soluções passadas, problemas futuros: brevíssimas conclusões

Maquiavel foi, igualmente a Jules Michelet, um dos grandes defensores da filosofia da compreensão do presente por meio do estudo do passado. Segundo o autor, "é fácil, para quem estuda com profundidade os acontecimentos pretéritos, prever o que o futuro reserva a cada Estado", assim, ainda segundo o autor, sempre podemos recorrer, em caso de dificuldades atuais, aos remédios já utilizados pelos antigos em situações similares.[104] Nos casos que envolvem as cobranças das dívidas soberanas, porém, o emprego desta filosofia parece encontrar obstáculos, pois a problemática atual encontra suas raízes precisamente nas soluções aplicadas no passado.

Antigamente, isto é, antes da expansão do mercado secundário e da titularização das dívidas, os credores soberanos podiam ser facilmente apontados e identificados pelas suas agendas congruentes. E, exatamente devido à congruência dos seus objetivos, aqueles credores respeitavam as decisões tomadas pela maioria ou por aqueles que estavam encarregados pela condução das reestruturações soberanas.[105] A crise passada foi resolvida,

---

[104] Sobre este ponto, veja-se MACHIAVELLI, Niccolò. *Comentários sobre a Primeira Década de Tito Lívio.* 3ª ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1994, p. 62.

[105] Com vistas a um bom planejamento e uma boa gestão dessa reestruturação, os bancos credores geralmente criavam um comitê de direção, o chamado "Comitê Consultivo Bancário" (CCB). O Comitê, que servia como um elo entre os credores e os devedores, não possuía, oficialmente, poderes para impor as condições negociadas aos bancos menos expostos, porém, as condições expostas pelo CCB eram, usualmente, aceitas por todos. Isto porque, o Comitê Consultivo possuía melhor possibilidade de recolher informações sobre as condições e intenções econômicas dos devedores. Vejam-se, sobre o assunto, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2711-2712; SANTOS, Alberto Gonzalo, "Beyond Baker and Brady...", pp. 99-100.

portanto, em grande parte, devido à percepção da necessidade da realização de sacrifícios mútuos.[106] Isto porque, os bancos credores, em sua maioria, perceberam e acataram a necessidade da realização de sacrifícios em prol da comunidade bancária e dos Estados afetados. O restante dos credores, isto é, aqueles bancos que não demonstraram bom grado neste sentido, ainda podiam ser facilmente "incentivados" a participar das reestruturações, pois aqueles credores encontravam-se à mercê das pressões do mercado e dos governos.

O processo utilizado para refrear aquela grande crise, porém, transformou aquela pequena e, relativamente, homogênea classe de credores em uma classe muito maior e mais diversificada.[107] A expansão do mercado secundário e a facilidade da comercialização dos títulos securitizados são responsáveis por espalhar a titularidade das dívidas soberanas por milhares de credores que variam de enormes instituições a simples investidores privados.

O processo de difusão da titularidade das dívidas soberanas também foi acelerado pelo processo de globalização. Isto porque, o fácil acesso a informações mundiais e a interdependência política e, principalmente, econômica que se estabeleceram no cenário internacional, facilitaram, por um lado, a compra e o acesso dos investidores a novas oportunidades de investimentos, porém, por outro lado, dificultaram o reconhecimento e a identificação destes credores.

A reestruturação do débito de títulos soberanos argentinos em 2001 envolveu, por exemplo, uma negociação com centenas de milhares de credores que possuíam, ao todo, mais de cento e quarenta tipos de títulos regidos por diversas moedas e leis diferentes.[108] Certamente, esta nova classe de credores é esparsa e heterogênea, não se encontrando sujeita às mesmas pressões políticas ou econômicas, anteriormente aplicáveis.

Estes novos credores não possuem, portanto, incentivos suficientes para acatar as reestruturações hoje propostas, pelo contrário, em muitos cenários estes credores encontram-se incentivados, inclusive, a "segurar" a posse dos seus títulos a fim de buscar alternativas mais lucrativas. Sem dúvida alguma, os problemas causados por estes credores, isto é, os *hold-out creditors*, apresentam-se como um dos maiores desafios enfrentados hoje nas reestruturações das dívidas soberanas.

---

[106] Neste sentido, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2772.
[107] Vejam-se, HAYS II, James M., "The Sovereing...", pp. 912-915; POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2763.
[108] Cfr. WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 16.

Assim, é possível afirmar que as mudanças político-econômicas empregadas a fim de refrear, ou extinguir, a crise latino-americana da década de 80, permitiram o estabelecimento do "ninho dos abutres". Não seria errôneo afirmar, portanto, que as ações iniciais dos fundos "abutres" resultaram diretamente das reestruturações ocorridas no período subsequente àquela grande crise.[109]

Porém, não seria correto responsabilizar exclusivamente aquelas mudanças político-econômicas pela problematização atual das reestruturações soberanas. As evoluções nos arquétipos jurídicos, nomeadamente com relação à cobrança das dívidas soberanas, conforme discorrer-se-á no próximo capítulo, também tiverem um papel essencial na permissibilidade e, inclusive, na evolução do *modus operandi* hoje utilizado pelos fundos "abutres".

[109] A primeira grande onda de litígios que envolveram a cobrança de títulos de dívidas soberanas teve início ainda na década de 80, sendo resultado direto das reestruturações realizadas durante aquela grande crise. E embora não fossem ajuizadas pelos fundos "abutres", pois aquelas ações foram ajuizadas em grande parte por bancos e outros credores privados insatisfeitos com as reestruturações na época, os resultados daquelas ações demonstraram que as futuras estratégias dos *hold-out creditors* poderiam proporcionar bons resultados. Se estes motivos não fossem suficientes, é possível afirmar, igualmente, que o primeiro grande sucesso litigioso de um fundo "abutre" perante um soberano originou-se diretamente das reestruturações ocorridas na década de 80, pois o caso que entrelaçou o fundo CIBC e a República do Brasil é tido como o primeiro exemplo de sucesso das buscas lucrativas dos fundos "abutres". Veja-se, neste sentido, SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", pp. 6-7.

CAPÍTULO III:

O DIREITO E A "CULTURA" DOS "ABUTRES"

Não há dúvida de que as mudanças político-econômicas ocorridas no período subsequente à última grande crise latino-americana colaboraram, como visto no capítulo anterior, à criação de um cenário que facilitou o ingresso dos fundos "abutres" no mercado econômico internacional. Porém, conforme se afirmou, as evoluções político-econômicas não foram os únicos fatores a garantir a atuação global destes fundos.

Se os fundos "abutres" estabeleceram o seu "ninho" no cenário internacional após aquela grande crise, isto é, se o contexto e o resultado da crise latino-americana foram responsáveis pelo ingresso destes fundos no mercado econômico internacional, certamente é possível afirmar que as evoluções jurídicas, nomeadamente dos paradigmas relativos à imunidade jurisdicional do Estado, detêm uma parcela substancial na proliferação e na possibilidade da permanência destes fundos no seu novo "*habitat*". Isto porque, a expansão da teoria restritiva das imunidades jurisdicionais do Estado é vista como um fator determinante ao nascimento do modo de operação destes fundos e, por conseguinte, do maior problema hoje enfrentado nas reestruturações soberanas: os chamados *hold-out creditors*.[110]

Apresentar-se-ão aqui, portanto, alguns dos institutos jurídicos que foram, e ainda são, essenciais à compreensão do funcionamento e da permissibilidade da ação destes fundos no cenário internacional. Dar-se-á, porém, especial atenção às imunidades jurisdicionais do Estado. Estes institutos jurídicos internacionais serão aqui analisados de maneira teórica, contextualizando-os, todavia, por meio de exemplos da sua aplicação nas jurisdições nacionais, uma vez que é por esta via que os fundos "abutres" buscam as suas pretensões.

---

[110] Cfr. NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", pp. 700-701.

Atente-se ao fato de que a análise destes institutos perante as jurisdições Britânica e dos Estados Unidos da América será realizada de maneira mais aprofundada, uma que vez que essas jurisdições são responsáveis por acolher a maior parte dos processos que versam acerca das dívidas soberanas.[111]

I. As imunidades jurisdicionais do Estado

É cediço que decorre da soberania e da igualdade estatal o direito que os Estados têm de exercer sua jurisdição, de maneira plena e exclusiva, sobre as pessoas e coisas no seu território nacional. É correto afirmar, igualmente, pois, que decai sobre os Estados a competência de julgar os litígios sobre os quais possuem jurisdição.

Na prática, porém, antes de julgar qualquer controvérsia judicial, um magistrado deve verificar se o litígio apresentado se encontra dentro dos limites impostos à jurisdição estatal, se as normas internas de competência internacional preveem a jurisdição sobre o caso e, inclusive, averiguar se é competente para julgá-lo, ou seja, se o litígio se encontra sob a sua jurisdição interna. Todavia, mesmo diante de um conjunto de respostas positivas às indagações anteriormente realizadas, um magistrado ainda pode encontrar obstáculos ao julgamento de determinados conflitos judiciais. É o caso, por exemplo, dos litígios que envolvam indivíduos ou bens agraciados pelo instituto das imunidades jurisdicionais.

As imunidades jurisdicionais[112] definem-se, em sua classificação mais tradicional, como a "isenção, para certas pessoas, da jurisdição civil, penal, administrativa, por força de normas jurídicas internacionais, originalmente costumeiras, praxe, doutrina, jurisprudência, ultimamente convencionais, constantes de tratados e convenções".[113] As imunidades jurisdicionais (imunidades de jurisdição e de execução)[114] atribuídas aos Estados pelo direito

---

[111] Veja-se, sobre este ponto, *inter alia*, SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", p. 2.

[112] As imunidades aqui estudadas referem-se às imunidades previstas pelo direito internacional. Distinguem-se estas, pois, daquelas previstas pelo direito interno de cada Estado, isto é, distinguem-se, por exemplo, daquelas imunidades internamente previstas a fim de garantir imunidade aos seus representantes dentro do seu próprio território. Veja-se, neste sentido, CASSESE, Antonio. *International Criminal Law.* 2ª ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 302.

[113] Cfr. VALLADÃO, Haroldo. *Direito internacional privado.* vol. III. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1978, p. 145.

[114] A expressão "imunidades jurisdicionais" é utilizada para se referir às imunidades estatais oponíveis à jurisdição de tribunais estrangeiros, seja no processo de conhecimento (imunidade de jurisdição) ou no processo de execução (imunidade de execução). Atente-se, porém, que o termo "imunidade de jurisdição" também pode ser utilizado como gênero que abriga, como espécie, os termos imunidade de cognição e imunidade de execução. Embora as expressões possam ser utilizadas como diferentes rótulos a um mesmo

internacional garantem-lhes, assim, imunidade à jurisdição de tribunais estrangeiros, nomeadamente quando seus agentes, seus atos ou os seus bens estejam em relação direta com a soberania territorial de Estados estrangeiros.[115] As imunidades jurisdicionais do Estado são, portanto, oponíveis aos tribunais nacionais estrangeiros, obstando o exercício jurisdicional em conflitos nos quais os beneficiários destas imunidades encontram-se envolvidos. Estas imunidades jurisdicionais que beneficiam os Estados caracterizam-se, assim, como limitações externas àquela antiga noção de soberania estatal absoluta.[116]

No geral, as imunidades jurisdicionais que são atribuídas aos Estados podem ser divididas em três grandes grupos. O primeiro grupo encontra-se ancorado e positivado pelo direito internacional e se relaciona diretamente com as funções representativas, diplomáticas e consulares do Estado em território estrangeiro.[117] Com caráter igualmente representativo, porém com contornos mais extensos e menos precisos, a segunda vertente das imunidades jurisdicionais estatais compreende as imunidades jurisdicionais atribuídas aos Chefes de Estado e de Governo, aos Primeiros Ministros e aos Ministros dos Negócios Estrangeiros.[118]

---

conteúdo, utilizar-se-á aqui a primeira expressão, pois aquela parece estar em maior consonância com a doutrina jusinternacionalista. Vejam-se, neste sentido, PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick, *Direito Internacional...* p. 462; DOLINGER, Jacob. "A imunidade jurisdicional dos Estados", *Revista de informação legislativa*, vol. 19, nº 76 (1982), *passim*; SOARES, Guido Fernando Silva. *Das imunidades de jurisdição e de execução.* Rio de Janeiro: Forense, 1984, *passim*.

[115] Cfr. PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick, *Direito Internacional...* p. 461.

[116] Lorde Millet esclarece essa posição ao versar sobre a imunidade jurisdicional dos Estados Unidos perante as cortes inglesas, uma vez que o membro da Casa dos Lordes afirma, no julgamento de 20 de julho de 2000, que: "*State immunity, as I have explained, is a creature of customary international law and derives from the equality of sovereign states. <u>It is not a self-imposed restriction on the jurisdiction of its courts which the United Kingdom has chosen to adopt. It is a limitation imposed from without upon the sovereignty of the United Kingdom itself</u>. […] The United Kingdom cannot, by its own act of acceding to the Convention and without the consent of the United States, obtain a power of adjudication over the United States which international law denies it".* Cfr. Holland v. Lampen-Wolfe, (2000), p. 2.

Como limitadores externos à soberania estatal, as imunidades de jurisdição atuam, neste sentido, diferentemente do instituto da competência internacional. Isto porque, o último é adotado internamente pelo próprio país, seja por questão de conveniência ou interesse, enquanto o primeiro decorre de normas internacionalmente impostas. Veja-se, neste sentido, MADRUGA FILHO, Antenor Pereira. *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição pelo Estado Brasileiro e o novo Direito da Imunidade de Jurisdição* São Paulo: Renovar, 2003, pp. 85-92.

[117] Essa vertente da imunidade, que parece preceder a imunidade do representante maior e do próprio Estado, já há tempos encontra sólida normatização nas Convenções de Viena sobre Relações Diplomáticas (1961) e sobre Relações Consulares (1963). A *ratio* desta imunidade assenta na necessidade de assegurar condições para que os oficiais estatais possam exercer, de maneira efetiva, as suas funções representativas em territórios estrangeiros, bem como de garantir a inviolabilidade dos bens estatais em território estrangeiro. Cfr. MELLO, Celso D. de Albuquerque. *Curso de direito internacional público.* 12ª ed., vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 1335; SOARES, Guido Fernando Silva, *Das imunidades...* p. 197.

[118] Atribuída somente aos funcionários com cargos altos nas hierarquias estatais, as imunidades jurisdicionais conferidas à restrita classe destes agentes parecem assentar, além da necessidade de garantir o seu caráter representativo, na efetiva manutenção de estruturas essenciais ao próprio governo do Estado soberano. Ver,

Por último, mas longe de ser menos importante, o terceiro grupo das imunidades jurisdicionais diz respeito ao próprio titular destas imunidades atribuídas aos Estados: o Estado enquanto entidade jurídica. Assim, as imunidades jurisdicionais estatais, ou imunidades do Estado em *strictu sensu*, protegem os bens e os atos jurídicos nacionais contestados no estrangeiro.[119]

Estas imunidades são as que apresentam, portanto, maior relevância para esta pesquisa, uma vez que este instituto jurídico foi utilizado, em diversos casos, na tentativa de defender os Estados devedores em face das investidas dos fundos "abutres". É, primordialmente, por esta razão que passamos a analisar a seguir, com especial atenção, esta estrita categoria das imunidades jurisdicionais do Estado.

1.Noções básicas

A natureza das imunidades jurisdicionais estatais já foi objeto de importantes debates jurídicos, especialmente no âmbito acadêmico. Hoje, apesar das falhas tentativas judiciárias brasileiras, por exemplo, de embasar o direito das imunidades jurisdicionais em diversas normas positivadas, de caráter interno ou internacional, que expressamente autorizassem a concessão de imunidade jurisdicional aos Estados estrangeiros no território brasileiro[120], é possível afirmar que a jurisprudência brasileira reconhece, como os outros

---

neste sentido, CASSESE, Antonio. "When may Senior State Officials be Tried for International Crimes? Some comments on the Congo v. Belgium Case", *European Journal of International Law*, vol. 13, nº 4 (2002).

[119] É importante salientar que o termo será aqui utilizado, no decorrer desta pesquisa, na sua acepção estrita, ou seja, referindo sempre ao Estado (entidade jurídica) como receptor principal destas imunidades. PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick, *Direito Internacional...* p. 461.

[120] MADRUGA apresenta em sua obra, uma detalhada análise crítica da evolução do judiciário brasileiro relativamente à aplicação das normas de imunidade de jurisdição Estatal. O autor observa que o judiciário brasileiro erroneamente buscou fundamentos às imunidades estatais nas mais diversas normas: das regras de cortesia internacional aos Tratados de Viena. Situação semelhante parece ter acontecido nas Supremas Cortes dos Estados Unidos da América: "*In the leading case of Verlinden B.V. v.Central Bank of Nigeria, the Court stated that the granting of immunity is 'a matter of grace and comity on the part of the United States.' Similar language is also found in later decisions. In Altmann, the Supreme Court held again that the practice of barringsuits against foreign governments on jurisdictional grounds was 'a matter of comity.'* MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 122-132; TOMUSCHAT, Christian. "The International Law of State Immunity and Its Development by National Institutions", *Vanderbilt Journal of Transnational Law*, vol. 44 (2011), p. 1117.

Em Portugal, em datas próximas, o entendimento já era mais acertado, ao menos em relação à natureza da norma. "I - Quando um dos sujeitos da relação jurídica submetida à apreciação dos tribunais é um Estado estrangeiro, *maxime*, na posição de réu, tem de atender-se às regras de competência jurisdicional que, em direito internacional, têm por fontes os tratados normativos e o costume, e não àquelas que integram o direito positivo interno." (grifo nosso) Acórdão nº 0015139, 05 de Janeiro de 1981, (1981). Também: "I - Dado que um Estado é soberano e independente dos outros Estados, criou-se uma regra consuetudinária de direito internacional

Estados, e juntamente com grande parte da doutrina internacional[121], a natureza consuetudinária das normas de imunidade jurisdicionais do Estado.

Isto porque, as imunidades jurisdicionais do Estado já há muito tempo encontram arrimo no adágio *par in parem non habet judicium* ou - conforme atribuído a Bartolo de Sassoferato, que assim a descreveu em seu "*Tractatus repraesaliarum"* (1354) – *par in parem non habet imperium*.[122] Aceito por grande parte da doutrina como fundamento histórico das atuais imunidades jurisdicionais, o brocardo traduz a ideia de que em um sistema jurídico igualitário um indivíduo não pode ser julgado por um dos seus pares. Remanescentes, pois, da época das monarquias absolutistas, nas quais a imagem do monarca confundia-se com a imagem do próprio Estado, as imunidades atribuídas aos soberanos passaram aos Estados quando assumiram sua forma moderna, ou seja, quando estes se solidificaram como entidades jurídicas efetivas.[123] Deste modo, um Estado soberano, por exemplo, não pode ser julgado, sem a sua permissão, sob a jurisdição de outros Estados soberanos, isto é, por seus iguais.[124]

---

segundo a qual os Estados estrangeiros gozam de imunidade de jurisdição local quanto às causas em que intervieram na posição de réus. (grifo nosso) Acórdão nº 0004918, 12 de julho de 1989, (1989).

[121] Vejam-se, *inter alia*, PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick, *Direito Internacional...* p. 461; MALANCZUK, Peter, *Akehurst's modern introduction...* p. 118; MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 120-121; TOMUSCHAT, Christian, "The International...", p. 1117.

[122] Celso de Mello atribui, em sua obra, a introdução da ideia traduzida pelo brocardo supracitado à obra produzida por Bártolo de Sassoferato. Atente-se ao fato, porém, de que outros autores demonstram o uso do citado adágio em diversas obras anteriores à obra de Bártolo. Antenor Madruga afirma, inclusive, que o adágio reflete-se antes como um dado da realidade do que como uma criação jurídica, sendo a base de qualquer sistema jurídico. Vejam-se, neste sentido, MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 178-184; MELLO, Celso D. de Albuquerque. *Curso de direito internacional público.* 12ª ed., vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 428.

[123] Veja-se, neste sentido, a declaração do Lorde Browne-Wilkinson, no julgamento do célebre pedido de extradição do ex-Chefe de Estado chileno Augusto Pinochet, atentando a essa precedência histórica ao afirmar que "[*the*] *state immunity probably grew from the historical immunity of the person of the monarch*" (grifo nosso). Cfr. Regina v. Bartle and the Commissioner of Police for the Metropolis and Others Ex Parte Pinochet Regina v. Evans and Another and the Commissioner of Police for the Metropolis and Others Ex Parte Pinochet (On Appeal from a Divisional Court of the Queen's Bench Division), (1999). Vejam-se, no mesmo sentido, SHAW, Malcolm N., *International Law...* p. 698; DOLINGER, Jacob, "A imunidade jurisdicional dos Estados...", p. 6.

[124] Alguns autores afirmam que a identidade histórica da imunidade do soberano perante seus iguais encontra raízes nas imunidades nacionais do soberano. Essa teoria fortaleceu-se, nomeadamente, a partir da máxima de que o rei não comete erros (the king can do no wrong). Segundo GARCIA, forjou-se a partir desta máxima a concepção da imunidade do soberano à jurisdição do seu próprio reino e, como resultado, a imunidade interna, "por razões de conveniência política e de utilidade prática", acabou sendo projetada para o plano externo. SHAW afirma, neste mesmo sentido que "*the sovereign could not be made subject to the judicial processes of his country. Accordingly, it was only fitting that he could not be sued in foreign courts"*. Vejam-se, sobre este ponto, GARCIA, Márcio. "Imunidade de Estado: quem disse que o rei não erra?" *A imunidade de Jurisdição e*

Atualmente o princípio *par in parem non habet judicium* traduz-se na igualdade soberana dos Estados, segundo a qual todos Estados são juridicamente iguais e independentes entre si. A base da aplicação desta doutrina decorre, portanto, *inter alia*, da "noção de que num conflito entre Estados soberanos os tribunais de um deles, na sua qualidade de órgãos de soberania, não oferecem garantias de uma justiça independente e imparcial."[125] Diferente da época na qual os monarcas apresentavam-se como seres soberanos absolutos, a igualdade jurídica remete ao conceito de que todos os Estados devem submeter-se imediatamente e diretamente ao direito internacional, apresentando-se, consequentemente, como entidades jurídicas iguais, ou seja, que não se sujeitam às ordens de outros membros da comunidade internacional, senão diretamente às regras do Direito Internacional. Desta forma, atualmente, as imunidades jurisdicionais do Estado traduzem-se como um obstáculo ao exercício jurisdicional de um Estado sobre outro igual, incluindo, portanto, a imunidade à sujeição perante tribunais estrangeiros. Destarte, estas normas apresentam consequências essencialmente processuais, pois impedem o exercício da jurisdição antes mesmo do julgamento do mérito. Tratam-se, quando se referem exclusivamente à jurisdição judicial dos Estados, de imunidades processuais que impedem a submissão de um Estado, sem o seu consentimento, à jurisdição interna de outro Estado, ou seja, traduzindo-se, nestes casos, como uma ilegitimidade processual passiva.[126]

2.Aplicações passadas: a doutrina absoluta

Inicialmente, isto é, no período compreendido entre o século XIX e, com algumas ressalvas[127], meados do século XX, as imunidades jurisdicionais do Estado impediam, de maneira plena, que Estados soberanos fossem acionados em tribunais estrangeiros. [128] Esta

---

o Judiciário Brasileiro (ed. Márcio Garcia e Antenor Pereira Madruga Filho). Brasília: CEDI, 2002, pp. 83-84; SHAW, Malcolm N., *International Law*... p. 698.

[125] Cfr., MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional*... p. 223.

[126] *Ibid*., p. 224.

[127] Com algumas ressalvas durante o século XX, pois nesta data a doutrina restritiva das imunidades jurisdicionais dos Estados já era, igualmente, empregada. Cfr. DOLINGER, Jacob, "A imunidade jurisdicional dos Estados...", p. 6.

[128] O movimento de aplicação das imunidades jurisdicionais do Estado teve, inicialmente, uma fase que é geralmente expressada pela doutrina como "absoluta". Alguns autores relutam, porém, em utilizar o adjetivo, ao menos sem apontar as suas particularidades. Isto porque, segundo estes autores, as imunidades jurisdicionais do Estado não foram, nem durante a sua primeira fase de aplicação, "absolutas". MADRUGA observa, por exemplo, que nos casos de ações relativas a imóveis nunca se estranhou a submissão do Estado estrangeiro ao *forum rei sitae*. SHAW igualmente afirma que há alguma limitação à teoria absoluta das imunidades

interpretação deriva do paradigmático caso da embarcação *Exchange*, julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos sob o título "*The Exchange v. MacFaddon*", que marcou o início da teoria das imunidades jurisdicionais do Estado.[129] É neste julgamento que o *Chief Justice* Marshall estabelece a relação que tem, por um lado, a soberania territorial dos Estados e, por outro, os limites que deveriam ser impostos a essa soberania.[130]

A famosa decisão influenciou de maneira significativa a doutrina plena das imunidades jurisdicionais do Estado[131], abrindo as portas para a sua aplicação e, consequentemente, para a formação da norma consuetudinária relativa a estas imunidades. Desde modo, mesmo embora o julgamento tenha embasado o fundamento destas imunidades

---

jurisdicionais do Estado. Segundo o autor "*[t]here is some limitation to the absolute immunity rule to the extent that a mere claim by a foreign sovereign to have an interest in the contested property would have to be substantiated before the English court would grant immunity. Since this involves some submission by the foreign sovereign to the local jurisdiction, immunity is not unqualifiedly absolute*". Alguns autores empregam, pois, termos alternativos para expressar a aplicação absoluta das imunidades jurisdicionais do Estado. Termos como "imunidade plena" e "imunidade extensiva" são encontrados na doutrina como alternativas ao termo "imunidade absoluta". Vejam-se, neste sentido, MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* p. 178; SHAW, Malcolm N., *International Law...* p. 703; CARVALHO, Geraldes de. "Da imunidade jurisdicional dos Estados estrangeiros", *Colectânea de Jurisprudência,* vol. Ano 10, nº Tomo IV (1985), pp. 35-37.

[129] Antenor Madruga apresenta uma interessante visão política acerca dos acontecimentos que envolveram o caso da escuna *Exchange*. O autor afirma que, caso fossem outros envolvidos no litígio, a decisão proferida poderia ter tomado rumo diferente, inclusive, contrário ao ocorrido. O autor afirma ainda que não é de se estranhar que o caso tenha recebido tanta atenção na comunidade internacional, tampouco que tenha tido uma enorme significância na criação dos costumes que versaram acerca das imunidades jurisdicionais plenas dos Estados, uma vez que os Estados Unidos da América já se apresentavam, na primeira metade do século XX, como uma potência internacional. Cfr. MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* p. 157.

[130] "*This full and absolute territorial jurisdiction, being alike the attribute of every sovereign and being incapable of conferring extraterritorial power, would not seem to contemplate foreign sovereigns nor their sovereign rights as its objects*. […] [*the*] *perfect equality and absolute independence of sovereigns, and [the] common interest impelling them to mutual intercourse, and an interchange of good offices with each other, have given rise to a class of cases in which every sovereign is understood to waive the exercise of a part of that complete exclusive territorial jurisdiction which has been stated to be the attribute of every nation*". Cfr. The Exchange v. McFaddon, (1812).

[131] Alguns autores afirmam que a decisão proferida pelo C.J. Marshall no caso "*The Exchange v. MacFaddon*" - considerado pela parte majoritária da doutrina como berço da doutrina absoluta das imunidades jurisdicionais - deu origem, pelo contrário, à teoria relativa da doutrina. SALIBA, Aziz Tuffi. "A imunidade absoluta de jurisdição de Estados: "sólida regra costumeira" ou mito?", *Revista Brasileira de Direito Público,* vol. 3, nº 8 (2005), pp. 21-25.

Preferimos, porém, afiliarmo-nos àqueles autores que identificam o caso como origem da doutrina absolutista, isto porque acreditamos que as emergentes indagações com relação a distinção dos atos de gestão ou de império do Estado moderno, surgidas essencialmente no período pós-primeira guerra, não podem ser transpostas à época da decisão. Acreditamos também que a decisão do relator Marshall assentava-se nas clássicas doutrinas que defendiam uma soberania territorial estatal absoluta, o que, consequentemente, levaria à interpretação da concessão pela destas imunidades. Vejam-se, neste sentido, BANKAS, Ernest K. *The State Immunity Controversy in International Law: Private suits against Sovereign States in Domestic Courts.* Berlin: Springer, 2005, pp. 15-21; MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 156-164.

na cortesia internacional, a decisão proferida, no ano de 1812, estabeleceu uma ligação direta entre a soberania territorial e as imunidades de jurisdição como sua exceção.[132]

A teoria estabelecida pelo *Chief Justice* Marshall influenciou diretamente o judiciário de outros Estados regidos pelo sistema da *common law*. O Reino Unido, por exemplo, seguiu de perto a decisão norte-americana, transformando-se, assim, em um dos maiores representante da prática da teoria extensiva das imunidades jurisdicionais do Estado.[133] A aplicação da teoria plena das imunidades jurisdicionais do Estado e, como resultado, a sua expansão foram facilitadas pela "simplicidade" do papel que o Estado exercia à época.[134] A prática britânica ficou bem estabelecida por meio de julgamentos proferidos em casos como o "*Parlement Belge"* e Porto Alexandre.

No primeiro caso estabeleceu-se que os Estados deveriam:

> [...] como consequência da independência absoluta de cada autoridade soberana [...] negar o exercício jurisdicional [...] sobre a propriedade pública de qualquer Estado (que seja destinado a uso público) ou sobre a propriedade de qualquer embaixador, mesmo que esse soberano, embaixador, ou a propriedade [estivesse] dentro de seu território, e, portanto, sujeito à sua jurisdição.[135]

O caso envolvia uma embarcação belga que era utilizada essencialmente para transporte de correio nacional, mas que realizava também transporte de cargas e passageiros particulares. A Corte, que concluiu que as funções exercidas pela embarcação a título privado não eram suficientes para retirar o aspecto público do navio, decidiu negar, em favor da igualdade e independência dos Estados, o exercício da sua jurisdição sobre a embarcação.

O segundo caso, decidido à luz do primeiro, alargou ainda mais a concessão das imunidades. A embarcação Porto Alexandre, que era propriedade do governo português, porém, igualmente, utilizada essencialmente para fins mercantis por empresas privadas, envolveu-se em um litígio devido à falta de pagamento de serviços de reboque prestados por uma empresa privada britânica. A corte, de maneira inconteste, decidiu afastar o exercício da sua imunidade devido à declaração de posse da embarcação por parte do governo

---

[132] A fundamentação instituto aplicado outrora não traz nenhum espanto, pois a decisão proferida pelo relator Marshall assentava em princípios doutrinários estreitamente ligados à acepção da soberania absoluta. Cfr. BANKAS, Ernest K., *The State...* p. 22.

[133] Ver SHAW, Malcolm N., *International Law...* p. 702.

[134] Cfr. CARVALHO, Geraldes de, "Da imunidade...", p. 35.

[135] Tradução livre da decisão proferida pela Corte no caso do *Parlement Belge*. Cfr The Parlement Belge (LR 5 PD 197), (1879).

português, mesmo que esta fosse utilizada para fins particulares.[136] A corte demonstrou, por meio da decisão proferida, a escolha pela aplicação de uma teoria absoluta, ou extensiva, das imunidades jurisdicionais do Estado.

Casos similares também ocupavam, contemporaneamente, as Supremas Cortes norte-americanas, que ainda mantinham, quase 100 anos após o paradigmático julgamento da escuna *Exchange,* a sua posição absolutista. O litígio que envolveu a embarcação *Pesaro*, que prestava serviços comerciais de maneira privada, porém para o benefício da nação, reiterou o entendimento da Suprema Corte norte-americana. A corte proferiu a sua decisão afirmando que, embora fosse controlada por particulares, a navegação, que se encontrava a serviço público do Estado, deveria gozar de todas as imunidades permitidas, de maneira semelhante, inclusive, às embarcações militares estatais.[137] Isto porque, a Corte entendeu que mesmo as atividades comerciais do Estado não poderiam ser separadas do propósito soberano de prover recursos para o tesouro público.[138] Essa interpretação, conforme dito, certamente foi facilitada pela "simplicidade" do papel exercido pelos Estados naquela época.

Não há dúvida, portando, que, devido às suas características e a sua natureza, as imunidades jurisdicionais do Estado poderiam ter facilmente representado um obstáculo ao modo de operação empregado pelos fundos "abutres" no cenário internacional. Isto porque, o impedimento da utilização das cortes nacionais, como meio a um fim lucrativo, poderia ter representado um duro golpe no modo de operação dos fundos "abutres". Porém, conforme se verá a frente, evoluções nos arquétipos jurídicos internacionais resultaram na inocuidade do instituto perante às ações dos fundos "abutres".

3.A doutrina atualmente: o emprego qualificado ou relativo

Embora a "relativização" da doutrina das imunidades jurisdicionais do Estado não apresentasse limites cristalinos, em meados da década de 50 já era possível identificar, no

---

[136] Cfr. "The Porto Alexandre", *The American Journal of International Law,* vol. 14, nº 1/2 (1920).

[137] Segundo a argumentação da decisão: *"[...] if such ships [merchant ships held and used by a government] come within those principles [established in the Exchange case that declares that national ships of war, entering the port of a friendly power open for their reception, are to be considered as exempted by the consent of that power from its jurisdiction], they must be held to have the same immunity as war ships, in the absence of a treaty or statute of the United Stated evincing a different purpose.*" Cfr. Berizzi Bros Co. v. The Pesaro, (1926), § 16º.

[138] Veja-se MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* p. 163.

cenário internacional, a presença de um "novo" movimento relativo às imunidades jurisdicionais.

O movimento de aplicação restritiva das imunidades jurisdicionais do Estado, que se intensificou no período pós-Primeira Guerra Mundial, foi desencadeado, principalmente, pela maior atuação estatal nos setores econômicos, que, até então, eram dominados exclusivamente por entidades privadas.[139] Isto porque, mesmo em direta concorrência com as entidades privadas, os Estados continuaram a invocar o benefício das imunidades jurisdicionais.[140] A atitude não foi bem recepcionada pelos indivíduos e pessoas jurídicas de direito privado que transacionavam com os Estados, não tardando uma reação negativa voltada às imunidades jurisdicionais dos Estados estrangeiros.

Hoje, por exemplo, a aplicação da doutrina das imunidades jurisdicionais do Estado de maneira relativa é vista como uma garantia essencial ao bom funcionamento do mercado econômico internacional, pois essa prática evita "distorções de concorrência causadas pelo recurso abusivo à imunidade soberana dos Estados por parte das entidades públicas envolvidas na prática de atos de comércio."[141] Assim, a aplicação qualificada da teoria, que já não era de toda estranha ao cenário internacional[142], passou a ganhar terreno junto àqueles Estados que antigamente refutavam a sua aplicação.

O Estado norte-americano, por exemplo, famoso por instaurar a doutrina das imunidades jurisdicionais do Estado por meio do seu judiciário, destacar-se-ia novamente, desta vez por meio do seu executivo, na declaração deste novo movimento. Foi, pois, por meio da famosa *Tate Letter*, que o executivo norte americano declarou, claramente, as suas novas intenções acerca da aplicação da doutrina das imunidades.[143] A carta, endereçada ao

---

[139] Isto se deve, em muito, devido à instituição, e consequente maior participação comercial, do Estado do bem Estar Social, Estado Socialista e Estado Empresário. LUPI, André Lipp Pinto Basto. "A convenção sobre imunidade do Estado e seus Bens e o direito brasileiro", *Revista da Faculdade de Direito da UERJ*, vol. 1, nº 19 (2011), p. 3.

[140] Cfr. DOLINGER, Jacob, "A imunidade jurisdicional dos Estados...", p. 10.

[141] Cfr. MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* p. 225.

[142] A aplicação restritiva das imunidades jurisdicionais do Estado sempre encontrou refúgio nas cortes de países europeus como a Itália, a Bélgica e a Suíça. A disparidade da aplicação das teorias das imunidades jurisdicionais do Estado encadeou, inclusive, a negação de uma norma consuetudinária relativa à aplicação absoluta das imunidades jurisdicionais do Estado. Ver, entre outros, SALIBA, Aziz Tuffi, "A imunidade absoluta de jurisdição de Estados...", pp. 21-23.

[143] O departamento de Estado estadunidense já havia influenciado outras decisões do judiciário norte-americano. Casos, por exemplo, como os da "*Compania Espanola v. The Navemar*" e "*Ex parte Peru*", foram diretamente influenciados pelas opiniões da vertente executiva do governo dos Estados Unidos da América. Foi, pois, mediante a percepção da sua influência sobre o judiciário que o Consultor Jurídico, então em

Procurador-Geral daquele país, estabeleceu novos princípios da aplicação das imunidades jurisdicionais em solo estadunidense. O governo norte-americano, antes um dos expoentes da aplicação da teoria extensiva das imunidades jurisdicionais do Estado, passava, portanto, a reger-se pela teoria restritiva destas imunidades, assentando suas decisões na essencial diferenciação entre atos de gestão (*juri gestionis*) ou de império (*juri imperii*).[144]

As cortes britânicas, embora apresentassem alguma resistência inicial, igualmente seguiram o exemplo norte-americano. Antes mesmo da conclusão da legislação interna britânica, o *State Immunity Act* (1978), a *Court of Appeal* britânica já decidia de maneira unânime, no caso "*Trendtex Trading Corporation Ltd v. Central Bank of Nigeria",* negar a imunidade jurisdicional invocada pelo governo nigeriano. A decisão proferida no caso, que ancorou a aplicação restritiva da doutrina das imunidades nas Cortes Britânicas, foi reiterada em casos posteriores, nomeadamente pela Câmara dos Lordes nos casos "*Iº Congreso del Partido*" e "*Alcom Ltd v. Republic of Colombia*".[145]

3.a. Os atos *iure imperium*, *iure gestionis* e as demais exceções à regra das imunidades

Não há dúvida de que o entendimento acerca das imunidades jurisdicionais do Estado evoluiu muito desde a sua antiga aplicação "absoluta", tampouco que grande parte dos autores jusinternacionalistas considere a doutrina relativa das imunidades jurisdicionais do Estado como a mais consentânea com a tendência atual, nomeadamente quando se referem à responsabilização dos poderes públicos por danos aos particulares.[146] Assim, não há hesitação por grande parte da doutrina, portanto, em afirmar que atualmente a norma

---

exercício, Jack Tate, enviou ao Procurador Geral daquele País a carta responsável por reestabelecer os princípios regentes da aplicação das imunidades jurisdicionais no país. Cfr. LOWENFELD, Andreas F. "Claims Against Foreign States - A proposal for reform of United States Law", *New York University Law Review*, vol. 44 (1969), pp. 901-906.

[144] A mudança de pensamento empregada pelo governo dos Estados Unidos da América certamente não levou em consideração somente a necessidade de equilibrar o mercado econômico e as relações comerciais entre entes privados e públicos ou concessionários. Pelo contrário, a interpretação do governo norte-americano, acerca da doutrina das imunidades jurisdicionais, começou a mudar devido ao advento da Guerra Fria, pois não interessava ao Executivo norte-americano conceder imunidade soberana à empresas estatais da União Soviética que operavam nos Estados Unidos. Vejam-se, sobre este ponto, CASSESE, Antonio. *International law*. Oxford: Oxford University Press, 2001, p. 92; PANIZZA, Ugo; STURZENEGGER, Federico; ZETTELMEYER, Jeromin. "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature*, vol. 47, nº 3 (2009), p. 3.

[145] Cfr. SHAW, Malcolm N., *International Law*... pp. 706-707.

[146] Cfr. MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional*... p. 224.

consuetudinária de Direito Internacional que versa sobre as imunidades jurisdicionais do Estado traduz-se na sua interpretação e aplicação restrita.

Porém, embora o costume aponte o fim da aplicação absoluta das imunidades de jurisdição do Estado, a norma consuetudinária não prescreveu, taxativamente, as atividades que obstam a aplicação dos benefícios da imunidade jurisdicional dos Estados. Pelo contrário, para alguns, a norma internacional somente estabelece, em casos específicos, a proibição do exercício jurisdicional nacional quando o réu for um Estado soberano. A escolha de exercer a jurisdição nacional nos casos que não estão explicitamente previstos ainda fica, caso a caso, à discrição dos Estados soberanos.[147] Assim, a linha que divide as causas jurisdicionáveis e aquelas que devem ser agraciadas com as imunidades, portanto, ainda não é cristalina.

Podemos afirmar, porém, que os Estados apresentam uma tendência a não conceder as imunidades jurisdicionais em casos de "transações comerciais, contratos de trabalho, responsabilidade civil por ações ou omissões danosas, questões de propriedade imobiliária ou intelectual, participações sociais, utilização de embarcações para fins não oficiais, sempre que os elementos de conexão relevantes se encontrem localizados no território do Estado do foro".[148]

Portanto, embora a delimitação da tênue linha que divide estas duas categorias (atos jurisdicionáveis e não jurisdicionáveis) ainda não seja clara, ao menos se pode afirmar que a distinção hoje apresentada é mais complexa do que a "simples" dicotomia (público/privado) inicialmente aplicada pelo judiciário norte-americano.[149] Atualmente, devido à ampliação das funções e das maneiras de atuar dos Estados modernos, a distinção destes atos se tornou, igualmente, mais complexa, podendo ser realizada por meio da separação entre "(1) propriedade do Estado ou propriedade privada dos titulares dos cargos públicos, (2) vasos de guerra e navios públicos com fins comerciais e (3) atos *iure imperium*

---

[147] Vejam-se MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* p. 139; MALANCZUK, Peter, *Akehurst's modern introduction...* pp. 119-120.

[148] Veja-se MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* pp. 224-225. Cfr., igualmente, UN. "Convention on Jurisdictional Immunities of States and Their Property ". United Nations (2005), art. 10º e ss.

[149] Isto não significa, porém, uma negação à importância que a distinção entre os atos *iure imperium* e *iure gestionis* tiveram na criação e na evolução desta "nova" doutrina qualificada. Cfr. MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 250-251; DOLINGER, Jacob, "A imunidade jurisdicional dos Estados...", p. 12.

e *iure gestioni*".[150] Cabe atentar ainda, escusando-se, porém, de adentrar profundamente na distinção metodológica da natureza destes atos, que a separação entre os atos de império ou de gestão pode ser realizada com arrimo na natureza do ato realizado ou, ainda, com base no objetivo final do ato.[151] Portanto, a distinção entre atos de gestão e império pode depender da filosofia política aplicada em cada Estado[152] ou, ainda, da interpretação adotada pelas normas internas concernentes ao assunto.[153]

É possível afirmar, destarte, que o Direito Internacional caminha ao encontro da uniformização das situações nas quais as imunidades jurisdicionais do Estado não precisam ser, necessariamente, aplicadas. Embora apresentem a aplicação destas imunidades como regra, normas internacionais como a "Convenção das Nações Unidas sobre as Imunidades Jurisdicionais dos Estados e dos Seus Bens", concluída em 2005, seguem a tendência restritiva ao listar diversas exceções à regra geral da sua aplicação.[154] As ações que se configuram como exceções à regra são aquelas, por exemplo, relativas aos contratos de trabalho, aos danos causados a pessoas e bens, à propriedade, posse e utilização de bens, à propriedade intelectual, à participação em sociedades ou outras pessoas coletivas, à navios de que um Estado é proprietário ou, ainda, relativas à arbitragem.[155]

De qualquer forma, embora seja possível apontar algumas das exceções arroladas por normas internacionais, não podemos negligenciar o papel das normas internas na formação do costume internacional. As leis internas também colaboram, certamente, com o esclarecimento das exceções apontadas pela norma costumeira, servindo, de certo modo, como linhas interpretativas do Direito Consuetudinário Internacional. Caso não fossem

---

[150] Cfr. MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* p. 224.

[151] Para uma análise mais detalhada, vejam-se, entre outros, DOLINGER, Jacob, "A imunidade jurisdicional dos Estados...", pp. 12-14; MELLO, Celso D. de Albuquerque, *Curso de direito...* I, pp. 429-430; SHAW, Malcolm N., *International Law...* pp. 708-714; MALANCZUK, Peter, *Akehurst's modern introduction...* p. 120.

[152] Cfr. DOLINGER, Jacob, "A imunidade jurisdicional dos Estados...", p. 12.

[153] Veja-se, a exemplo, a abordagem adotada pela Convenção das Nações Unidas sobre as Imunidades Jurisdicionais dos Estados e dos Seus Bens acerca da exceção relativa às transações comerciais. Segundo a Convenção: "[*to determinate*] *whether a contract or transaction is a "commercial transaction" under paragraph 1 (c), reference should be made primarily to the nature of the contract or transaction, but its purpose should also be taken into account if the parties to the contract or transaction have so agreed, or if, in the practice of the State of the forum, that purpose is relevant to determining the non-commercial character of the contract or transaction*. Cfr. UN. "Convention on Jurisdictional Immunities of States and Their Property ". Nations (2005), art. 2º, nº 2.

[154] Cfr. SALIBA, Aziz Tuffi, "A imunidade absoluta de jurisdição de Estados...", p. 30.

[155] Veja-se, para uma visão mais aprofundada desta convenção, *inter alia*, LUPI, André Lipp Pinto Basto, "A convenção sobre imunidade do Estado e seus Bens...", pp. 4-6.

suficientes estes argumentos, é importante salientar que, embora não seja correto "realizar uma correlação automática entre a norma interna e a norma internacional simplesmente a partir da constatação das exceções ao princípio das imunidades jurisdicionais do Estado existentes em um certo número de leis internas", o estudo das normas internas se faz primordial, uma vez que muitas destas normas auxiliaram ou, inclusive, incitaram a evolução da própria norma internacional.[156]

4.A transposição da doutrina consuetudinária: as legislações internas

Em que pese a natureza internacional das normas de imunidade jurisdicional dos Estados, não é possível ignorar o fato de que diversos países acabaram por editar as suas próprias leis internas, determinando, sem conflitar, é claro, com a lei internacional, as situação nas quais os Estados estrangeiros devem, ou não, ser agraciados com o instituto das imunidades. A nova tendência da aplicação qualificada das imunidades jurisdicionais do Estado foi, assim, ancorada principalmente pelo estabelecimento de leis internas como o *Foreign Sovereign Immunities Act* (FSIA), proclamado em 1972 nos Estados Unidos da América, e o *State Immunity Act*, que logo seguiu a legislação norte-americana, sendo proclamado em 1976 no Reino Unido.[157]

É importante salientar que estas legislações internas não apresentam conflito com a norma consuetudinária, uma vez que, na medida em que se admitiu o fim da aplicação absoluta das imunidades de jurisdição do Estado, conforme se disse, a norma consuetudinária internacional somente afirmou a existência de uma obrigação de abstenção do exercício de jurisdição de tribunais nacionais em determinados casos que envolvam, como parte ré, os Estados soberanos.

O Direito Internacional parece versar, por meio da norma consuetudinária, portanto, somente acerca dos chamados atos de *iure imperium*, garantindo aos Estados, quando estes agem dentro do âmbito dos atos de império - ou quando estes se abstêm do âmbito das claras exceções consuetudinárias - o afastamento da jurisdição do foro estrangeiro. A escolha da

---

[156] Cfr. MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 256, 258.

[157] Não obstante o seu caráter internacional, também se faz importante mencionar aqui as legislações regionais como, por exemplo, a Convenção Europeia sobre a Imunidade dos Estados, de 1972. Para uma visão mais aprofundada sobre estas legislações internas, vejam-se DOLINGER, Jacob, "A imunidade jurisdicional dos Estados...", pp. 20-36; PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick, *Direito Internacional...* pp. 462-463.

concessão do benefício aos Estados que atuam no campo dos atos de gestão, ou dentro daquele conjunto de atos abrangidos pelas exceções, todavia, fica a cargo da interpretação dos Estados.[158] Novamente, cabe salientar aqui, como já dito anteriormente, que essa interpretação ocorre, normalmente, por meio de normas internas especializadas.[159]

O entendimento das normas regulamentadoras internas destas imunidades faz-se, portanto, de suma importância para o estudo aqui apresentado. Principalmente, porque, mesmo embora seja possível apresentar certa delimitação destas ações por meio da interpretação do costume internacional vigente, estas normas são responsáveis por garantir, ao menos internamente, a segurança jurídica no que diz respeito à aplicação destas imunidades[160], especialmente porque a adoção da doutrina relativa das imunidades jurisdicionais do Estado requer uma especificação mais segura dos atos sujeitos à restrição da aplicação destas imunidades, ainda mais quando se trate de questões duvidosas.[161]

5.As imunidades jurisdicionais e os "abutres"

A doutrina das imunidades jurisdicionais do Estado tem uma íntima relação com a presença dos fundos "abutres" no cenário internacional, bem como com o funcionamento do modo de operação por eles empregado. Conforme explanamos nos capítulos anteriores, a manutenção da existência destes atores, como entidades econômicas, incita a busca pela alternativa mais lucrativa que estes fundos possam conseguir. No momento, conforme igualmente visto, as reestruturações das dívidas soberanas envolvem, em parte substancial, a redução do débito total ou dos juros a ele aplicáveis. A alternativa mais rentável para estes fundos se dá, portando, por meio da busca do ressarcimento dos seus investimentos pela via judicial. Neste sentido, não há dúvida de que as imunidades jurisdicionais do Estado, caso

---

[158] Cfr. MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 139-140.

[159] As primeiras legislações que versaram acerca destas imunidades partiram de países regidos pelo sistema da *common law*. Curiosamente, alguns países regidos pelo sistema da *civil law*, como o Brasil, por exemplo, ainda não possuem nenhuma legislação que verse sobre o assunto. Cfr. LUPI, André Lipp Pinto Basto, "A convenção sobre imunidade do Estado e seus Bens...", p. 1.

[160] Segundo o entendimento de alguns autores, no que diz respeito às condutas que se inserem no âmbito dos atos *iure gestionis*, a regra internacional somente versa que os Estados não são obrigados a conceder imunidade aos Estados estrangeiros, ficando livre, porém, para concedê-las, caso achem necessário. MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição..*; MALANCZUK, Peter, *Akehurst's modern introduction...* pp. 119-120.

[161] Cfr. MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* p. 225.

ainda fossem “absolutas”, poderiam ter representado um grande golpe ao esquema lucrativo destes fundos.[162]

Analisando as exceções à aplicação da doutrina das imunidades jurisdicionais estatais, dentro daquelas previstas pelo direito consuetudinário, é possível afirmar que a cobrança dos fundos “abutres” às dívidas soberanas somente poderia encontrar fundamento na exceção relativa às transações comerciais estatais. Porém, em que pese a sua importância, o termo utilizado pela exceção, isto é, o termo “transações comerciais” em si, não apresenta uma delimitação clara, sendo caracterizado, por alguns, como um termo “vago e incompleto”.[163] Portanto, a exceção compreendida no conjunto apresentado pelas “transações comerciais” apresenta-se como um perfeito exemplo daquelas exceções que ainda dependem, em muito, da especificação interna dos atos que se encontram sujeitos, ou não, ao benefício das imunidades.

É por isto que a decisão proferida pela Suprema Corte dos Estados Unidos no caso que envolveu a República da Argentina e o fundo *Weltover*[164], em 1992, foi tão importante para o futuro da “cultura” dos “abutres”. O caso, apresentado perante a Suprema Corte estadunidense, obrigou os magistrados a decidir se a moratória dos títulos de dívida da República da Argentina, anunciada em conjunto com uma reestruturação, poderia ser caracterizada como um ato tomado "em conexão com uma atividade comercial" que tinha um "efeito direto nos Estados Unidos".[165] Isto porque, os autores da ação - duas corporações panamenhas e um banco suíço que detinham em conjunto cerca de 1 milhão de dólares em

---

[162] Embora alguns autores afirmem o contrário, acreditamos que uma aplicação “extensa” das imunidades jurisdicionais do Estado poderia escudar, em tese, os Estados soberanos nas ações de cobrança realizadas pelos fundos “abutres”. Os Estados somente ficariam à mercê dos fundos “abutres” caso renunciassem à sua imunidade. Não defendemos, aqui, contudo, um regresso à aplicação plena do instituto. Na prática, grande parte dos títulos das dívidas soberanas já incluem, hoje, uma cláusula de renúncia das imunidades por parte do Estado emissor, e isto já seria suficiente para contornar a aplicação extensa das imunidades jurisdicionais do Estado.

Assim, embora a aplicação extensa das imunidades jurisdicionais do Estado pudessem, em tese, escudar os soberanos, na prática, o regresso à aplicação absoluta destas imunidades estaria negligenciando a evolução do próprio Direito Internacional. Cfr., sobre este problema, DING, Yilin, "Absolute, Restrictive, or Something More...", p. 1016 e ss.

[163] Veja-se, por exemplo, a explicação de Antenor Madruga, que utiliza das palavras do Professor James Crawford para embasar a sua opinião. Cfr. MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição...* pp. 269-270.

[164] Cfr. Republic of Argentina et. al. v. Weltover, INC. et. al. (504 U.S. 607), (1992).

[165] *Ibid*., p. 609.

títulos da dívida argentina - se recusaram a aceitar a reestruturação oferecida, ajuizando a ação de cobrança a fim de receber o pagamento integral.

Os próprios magistrados reconheceram a vagueza do termo, afirmando, porém, que o assunto não era inédito nas Cortes norte-americanas. Impulsionados pelo contexto de criação do FSIA, na emergência da aplicação das doutrinas restritivas, e embasados pela doutrina que diferencia os atos pela sua natureza, os magistrados acordaram que quando um governo age, não como regulador de um mercado, mas sim, como um "jogador privado", as ações do soberano estrangeiro devem ser caracterizadas, na acepção do FSIA, como um ato comercial, não importando, portanto, se o governo estrangeiro está agindo com fins lucrativos ou com o propósito de cumprir objetivos exclusivamente soberanos.[166] A Corte continuou a sua fundamentação afirmando, ao especificar os títulos de dívida soberanos, que a natureza comercial destes títulos é confirmada pelo fato de que, na verdade, estes títulos soberanos assemelham-se aos instrumentos de dívida particulares em quase todos os aspectos, uma vez que estes instrumentos, que são altamente negociáveis, somente afirmam a obrigação de um pagamento futuro em dinheiro.[167]

Afirmamos, anteriormente, que cabe ao magistrado, antes do julgamento de uma controvérsia jurídica, verificar a sua competência, interna e internacional, sobre o litígio diante de si apresentado. Continuamos, ao afirmar que, no caso de resposta afirmativa às indagações anteriores, cabe, ainda, ao magistrado verificar se não há algum outro impedimento ao exercício da sua jurisdição, como, por exemplo, se alguma parte pode ser agraciada com o instituto das imunidades jurisdicionais. Os magistrados norte-americanos não tiveram dificuldade, porém, em comprovar a sua competência nos casos ajuizados sob a sua jurisdição, uma vez que mais de 80% dos títulos das dívidas soberanas são regidos pelas leis de Nova York.[168] A confirmação da possibilidade da Corte exercer sua jurisdição sobre o caso, cumprindo o pré-requisito, por exemplo, da comprovação da presença "dos elementos de conexão relevantes no território do Estado do foro"[169], presente no FSIA, não se apresentou, assim, como uma tarefa árdua. Os pagamentos já realizados sob a jurisdição norte-americana, e a sua designação como local dos pagamentos futuros, claramente

---

[166] *Ibid*., p. 614.
[167] *Ibid*., pp. 615-616.
[168] Neste sentido, SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", p. 2.
[169] Cfr. MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional*... p. 225.

demonstraram a conexão e os efeitos diretos que a reestruturação e a moratória argentina possuíam com a jurisdição norte-americana.[170]

A caracterização da emissão dos títulos soberanos e das suas respectivas reestruturações como "atividades comerciais" na acepção do FSIA - e a consequente afirmação da possibilidade do exercício da jurisdição norte-americana sobre os conflitos oriundos destas atividades - certamente reduziu a viabilidade estatal de invocar o benefício das imunidades jurisdicionais no território judicial de preferência dos fundos "abutres".

II. Defesas Alternativas: a Cortesia Internacional, a Teoria do Ato do Estado e as normas *anti-champerty*

Conquanto seja a principal doutrina aplicada em defesa dos Estados soberanos perante cortes estrangeiras, não só a doutrina das imunidades jurisdicionais sofreu com os "ataques" dos fundos "abutres". Outras doutrinas jurídicas, tanto internacionais, quanto internas, foram paulatinamente derrubadas pela argumentação dos fundos "abutres" e pelas cortes nacionais.

1.A doutrina do Ato do Estado

Usualmente invocada nos países que adotam o sistema da *common law*, a doutrina do Ato do Estado encontra-se estreitamente ligada ao instituto das imunidades jurisdicionais do Estado, e por isto faz-se importante a distinção da primeira em relação à última. Em breves linhas, podemos afirmar que a doutrina do Ato do Estado impede que um juiz se pronuncie, ou exerça jurisdição, sobre a eficácia e validade de um ato realizado em solo de um Estado estrangeiro, assim, esta doutrina impede que um magistrado se pronuncie, por exemplo, acerca de uma legislação estrangeira.

Originalmente ligada aos princípios das imunidades jurisdicionais soberanas, a doutrina do Ato do Estado hoje encontra fundamento "nas relações entre os ramos internos de um governo que se guia pelo sistema de separação de poderes."[171] Segundo esta interpretação, e devido às preocupações políticas subjacentes a esta doutrina, o ramo Judiciário de um Estado não pode tomar uma ação que poderia, como resultado, comprometer outro ramo do poder interno. A aplicabilidade da doutrina evita, destarte, o

---

[170] Cfr. Republic of Argentina v. Weltover, (1992), pp. 618-619.
[171] Cfr. Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola (757 F.2d 516), (1985), p. 520.

provável impacto que uma ação do judiciário poderia causar sobre as relações internacionais comandadas pelo executivo. Assim, se o exercício de adjudicação de um Tribunal for suficiente para constranger ou dificultar a tarefa do executivo no domínio das relações externas, o tribunal deve abster-se de indagar sobre a validade dos atos de um Estado estrangeiro.[172] É importante salientar, porém, que um magistrado ainda pode, segundo a doutrina do Ato do Estado, julgar o mérito de um caso que envolva um ato estadual realizado no estrangeiro, contanto que o juiz não se pronuncie a respeito do ato em si, assim, consequentemente, o magistrado não poderá se pronunciar acerca do caso se o próprio ato for o objeto central do litígio judicial.

A grande diferença entre a doutrina do Ato do Estado e as imunidades jurisdicionais encontra-se, assim, nos diferentes reflexos que estas doutrinas acarretam ao caso concreto. Enquanto a imunidade jurisdicional do Estado apresenta-se, conforme visto, como uma barreira ao exercício da jurisdição de cortes estrangeiras - que obsta o exercício de adjudicação sobre um litígio no qual o tribunal possuiria jurisdição -, a doutrina do Ato do Estado derroga da jurisdição nacional a parcela do litígio que envolva o ato "imune".[173] Outro aspecto importante, concernente à Doutrina do Ato do Estado, que difere da teoria das imunidades jurisdicionais do Estado, diz respeito à impossibilidade de renúncia deste benefício.[174] No caso da aplicação desta doutrina nas relações entre os "soberanos" e os "abutres", por exemplo, é possível afirmar que os Estados não ficariam à mercê, portanto, de cláusulas contratuais que preveem a renúncia dos seus benefícios, como ocorre, geralmente, com a renúncia contratual do benefício das imunidades jurisdicionais.

Porém, contrariamente do que possa aparentar, como defesa perante as ações de cobrança das dívidas soberanas, realizadas pelos fundos "abutres", a Doutrina do Ato do Estado apresenta uma aplicabilidade limitada, pois a eficácia desta defesa depende da comprovação de que o ato estrangeiro tenha sido realizado em território nacional do Estado estrangeiro. Os atos soberanos estrangeiros cometidos em território norte-americano, por exemplo, não podem ser agraciados por esta doutrina. As ações de cobrança de débito podem ser, neste sentido, um pouco complicadas. Diferentemente do ocorrido com a cobrança de pagamentos de uma propriedade, por exemplo, a localização da realização das ações

---

[172] *Ibid*., pp. 520-521.
[173] Cfr. SHAW, Malcolm N., *International Law*... p. 700.
[174] Veja-se POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2732.

referentes a um direito de cobranças de bens intangíveis, como os débitos dos empréstimos soberanos, pode apresentar maior dificuldade.

As decisões proferidas nos casos que envolveram a República da Costa Rica e o Banco *Allied International*[175] representaram, neste sentido, um marco, não só na dinâmica da relação entre os Estados e os "abutres", mas, também, no âmbito das cobranças dos débitos soberanos, especialmente em território norte-americano.

Como agente representativo de um sindicato formado por 39 bancos comerciais norte-americanos, o Banco *Allied International* moveu, em 1983, sob a jurisdição estadunidense, uma ação de cobrança dirigida a três bancos estrangeiros controlados pela República da Costa Rica.[176] Os réus, que costumavam realizar os pagamentos dentro do cronograma, tornaram-se inadimplentes, porém, em 1981 devido a uma série de restrições econômicas impostas pelo governo da Costa Rica.[177] Embora a Corte de primeira instância tenha reconhecido o débito dos réus, negando todas as suas tentativas de invocar as imunidades jurisdicionais[178], a decisão proferida reconhecia a impossibilidade de um julgamento favorável em favor dos autores, pois uma sentença judicial neste sentido "constituiria uma determinação judicial contrária às diretrizes governamentais dos réus".[179] Ademais, segundo a linha de interpretação da Corte, isso colocaria "o Poder Judiciário dos Estados Unidos em desacordo com as políticas estabelecidas por um governo estrangeiro em um assunto considerado de importância central por esse governo."[180] Certamente, caso seguisse nessa direção, o tribunal poderia colocar em risco as relações entre o Poder Executivo dos Estados Unidos e o governo da Costa Rica.

Os tribunais norte-americanos, em geral, vêm rejeitando, porém, esta interpretação. O simples argumento de que a moratória de uma dívida soberana, perante credores estrangeiros, derivou de uma restrição governamental, seja por meio da proibição ou da imposição de medidas estatais, já não torna indiscutível a afirmação de que o soberano

---

[175] Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola (566 F.Supp. 1440), (1983). (doravante Allied Bank International I); Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola (733 F.2d 23), (1984). (doravante Allied Bank II); e Allied Bank International III, (1985). (doravante Allied Bank III).

[176] A ação tinha como objeto a falta de pagamento de um empréstimo que tinha sido realizado pelo sindicato bancário, como um conjunto, em benefício destes três bancos estatais costa-riquenhos. Cfr. Allied Bank International I, (1983), §§ 1º-4º.

[177] *Ibid*., §§ 3º-4º.

[178] *Ibid*., §§ 11º-13º.

[179] *Ibid*., § 18º.

[180] *Ibid*.

estrangeiro agiu, por completo, dentro de seu próprio território e com fins soberanos.[181] Caso essa afirmação sempre fosse verdadeira, e a doutrina do Ato do Estado somente considerasse a localização do ato para verificar a concessão deste benefício, isto é, sem considerar as suas consequências, a aplicação desta doutrina seria extremamente ampla, prejudicando as tendências internacionais que visam restringir a concessão das imunidades estatais.

Assim, embasada em uma interpretação mista, a Corte de Apelações norte-americana chegou à conclusão de que a ação dos réus não poderia ser abrangida pela doutrina do Ato do Estado. Isto porque, os pagamentos haviam sido acordados e, inclusive, já realizados sob a jurisdição de Nova York. Segundo a interpretação da Corte, as ações do governo da Costa Rica não haviam extinguido, por completo, as obrigações relativas aos débitos soberanos, pois as restrições econômicas apenas impediram o pagamento dos débitos em um lapso temporal específico.[182] Segundo a interpretação da Corte, portanto, os débitos ainda existiam e eram válidos, sendo regidos, inclusive, pela lei norte-americana.[183] Claramente, segundo esta interpretação, a ação do governo da Costa Rica não poderia se circunscrever somente ao território daquele governo estrangeiro, não podendo ser abrangida, como resultado, pela doutrina do Ato do Estado.

A interpretação utilizada pela Corte de Apelações norte-americana, na última decisão proferida na saga que envolveu o banco autor e o governo da Costa Rica, praticamente encerrou a aplicação da doutrina do Ato do Estado como uma defesa perante as ações de cobrança de dívidas soberanas. Isto porque, conforme vimos, os contratos de débitos soberanos normalmente preveem os pagamentos em dólares americanos, bem como, a utilização da jurisdição de tribunais norte-americanos em caso de conflitos.

2.A cortesia internacional

O termo “cortesia internacional” remete a um conjunto de práticas que são largamente utilizadas entre os Estados, nomeadamente devido à tradição ou cortesia. Essa ritualística prática não possui, destarte, um senso legal de obrigação.[184] Este conceito, que

---

[181] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2735.
[182] Cfr. Allied Bank International III, (1985), p. 121.
[183] *Ibid*., pp. 121-122.
[184] Sobre este ponto, vejam-se, *inter alia*, MALANCZUK, Peter, *Akehurst's modern introduction*... pp. 2, 44; SHAW, Malcolm N., *International Law*... p. 2.

se traduz, segundo a Suprema Corte norte-americana, “no reconhecimento [...] da validade dos atos legislativos, executivos ou judiciais de uma nação estrangeira”, difere da doutrina do Ato do Estado em dois pontos essenciais.[185] Em primeiro lugar, ao contrário do ato de doutrina de Estado, a cortesia internacional não limita a aplicação dos seus benefícios somente aos atos realizados em território estrangeiro. Assim, teoricamente, um tribunal poderia proferir uma decisão com base na doutrina da cortesia internacional mesmo que o ato em julgamento tivesse sido, ou não, realizado em solo estrangeiro, bem como, poderia invocar a imunidade mesmo que este ato refletisse de maneira negativa em território estadunidense. Em segundo lugar, e talvez mais importante aqui, por causa da falta de uma limitação territorial, um tribunal só pode conceder um benefício a um Estado estrangeiro com base nesta doutrina, ao menos no judiciário norte-americano, se os atos estrangeiros que estiverem sendo julgados forem congruentes com a lei e política nacionais.[186]

Curiosamente, enquanto a doutrina do Ato do Estado procura impedir a “invasão” interna de um poder no âmbito regido por outros poderes internos, a doutrina da cortesia internacional, pelo seu lado, pode deixar o judiciário perante uma delicada situação, pois caberá aos tribunais, em casos dúbios, interpretar a política do poder executivo em determinados assuntos. É neste sentido que as decisões dos casos que envolveram o Banco *Allied* e a República da Costa Rica mostram-se, novamente, de suma importância ao entendimento da interpretação do judiciário e do executivo norte-americano, nomeadamente com relação às cobranças das dívidas soberanas.

Demonstramos acima que, à época, conquanto o tribunal tenha afirmado o débito dos réus em face dos bancos comerciais norte-americanos, o juiz da corte de primeiro grau acabou por dispensar a ação movida pelos pleiteantes com base na doutrina do Ato do Estado. Porém, entrementes, enquanto a primeira ação movida em face dos bancos estatais ainda estava pendente, os bancos credores e o governo da República da Costa Rica deram início a negociações de reestruturação da dívida, acordando, em 1983, acerca de uma nova reestruturação.[187] Um dos 39 bancos representados pelo sindicato bancário, porém, não aceitou o acordo. Deste modo, o agente do sindicato bancário, representando, desta vez, especificamente o banco *Fidelity Union Trust Company of New Jersey*, interpôs recurso para

---

[185] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2738.
[186] *Ibid*.
[187] Cfr. Allied Bank II, (1984), pp. 5-6.

reformar a anterior decisão de primeiro grau que negou a ação com base na doutrina do Ato do Estado.

A nova tentativa de cobrança das dívidas não rendeu frutos, pois o Tribunal indeferiu os pedidos de reforma da decisão anterior. É interessante salientar, todavia, que o Tribunal passou a embasar a improcedência daquele recurso na doutrina da Cortesia Internacional, e não mais devido à procedência da doutrina do Ato do Estado. Segundo a Corte, os atos do governo da Costa Rica estavam de acordo com as políticas norte-americanas, pois os poderes executivo e o legislativo dos Estados Unidos já haviam, inclusive, apoiado os esforços de reestruturação da dívida por parte do governo costa-riquenho.[188] A Corte afirmou, assim, a validade dos atos do governo estrangeiro, negando, por cortesia, a ação movida pelos autores da cobrança.

Contudo, após pressões da comunidade econômica[189] o Tribunal de Apelações norte-americano, conforme já exposto, acabou por reestruturar a sua decisão anterior, desconstruindo os argumentos de defesa embasados na Doutrina do Ato do Estado e nas regras da cortesia internacional. Certamente, a tarefa de desconstruir os argumentos apresentados nos dois primeiros julgamentos tornou-se mais fácil após a participação do Departamento de Justiça norte-americano, pois, conforme a Corte sutilmente demonstrou, o

---

[188] Segundo a Corte, a proibição do pagamento do débito da Costa Rica "*was not a repudiation of the debt but rather was merely a deferral of payments while it attempted in good faith to renegotiate its obligations.*" Ademais, a Corte afirmou que "[*the United States*] *foreign policy is indicated by the support voiced for the renegotiation by both the legislative and executive branches of our government.*" *Ibid*., pp. 10-11.

[189] A afronta à decisão partia do argumento de que as cortes de Nova York poderiam, por meio desse julgamento, transmitir uma mensagem de indiferença perante o incumprimento dos contratos financeiros soberanos. Certamente, a impossibilidade de se buscar, judicialmente, uma reparação do incumprimento de um contrato financeiro poderia abalar a importância da "capital" financeira norte-americana perante o cenário internacional. Cfr. FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1083.

A causa alegada pelo banco *Fidelity* também recebeu apoio da *New York Clearing House Association* (Uma associação bancária formada por grandes bancos comerciais de diversas partes do mundo). A associação assistiu o processo como *amicus curiae,* interpondo argumentos a favor da causa defendida pelo banco pleiteante. Bainbridge afirma que o auxílio, por parte da associação bancária, na busca de uma decisão judicial favorável à reivindicação do autor pode "parecer" prejudicial à própria abordagem de reestruturação do sindicato bancário e dos bancos que haviam aderido à reestruturação. Deste modo, o autor afirma que a explicação para tal ação somente encontra fundamentos na ideia de que uma decisão favorável, no caso *Allied*, poderia estabelecer um precedente legal de interesse da Associação. Isto porque, a possibilidade legal de se buscar o cumprimento das obrigações de pagamento de dívidas soberanas poderia auxiliar, e até mesmo alavancar, futuras negociações dos comitês bancários perante Estados soberanos devedores. BAINBRIDGE, Stephen. "Comity and Sovereign Debt Litigation: a bankruptcy analogy", *Maryland Journal of International Law and Trade*, vol. 10, nº 1 (1986), pp. 30-31.

órgão esclareceu que as políticas unilaterais que impediam o pagamento das dívidas externas eram contrárias à política do governo norte-americano.[190]

Esta decisão esclareceu dois pontos essenciais à relação da doutrina da cortesia internacional com os casos de cobranças das dívidas soberanas. Primeiramente, demonstrou que a declaração unilateral de uma moratória, mesmo que a fim de assegurar uma reestruturação da dívida, não está de acordo com as políticas governamentais norte-americanas, especialmente devido ao interesse que o governo estadunidense tem em manter o *status* de Nova York como um dos centros comerciais mais importantes e seguros do mundo.[191] Segundo, esta decisão serviu para demonstrar a fraqueza do instituto da cortesia internacional como defesa soberana, nomeadamente quando utilizada sob a jurisdição dos Estados Unidos. A reversão abrupta da interpretação do Tribunal, mesmo que induzida pela participação do executivo daquele Estado, demonstrou a insegurança jurídica da doutrina da cortesia internacional quando utilizada como defesa soberana em face das ações de cobrança de dívidas, uma vez que a probabilidade do sucesso da defesa, em solo estadunidense, está diretamente ligada à política norte-americana.[192]

3.A doutrina *Champerty*

Conforme visto, parte substancial dos litígios que envolvem a cobrança das dívidas soberanas desenvolve-se no âmbito dos judiciários nacionais. Não é de se estranhar, portanto, que, insatisfeitos e desamparados[193] com as defesas internacionais que estavam à sua disposição, os Estados foram buscar abrigo nas legislações internas. A busca e o esforço

---

[190] "*On rehearing, the Executive Branch of the United States joined this litigation as amicus curiae and respectfully disputed our reasoning. The Justice Department brief gave the following explanation of our government's support for the debt resolution procedure that operates through the auspices of the International Monetary Fund (IMF).* […] *Costa Rica's attempted unilateral restructuring of private obligations, the United States contends, was inconsistent with this system of international cooperation and negotiation and thus inconsistent with United States policy.*" Cfr. Allied Bank International III, (1985), p. 519.

[191] *Ibid*.

[192] Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2741.

[193] O litígio que se desenrolou nas cortes norte-americanas e que envolveu o banco CIBC e o Banco Central do Brasil é um perfeito exemplo deste sentimento, pois curiosamente a defesa brasileira não procurou dispensar a ação por meio das defesas soberanas mais tradicionais, isto é, com arrimos na imunidade de jurisdição, na doutrina do Ato do Estado ou nas regras da cortesia internacional. A defesa brasileira procurou embasar sua defesa, todavia, na aplicação da doutrina *champerty*. Segundo alguns doutrinadores, isto pode ser entendido como um reconhecimento da inaplicabilidade daqueles institutos já à época. *Ibid*., p. 2748.

dos soberanos não foram em vão, pois a doutrina *champerty*, por exemplo, poderia ter sido uma das principais ferramentas na defesa dos Estados soberanos perante os fundos "abutres".

Com raízes medievais[194], a doutrina *champerty*, que tem origem na *common law* britânica[195], pode ser encontrada em diversas leis estaduais norte-americanas.[196] Encontra respaldo, inclusive, nas Cortes de Nova York[197], que, conforme vimos, exercem jurisdição sobre parte substancial dos litígios que se desenvolvem no âmbito das dívidas soberanas. Sumariamente, esta doutrina proíbe o ajuizamento de ações que tem como base uma reivindicação comprada exclusivamente com o intuito de litigar para obter lucros.[198] A doutrina, de certa forma, procura coibir o "tráfico" de litígios jurídicos.[199] Portanto, não há dúvida de que, caso os tribunais tivessem aceito esta defesa de maneira ampla, as leis *anti-champerty* poderiam ter efetivamente terminado com a indústria especulativa dos fundos "abutres"[200], uma vez que estes fundos adquirem os títulos das dívidas soberanas, por meio do mercado secundário, com o claro intuito de tentar obter lucro por meio do pagamento integral destas dívidas. Porém, embora possa apresentar-se como a perfeita defesa às investidas dos "abutres", a doutrina encontrou pouquíssimo sucesso neste âmbito.

O primeiro insucesso da doutrina face à investida de um fundo "abutre" revelou-se no famoso caso que envolveu a família Dart e o Banco Central do Brasil. Mediante invocação da doutrina por parte da defesa brasileira, o tribunal, após reconhecer a validade da dívida por parte da República do Brasil, negou a argumentação de defesa brasileira que se embasava, primordialmente, na violação das normas *anti-champerty*. Segundo o Tribunal, recaía sobre o réu o ônus de demonstrar que a compra, ou a atribuição da titularidade dos débitos, havia sido realizada com a intenção e propósito de instaurar a ação. Para comprovar tal intenção, os réus deveriam apresentar um fato que demonstrasse, especificamente, aquela

---

[194] SMITH, George Bundy; HALL, Thomas J. "The Narrow Application Of the Champerty Doctrine", *New York Law Journal*, vol. 248, nº 77 (2012), p. 1.

[195] BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul, "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation...", p. 54.

[196] WAUTELET, Patrick R. "Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors: How to Find a Balance?" *Insolvabilité des États et Dettes Souveraines* (ed. Mathias Audit). Paris: LGDJ, 2011, p. 6.

[197] A doutrina encontra bases na Seção 489 da lei judiciária de Nova York. Cfr., SMITH, George Bundy; HALL, Thomas J., "The Narrow Application...", p. 1.

[198] Vejam-se, entre outros, HAYS II, James M., "The Sovereing...", p. 918.

[199] Cfr. PROCTOR, Charles, "Vulture funds...", p. 632.

[200] Cfr. BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul, "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation...", p. 54.

intenção.[201] Embora os réus tenham apontado que o contexto do caso apresentava fortes indícios neste sentido, o tribunal não deu procedência ao pedido, pois julgou haver outras razões que legitimavam a troca da titularidade dos débitos, não podendo apontar, de fato, que a nova atribuição e o litígio feriam as leis *anti-champerty*.

A posição das cortes norte-americanas não intimidou os Estados "atacados" que, embora incumbidos com uma alta carga probatória[202], continuavam a insistir na invocação da doutrina. Porém, a decisão proferida no litígio que envolveu o governo da República do Peru e o fundo "abutre" *Elliot Associates*, que poderia ter representado a maior vitória dos Estados perante estes fundos, tratou, pelo contrário, de acabar de vez com a aplicação do instituto no âmbito das dívidas soberanas. Após uma decisão favorável em primeira instância[203], a doutrina foi derrubada e praticamente extinta com a decisão proferida em segunda instância.

Depois de uma extensa revisão da legislação, de casos anteriormente julgados pelo Tribunal de Apelação e dos princípios subjacentes à doutrina *champerty*, o Tribunal acabou por concluir que "a aquisição de uma dívida com a intenção de mover ação contra o devedor não é uma violação do estatuto *anti-champerty*, uma vez que a ação tem como objetivo principal a cobrança da dívida adquirida".[204] Continuando, a Corte afirmou que "o objetivo principal do fundo era a obtenção do pagamento, sendo a ação incidental e contingente".[205] O conjunto da obra, isto é, a reforma da decisão em primeiro grau e a linha de argumentação da Corte de Apelação, sem dúvida alguma, representou um duro golpe aos opositores dos fundos "abutres". Certamente, comprovar a única e exclusiva intenção de litigar apresentava-se como uma tarefa praticamente impossível. Porém, não dispostos a correr riscos, os fundos "abutres" pressionaram o legislativo, incitando uma mudança da legislação *anti-champerty*

---

[201] Veja-se CIBC Bank and Trust Co. (CAYMAN) Ltd v. BANCO CENTRAL DO BRASIL (886 F. Supp. 1105), (1995).

[202] Cfr. SMITH, George Bundy; HALL, Thomas J., "The Narrow Application...", p. 1.

[203] A argumentação da decisão de primeira instância procurou arrimo nos fatos que envolveram a propositura da ação, isto é, no currículo dos indivíduos reunidos para o projeto da dívida peruana, no atraso do fundo em fechar as negociações da dívida peruana (a fim de esperar o término e os consequentes esclarecimentos proferidos no litígio que envolveu o banco *Pravin*), na ausência de credibilidade em demonstrar a procura por soluções alternativas de resolução do conflito e na conduta do fundo após a compra do débito. Ou seja, a decisão poderia ter aberto um precedente excelente para futuras defesas soberanas, pois esta linha de argumentação reduziria a maior dificuldade da invocação da doutrina, seu cargo probatório. Cfr. Elliot Associates, L.P v. Banco de La Nacion (12 F. Supp. 2d 328), (1998), p. 6.

[204] Elliot Associates, L.P v. Banco de La Nacion (194 F.3d 363), (1999).

[205] *Ibid*.

que, agora, não pode mais ser aplicada em dívidas que ultrapassem o valor de 500 mil dólares.[206]

III. "Incentivos" jurídicos à "cultura" dos "abutres": breves conclusões

Diversos foram os desenrolares jurídicos, internos ou externos, que colaboraram, portanto, à proliferação da ação dos fundos "abutres" no cenário internacional. Alguns litígios, que se apresentam como marcos no desencadear da ação dos fundos "abutres", ocorreram, inclusive, antes mesmo do seu aparecimento no âmbito das dívidas soberanas. Os casos que envolveram a República da Costa Rica e o Banco *Allied International*, por exemplo, não só marcaram o âmbito das dívidas soberanas por caracterizar-se como um dos primeiros casos que envolveram a ação dos chamados *hold-out creditors*[207], mas, também, devido às suas decisões proferidas, pois o contexto do caso já apresentava, como resultado dos julgamentos, alguns "incentivos" à aparição futura dos fundos "abutres".

Embora, inicialmente, as decisões tenham afirmado a invocação das defesas soberanas, o resultado do litígio, que começou a atrair a atenção da comunidade financeira de Nova York, colaborou, pelo contrário, conforme demonstrou-se anteriormente, à erosão da aplicação de doutrinas como a cortesia internacional e a doutrina do Ato do Estado. Na época, porém, mesmo diante daqueles julgamentos favoráveis, o banco credor acabou cedendo à pressão do governo norte-americano para realizar um acordo extrajudicial, aceitando os mesmos termos da reestruturação que haviam sido oferecidos aos outros bancos.[208]

Hoje, conforme se demonstrou, a nova classe dos credores, esparsa e heterogênea, certamente não está tão suscetível às pressões políticas. Desta forma, embora o caso não tenha tido a participação direta dos fundos "abutres" e, de certo modo, o desfecho do caso não tenha sido o "ideal" para a pretensão das partes autoras, é possível inferir que o caso

---

[206] Neste sentido, BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul, "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation...", p. 54.
[207] SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", p. 6.
[208] Cfr. *Ibid*.

confirmou que as estratégias dos *hold-out creditors* e, consequentemente, a cobrança judiciária das dívidas poderiam funcionar.[209]

A linha de interpretação que afirmou que a "recusa" à participação nas reestruturações soberanas representa um direito legítimo dos credores, solidificou-se nas decisões subsequentes às decisões dos litígios que envolveram o Banco *Allied International*.[210] Estas decisões afirmaram, inclusive, que as pretensões destes credores e os meios por eles utilizados não afetavam a recuperação econômica dos Estados devedores.

Assim, além da clara evolução jurídica em favor dos fundos "abutres" nestes casos, estas decisões também podem ser vistas como uma defesa "moral" à atuação dos "abutres", uma vez que muitos argumentos atuais, que se mostram contrários a esta classe de investidores, afirmam que a recusa à participação destes fundos nas reestruturações soberanas acaba por dificultar a recuperação econômica dos Estados. As decisões proferidas no caso *Allied*, e o reflexo das mesmas nos julgamentos subsequentes, "incentivaram" a cultura dos fundos "abutres", que identificaram uma situação favorável à busca de lucros no mercado das dívidas soberanas internacionais.

---

[209] Vejam-se, neste sentido, FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1085; SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", pp. 6-7.

[210] Para uma descrição mais detalhada acerca das decisões subsequentes ao caso *Allied*, cfr., entre outros, FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1085 e ss.

CAPÍTULO IV:

A CULTURA DOS "ABUTRES": A COBRANÇA DAS DÍVIDAS SOBERANAS

Foram apresentados, até o momento, os desenvolvimentos políticos, econômicos e jurídicos que facilitaram o ingresso e a permanência dos fundos "abutres" no cenário internacional. Certamente, a possibilidade de aquisição e o reconhecimento jurídico dos créditos que os fundos "abutres" detêm sobre os Estados soberanos foram essenciais ao desenvolvimento do modelo de investimento por eles aplicado.

Não seria exagero afirmar, porém, que estes foram apenas alguns dos passos na longa jornada lucrativa destes fundos. Parece correto declarar que a eficácia deste modelo de investimento, como qualquer outro, depende diretamente da taxa de retorno dos investimentos iniciais.

Assim, no caso específico dos fundos "abutres", que lucram com a especulação com títulos de débito, a eficácia lucrativa do modelo de investimento, por eles aplicado, está estreitamente ligada à taxa de pagamento das dívidas representadas pelos títulos. Desta forma, se as dívidas não forem pagas, a eficácia do modelo de investimento destes fundos vai depender diretamente da sua capacidade de reclamar os débitos inadimplentes.

Esta tarefa, porém, conforme veremos, pode se tornar especialmente difícil devido à natureza dos inadimplentes.[211]

---

[211] Sobre este ponto, veja-se, THOMPSON, Helen; RUNCIMAN, David. "Sovereign Debt and Private Creditors: New Legal Sanction or the Enduring Power of States?", *New Political Economy*, vol. 11, nº 4 (2006), p. 541.

I. A cobrança das dívidas soberanas

Vimos que, desde o nascimento do Estado moderno, a arrecadação de capital se fez presente nos modelos governamentais utilizados. Não há dúvida, portanto, que, por conseguinte, a cobranças dos débitos soberanos igualmente se fizeram presentes.[212]

Assim, quando um Estado anuncia que não tem mais condições de pagar as suas dívidas, os credores utilizam diversas estratégias em busca do pagamento dos seus créditos. Inicialmente, isto é, antes do advento das teorias restritivas das imunidades jurisdicionais do Estado, os credores privados possuíam, primordialmente, duas maneiras de responder à moratória dos Estados devedores.

Os credores poderiam se coordenar e impor barreiras econômicas informais aos devedores, ou seja, poderiam negar futuros empréstimos até que os pagamentos se resumissem, ou, ao menos, até que os devedores renegociassem as suas dívidas.[213] Ademais, os credores também podiam recorrer ao seu governo, que, caso a caso, mediante a sua vontade ou interesse, poderia realizar a cobrança da dívida em nível interestatal, ou seja, por meio de negociações diplomáticas, pressões políticas ou, ainda, por meio do uso da força.[214]

1.As "supersanções"

O período compreendido entre os anos de 1880 e 1913, conhecido como *gold standard period*, foi particularmente conhecido pela larga aplicação de medidas sancionatórias extremas, nomeadamente nos casos de moratórias estatais.[215] David Hume chegou a afirmar, em uma das suas famosas frases, que a insensatez de um empréstimo soberano só poderia resultar, inevitavelmente, na "pobreza, impotência e sujeição estatais

---

[212] Vejam-se WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 8; THOMPSON, Helen; RUNCIMAN, David, "Sovereign Debt and Private Creditors...", pp. 543-545.

[213] Cfr. WEIDEMAIER, Mark C. "Sovereign Immunity and Sovereign Debt", *University of Illinois Law Review*, (forthcoming 2014), pp. 2-3.

[214] Cfr. WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 8.

[215] Estima-se que entre 1870 e 1913, os Estados que declarassem moratória tinham cerca de 40% de chance de enfrentar sanções extremas, isto é, enfrentar medidas políticas estrangeiras agressivas ou, até mesmo, ser vítima de ações militares de outros soberanos. MITCHENER, Kris James; WEIDENMIER, Marc D. "Supersanctions and sovereign debt repayment", *Journal of International Money and Finance*, vol. 29, nº 1 (2010), p. 20.

aos poderes estrangeiros".[216] Sem dúvida alguma, a impotência e a sujeição estatal aos poderes estrangeiros advinham, geralmente, da aplicação das chamadas "supersanções"[217], que refletiam a aplicação de medidas como, por exemplo, a chamada "diplomacia do canhão" ou devido à perda do controle fiscal interno, também conhecido, em um sentido figurativo, como *house arrest.*[218]

Países como o México, Argentina, Honduras, Haiti, Venezuela, República Dominicana e a República da Nicarágua estiveram sujeitos às ações militares empregadas pelos Estados Unidos, ou pelos maiores poderes europeus da época.[219] Talvez o exemplo mais conhecido desta sanção tenha sido a intervenção do Reino Unido e da Alemanha na Venezuela em 1902. Na época, os navios de guerra britânicos e alemães atacaram fortificações costeiras da Venezuela até que o governo venezuelano realizasse os pagamentos dos débitos pertencentes aos cidadãos britânicos e alemães.[220] À época, as intervenções militares encontravam arrimo no direito internacional público, uma vez que os Estados tinham interesse legítimo em assegurar que os seus cidadãos não fossem maltratados por Estados estrangeiros.[221]

As invasões britânicas ocorridas em 1902 e as diversas invasões norte-americanas, que se deram no mesmo período, geralmente encontravam fundamentos na coleta de dívidas.[222] As intenções do governo britânico afirmavam-se, claramente, nas declarações públicas realizadas na época, pois figuras da Coroa Britânica atestavam "a autoridade legal do governo britânico em 'interferir autoritariamente' em 'suporte' às reivindicações de cidadãos britânicos que eram detentores de títulos de dívidas públicas estrangeiras".[223] As supersanções militares, ao menos, pararam de encontrar base no Direito Internacional contemporâneo, embora com resistência, após o estabelecimento da convenção Drago-

---

[216] Veja-se David Hume *apud* THOMPSON, Helen; RUNCIMAN, David, "Sovereign Debt and Private Creditors...", p. 541.
[217] Cfr. MITCHENER, Kris James; WEIDENMIER, Marc D., "Supersanctions and sovereign debt...".
[218] Veja-se NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", pp. 705-708.
[219] Cfr. THOMPSON, Helen; RUNCIMAN, David, "Sovereign Debt and Private Creditors...", p. 544.
[220] Cfr. NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", p. 705.
[221] Sobre o assunto, veja-se, BUCHHEIT, Lee C. "The Role of the Official Sector in Sovereign Debt Workouts", *Chicago Journal of International Law,* vol. 6 (2005), p. 335.
[222] Cfr. NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", pp. 705-706.
[223] Cfr. BUCHHEIT, Lee C., "The Role of the Official Sector...", pp. 335-336.

Porter, que, com instituição em 1907, extinguia o direito dos Estados de cobrarem, por meio da força, dívidas contratualmente adquiridas e não pagas.[224]

As sanções políticas, por seu lado, fizeram-se presentes em diversos litígios que envolveram a cobrança de débitos soberanos. Durante o século XIX e início do século XX, por exemplo, a Sérvia, a Libéria, a Tunísia, o Egito, a Grécia, o Marrocos e a República Dominicana estiveram sujeitos à regência de conselhos estrangeiros, responsáveis por administrar as suas dívidas, ou seja, as finanças públicas dos Estados devedores eram controladas por estados estrangeiros.[225] A prática de *house arrest* remetia, como a própria expressão alude, a uma "prisão domiciliar", uma vez que os Estados ficavam internamente atados, sendo administrados por um Estado estrangeiro.[226] A "diplomacia do dólar", muito utilizada pelo governo norte-americano, foi um clássico exemplo de emprego das técnicas de *house arrest*.[227]

Hoje, porém, os tempos mudaram, e por mais que as supersanções tenham resultado no passado[228], atualmente os países raramente intervêm diretamente nos litígios que envolvam particulares e Estados estrangeiros, ao menos quando a causa do litígio está vinculada à obrigações privadas.[229] Os credores privados, porém, não ficaram desamparados.

A evolução das teorias relativas à imunidade jurisdicional do Estado e a difusão dos contratos de empréstimo privado transferiram o *locus* dos conflitos das dívidas soberanas para as cortes nacionais. As intervenções diretas dos Estados foram substituídas, destarte, pela paulatina abertura dos seus tribunais nacionais a fim de garantir as pretensões de cobranças de dívidas perante Estados estrangeiros.

2.O modelo atual

Vimos que, curiosamente, apesar das diversas moratórias e reestruturações ocorridas na década de 80, na época, raros foram os credores que buscaram pagamentos no

---

[224] Sobre o assunto, veja-se, CASSESE, Antonio, *International law in a divided world*... pp. 50-51.
[225] THOMPSON, Helen; RUNCIMAN, David, "Sovereign Debt and Private Creditors...", p. 544.
[226] Cfr. NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", p. 706.
[227] *Ibid*.
[228] Em um estudo realizado acerca das moratórias soberanas que ocorreram no *golden startad period*, o emprego das supersanções diminuíram a probabilidade de inadimplência em mais de 60%, nomeadamente depois de um país tinha sido sancionado. Cfr. MITCHENER, Kris James; WEIDENMIER, Marc D., "Supersanctions and sovereign debt...", p. 35.
[229] Cfr. WEIDEMAIER, Mark C., "Sovereign Immunity and Sovereign Debt...", p. 3.

judiciário[230], muito embora a evolução do cenário econômico internacional e a erosão de alguns institutos jurídicos já tinham tornado possível a busca judicial destas cobranças. Antes do desenvolvimento do mercado secundário e da titularização das dívidas, os empréstimos soberanos eram concedidos, essencialmente, por poucos bancos comerciais. A cobrança das dívidas soberanas, por conseguinte, era realizada por meio da negociação entre os Comitês Consultivos Bancários (CCB), que representavam o sindicato dos bancos credores, e os devedores soberanos. Ademais, as cláusulas dos contratos de empréstimos soberanos e a pressão política exercida sobre os bancos credores desencorajavam a busca da cobrança por meio do judiciário.

Entretanto, a partir da década de 1980, o cenário das dívidas soberanas sofreu uma radical alteração, pois o surgimento do mercado de títulos de créditos soberanos transferiu a titularidade destes créditos, antes pertencentes aos poucos bancos comerciais, para uma esparsa e larga classe de credores heterogêneos que não se encontram, ao menos na mesma medida, expostos a pressões políticas. Para estes novos credores, portanto, o acesso aos tribunais certamente tornou-se uma alternativa viável à busca do pagamento das dívidas inadimplentes. Porém, o acesso aos tribunais, a falta de pressões e, por conseguinte, a possibilidade de buscar suas pretensões judiciais de maneira efetiva - já que as imunidades de jurisdição do Estado diminuíam exponencialmente-, não se traduzem em uma busca econômica facilitada para os credores.

Conquanto as diversas derrotas judiciais tenham, paulatinamente, conduzido a imunidade de jurisdição estatal à inocuidade no âmbito das dívidas soberanas, as imunidades de execução, que ainda seguem, de certa forma, incólumes[231], apresentam-se como um

---

[230] Conforme vimos, a comunidade bancária tinha, no geral, o entendimento de que a cooperação era parte essencial à recuperação dos devedores e dos próprios bancos credores. Assim, os credores evitavam ao máximo as intervenções judiciais, pois os imbróglios judiciais teriam um efeito negativo às já complicadas recuperações e reestruturações soberanas. Não é possível afirmar, porém que a defesa das reestruturações por parte dos bancos maiores era completamente "altruísta", pois os bancos que possuíam grandes parcelas das dívidas acreditavam que a concessão de uma decisão favorável às suas causas poderiam ser mais difíceis de serem conseguidas. Assim a melhor alternativa para estes bancos era a colaboração com as reestruturações soberanas. Alguns bancos menores, por outro lado, que possuíam uma parcela menor daqueles débitos soberanos, acreditavam que a alternativa judicial poderia lhes servir melhor, porém, a pressão da comunidade bancária como um todo, e especialmente dos bancos maiores que possuíam uma grande parcela das dívidas, acabavam inibindo a ação dos possíveis credores recalcitrantes. Veja-se, sobre o assunto, AVERY, Ryan E., "Out of the Desert and to the Oasis...", pp. 273-274.

[231] Isto porque "mesmo nas situações em que não é oponível a imunidade de jurisdição, os Estados conservam prerrogativas de imunidade relativamente aos atos processuais de natureza coerciva e executiva". Cfr. MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes, *Direito Internacional...* p. 226.

enorme obstáculo à corrida lucrativa dos "abutres".[232] Ademais, mesmo que os instrumentos de débito prevejam a renúncia da imunidade de jurisdição por parte dos Estados, que é o que geralmente ocorre, a imunidade de execução ainda os protege, uma vez que a renúncia à imunidade de jurisdição não implica, como resultado, na renúncia à imunidade de execução.[233]

Todavia, igualmente às imunidades de jurisdição do Estado, as imunidades de execução do Estado também foram se enfraquecendo, ainda que em "compassos desiguais".[234] A legislação aprovada nos Estados Unidos é prova disto, pois antes da implementação do FSIA, o judiciário norte-americano geralmente garantia amplas imunidades de execução aos Estados estrangeiros. Porém, agora, com a legislação do FSIA em vigor, as barreiras que protegiam os Estados da execução sob a jurisdição norte-americana foram "relaxadas", ou reduzidas.[235] Estas reduções, porém, nem de perto se equiparam à erosão sofrida pelas imunidades de jurisdição do Estado.

Sob a regência do FSIA, por exemplo, um bem Estatal só não será imune se a sua situação encaixar-se no rol taxativo do § 1610º, alínea (a), da citada legislação[236], ou seja, só não serão agraciados com a imunidade no processo de execução aqueles bens estatais que se encontrarem explicitamente abrangidos pelas exceções já previstas. A exceção contida no segundo item da alínea (a) do já citado parágrafo, é a mais utilizada pelos fundos "abutres" na sua busca lucrativa perante os Estados soberanos, uma vez que o citado item afirma que os bens estatais que estiverem localizados no território norte-americano e forem usados com propósito comercial não serão abrangidos pelas imunidades de execução.[237] É importante salientar, porém, que a legislação somente permite a execução do pedido da penhora dos

---

[232] Cfr. BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul, "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation...", p. 57.

[233] Cfr. SHAW, Malcolm N., *International Law*... p. 744.

[234] Sobre o assunto, veja-se, MADRUGA FILHO, Antenor Pereira, *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição*... p. 309 e ss.

[235] Cfr. MACNAMARA, Tom. "Foreign Sovereign Immunity during the new nationalisation wave", *Business Law International*, vol. 11, nº 1 (2010), p. 25.

[236] Cfr. UNITED STATES. "Foreign Sovereign Immunities Act (28 USCS § 1602)". U.S Code Service (1976), § 1610º, alínea (a).

[237] Vejam-se, BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul, "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation...", p. 57; UNITED STATES. "Foreign Sovereign Immunities Act (28 USCS § 1602)". Service (1976), § 1610º, alínea (a).

bens estatais, mesmo que sejam utilizados para fins comerciais, se estes bens possuírem ligação com o litígio que originou a sentença executada.[238]

Não há dúvida, portanto, que os fundos "abutres" ainda encontram diversos percalços no caminho da execução de prováveis sentenças favoráveis à sua busca lucrativa. Estes fundos, porém, certamente fazem jus à alcunha que lhes foi dada, pois as suas estratégias de "caça" também evoluíram e adaptaram-se às dificuldades apresentadas. Por isto, este capítulo abordará e apresentará, a fim de ilustrar o modo de operação dos fundos "abutres", o desenvolvimento e o contexto de casos jurídicos que, de alguma forma, colaboraram para a evolução e o fortalecimento do atual *modus operandi* destes fundos.

II. A criatividade dos "abutres"

Não seria exagero concluir que a eficácia de uma sentença judicial depende do seu cumprimento ou da possibilidade da sua execução. Assim, no caso específico de uma cobrança de dívidas, a efetividade da sentença depende, no caso de uma execução forçada, da existência e do acesso aos bens penhoráveis. Aplicando esse raciocínio às dívidas soberanas, podemos afirmar que as sentenças que reconhecem as dívidas soberanas são, geralmente, ineficazes. Não só devido à restrita aplicação do FSIA, mas também devido ao fato de que os Estados raramente deixam ativos sob o controle de jurisdições que facilitariam a execução da sentença, nomeadamente em território norte-americano[239], uma vez que aquela jurisdição é notoriamente conhecida pelas suas decisões "pró-credores". Ademais, um julgamento favorável sob a jurisdição do judiciário nacional do devedor, local onde se encontram grande parte dos bens penhoráveis, parece, do mesmo modo, improvável.

Estes fundos de investimento, porém, são bem preparados e muito bem assessorados, muitas vezes com melhores condições jurídicas e, inclusive, financeiras, do que os próprios Estados devedores.[240] Os investidores sabem que têm melhores possibilidades de ver o retorno dos seus investimentos se conseguirem, por exemplo, uma

---

[238] Cfr. UNITED STATES. "Foreign Sovereign Immunities Act (28 USCS § 1602)". Service (1976), § 1610º, (a), (1611).

[239] BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul, "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation...", p. 59.

[240] Os HIPC, por exemplo, geralmente têm recursos limitados e outras preocupações além do ataque dos fundos "abutres". Portanto, os fundos "abutres" têm encontrado pouca ou nenhuma oposição nos diversos litígios que tiveram perante estes países. Naturalmente, por estas razões, estes países acabam visados por estes fundos de investimento. Cfr., PROCTOR, Charles, "Vulture funds...", p. 629.

negociação direta com os devedores. As negociações oferecidas pelos Estados devedores, porém, geralmente ocorridas durante o processo de reestruturação das suas dívidas, não atingem as expectativas lucrativas dos "abutres", pelo contrário, conforme anteriormente demonstrado, as reestruturações soberanas normalmente estão atreladas à diminuição dos juros ou do valor integral dos débitos.

Os fundos "abutres", porém, conforme dito, nada mais são, salvaguardando-se as suas particularidades, do que uma específica classe de fundos de *hedge* que atuam no cenário internacional. Muito do que pode ser observado no seu método de atuação deriva, portanto, da metodologia já empregada por aqueles fundos no mercado econômico interno. A estratégia de negociações alavancadas, por exemplo, que é uma característica chave empregada no modo de operação dos fundos que atuam nos mercados internos[241], não foi esquecida pelos fundos de *hedge* que atuam no mercado internacional, pois são diversos os casos, ou ao menos, foram diversas as tentativas, em que os fundos "abutres" procuraram uma posição de privilégio sobre os seus devedores, em alguns casos, conseguindo, inclusive, manter os Estados devedores sob as suas "garras".

1.CIBC *Bank and Trust Co. LTD* v. Banco Central do Brasil[242]

A primeira tentativa dos fundos "abutres" no sentido de alavancar uma posição na negociação com os devedores ocorreu em 1982, no caso que pode ser considerado como um dos primeiros sucessos desta classe de investidores. Naquele ano, devido à situação estabelecida pela crise que assolava o desenvolvimento dos países latino americanos, o governo da República Federativa do Brasil anunciou que não teria condições para pagar as suas dívidas externas. Após uma frustrada série de reestruturações do débito, em 1988, o governo brasileiro finalmente entrou em acordo com os seus credores.

O novo acordo, chamado de "Acordo Plurianual de Facilidade de Depósito" (APFD), previa um reescalonamento plurianual da dívida externa brasileira[243], sendo responsável pela

---

[241] Cfr. LHABITANT, François-Serge, *Handbook of hedge funds*... p. 24.
[242] CIBC Bank v. BANCO CENTRAL DO BRASIL, (1995).
[243] O acordo previa um reescalonamento dos valores principais das parcelas da dívida externa brasileira, em especial daquelas devidas às instituições financeiras do exterior. O acordo reestruturou as dívidas que possuíam vencimentos compreendidos no período de 1987 a 1993, inclusive aquelas relacionadas aos novos empréstimos de 1983 e 1984 e, ainda, referentes aos recursos reestruturados relativos a 1983 (Fase I), 1984 (Fase II) e 1985 (Fase III).

reestruturação de grande parte da dívida do Brasil perante os bancos comerciais norte-americanos.[244] Todavia, o Estado brasileiro encontrava-se em uma situação extremamente crítica e, como muitos dos outros países latino-americanos, o governo viu-se novamente impossibilitado de realizar os novos pagamentos acordados.

Já em 1992, o governo brasileiro tentou, novamente, reestruturar a sua dívida, porém, desta vez, a proposta de reestruturação já atrelava as novas obrigações aos títulos regidos pelo Plano *Brady* (o chamado "Acordo de 1992"). Esta nova reestruturação oferecia, aos credores da dívida brasileira, até seis opções diferentes de títulos que poderiam ser trocados pela antiga dívida acordada pelo APFD.[245]

Grande parte dos credores aderiu à nova reestruturação[246], que se dirigia ao caminho correto.[247] Todavia, após diversas renegociações destes novos títulos, o quarto maior credor da dívida externa brasileira, o fundo de investimento que representava a rica família Dart[248], resolveu não aderir à troca dos títulos regidos pelo APFD por títulos oferecidos sob a forma dos *Brady bonds.*[249] Insatisfeita com os novos termos da reestruturação da dívida externa

---

Veja-se, sobre este ponto, BANCO CENTRAL DO BRASIL. "Glossário BCB." Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?id=GLOSSARIO&Definicao=30>. Acesso em: 31 ago. 2013.

[244] O acordo APFD foi responsável por reestruturar mais de 60 milhões de dólares referentes à dívida externa brasileira perante os bancos comerciais estrangeiros. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2746.

[245] Vejam-se, sobre este ponto, CIBC Bank v. BANCO CENTRAL DO BRASIL, (1995), p. 6; CALDERON, Paulo; ROSA, Fontes, "Credibilidade e Mercado Secundário...", pp. 78-79.

[246] Grande parte dos credores optou pela troca da garantia da dívida anterior por títulos de *par*, que corresponderiam ao débito original, porém com taxas de juros mais baixas. O pagamento do valor principal do novo débito, aderido pela escolha dos títulos *par*, seria garantido por títulos do Tesouro dos Estados Unidos, que seriam comprados, com empréstimos do Fundo Monetário Internacional, pelo Brasil. Sobre o assunto, veja-se, GILPIN, Kenneth N. . "Darts Clash With Brazil Over Loans". *The New York Times* (1993).

[247] O governo brasileiro conseguiu uma adesão massiva às novas propostas realizadas sob a forma dos títulos Brady, com a adesão de mais de 700 credores, e a sua reestruturação de dívida teria sido um perfeito exemplo de reestruturação bem sucedida caso a família Dart também tivesse acatado os termos propostos. Cfr. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2746-2747.

[248] Esta rica e conhecida família da Califórnia vinha comprando no mercado secundário, desde 1991, parcelas do débito brasileiro. As parcelas eram compradas com até 65% de desconto, assim em 1994, a família já possuía a titularidade de 1,4 bilhões de dólares da dívida externa brasileira, tornando-os o quarto maior credor da dívida brasileira. Vejam-se, neste sentido, MUGASHA, Agasha. "Solutions for Developing-Country External Debt: insolvency or forgiveness?", *Law and Business Review of the Americas*, vol. 13 (2007), p. 869; GILPIN, Kenneth N. . "Darts Clash With Brazil Over Loans". *The New York Times* (1993); POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2747.

[249] Inicialmente, a família Dart, representada pelo fundo que geria os seus investimentos, tinha aceito trocar os títulos de obrigação regidos pelo APFD por novos títulos *Brady*. Em posição diferente dos outros credores, porém, a família Dart havia escolhido trocar as obrigações antigas pelos chamados "*C-Bonds*" ou, ainda, Bônus de Capitalização. Estes títulos corresponderiam ao valor total da dívida anterior, apresentando, somente, uma redução nas taxas de juros. A troca não agradou ao governo brasileiro, pois a meta da redução do valor integral das dívidas não havia sido atingida, que passou a negar as trocas integrais das obrigações passadas pelos *C-bonds*.

brasileira, a família Dart moveu ação pleiteando o pagamento do valor completo do débito (1,4 bilhões de dólares) juntamente com o pagamento dos juros atrasados (60 milhões de dólares).

1.a. *Hold-out creditors* em favor do Brasil

Os fundos "abutres" geralmente "seguram" seus débitos, não participando das reestruturações, para, então, buscar melhores alternativas judicialmente. Neste caso, porém, a recusa da troca dos antigos débitos fazia-se de suma importância, não só devido aos termos "desfavoráveis" da reestruturação, mas, mais importante, esse movimento era essencial à estratégia dos "abutres" no caso. O acordo que regia a dívida anterior, isto é, o APFD, compreendia uma cláusula permitindo o pedido de aceleração do pagamento do débito principal caso mais de 50% dos credores da dívida votassem neste sentido.[250] Ao segurar seus créditos sob o regimento do antigo acordo a família Dart passou a ser, com a transferência da maioria dos credores para o novo plano de reestruturação, um dos maiores, se não o maior, credor privado da dívida brasileira regida pelo APFD. O fundo "abutre", porém, não representava de maneira isolada a classe dos *hold-out creditors*.

A estratégia de alavancar uma possível negociação com o governo brasileiro teria surtido resultado positivo, contudo, os representantes estatais brasileiros estavam bem assessorados e muito bem preparados. A defesa brasileira utilizou a mesma estratégia dos fundos "abutres", pois o Banco do Brasil (instituição estatal mista com 51% de capital público)[251] não procedeu, igualmente, à troca dos seus créditos pelos novos títulos *Brady*. Esse movimento permitiu que o governo brasileiro possuísse, indiretamente, mais de 1,6 bilhões de dólares em créditos regidos pelo APFD, não permitindo, assim, o pedido de aceleração do débito por parte do fundo "abutre" representado pelo Banco CIBC.

Insatisfeita com a situação a família Dart ajuizou uma ação, a fim de anular a manobra brasileira, requerendo a possibilidade de acelerar os débitos de maneira individual,

---

Em nova tentativa de reestruturar e reduzir a sua dívida, o governo brasileiro passou a "pedir" que seus credores aderissem a uma nova proposta. Cada credor deveria aderir à troca de 35% da sua parcela da dívida por títulos assegurados que teriam uma redução no valor principal da dívida e juros flutuantes. A nova proposta, porém, não agradou aos credores da família Dart que resolveram, por fim, cobrar as suas dívidas judicialmente. Vejam-se, neste sentido, CIBC Bank v. BANCO CENTRAL DO BRASIL, (1995), pp. 3-4; CALDERON, Paulo; ROSA, Fontes, "Credibilidade e Mercado Secundário...", p. 78.

[250] Cfr. CIBC Bank v. BANCO CENTRAL DO BRASIL, (1995), p. 2.

[251] Cfr. BANCO CENTRAL DO BRASIL. "Glossário BCB." Acesso em: 31 ago. 2013.

isto é, sem a anuência dos outros credores majoritários, no caso o Banco do Brasil. O governo brasileiro, por outro lado, requeria, em sua defesa, a improcedência dos pedidos realizados pelos autores. Os réus da ação basearam as suas defesas, grosso modo, em dois pontos essenciais. Argumentaram, primeiramente, uma violação do contrato APFD por parte dos autores da ação e, segundo, os autores levantaram a hipótese de que a ação movida pelos autores seria ilegal, pois violava as regras estabelecidas pela Doutrina *Champerty*.[252]

O tribunal reconheceu o pedido dos autores relativamente à cobrança dos juros acumulados, porém não acatou o pedido de aceleramento da maturidade da dívida principal.[253] A corte entendeu que o Banco do Brasil estava exercendo seu direito como credor, não reconhecendo má-fé na escolha por não acelerar o pagamento das dívidas. O tribunal, ao reconhecer a validade da dívida brasileira, negou a argumentação de defesa embasada na violação das normas *anti-champerty*, que, conforme vimos, se apresenta como uma doutrina de difícil comprovação.

1.b. A lucratividade dos "abutres"

O tribunal, conforme descrito anteriormente, não acatou o pedido de aceleramento unilateral por parte dos autores, isto é, sem o consentimento do Banco do Brasil, por outro lado, acatou o pedido e confirmou a falta de pagamento dos juros previamente acumulados, somando um valor de 60 milhões ao débito. As partes, por fim, acabaram resolvendo o conflito em um acordo. O governo brasileiro realizou um pagamento de 25 milhões de dólares em dinheiro e outros 52,3 milhões de dólares em títulos e o banco CIBC, representando a família Dart, acabou por retirar o processo.[254] De qualquer maneira, o resultado processual ainda divide a opinião dos autores jusinternacionalistas.

Alguns consideram o caso um exemplo de que os fundos "abutres" podem encontrar resistência nos processos, pois o governo brasileiro apresentou uma boa estratégia e a família

---

[252] O banco *CIBC*, responsável por agenciar a dívida da família Dart, somente tomou controle do portfólio da dívida externa brasileira em 25 de maio de 1994, logo após o termino do prazo do Acordo de 1992. Deste modo, o governo brasileiro embasou a sua defesa na violação das normas *anti-champerty*. CIBC Bank v. BANCO CENTRAL DO BRASIL, (1995), pp. 1-2.

[253] Os argumentos apresentados pelos autores, a fim de fundamentar a aceleração da maturidade dos débitos não foram acatados pela Corte, que afirmou que "conquanto [fossem] criativos, os argumentos não eram, de maneira alguma, persuasivos". *Ibid*. Para uma análise mais profunda acerca dos argumentos apresentados no caso, ver, *inter alia*, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2745 e ss.

[254] Cfr. MUGASHA, Agasha, "Solutions for Developing-Country External Debt: insolvency or forgiveness?", p. 869.

Dart não conseguiu acelerar a dívida para recuperar o valor principal do débito.[255] Outros consideram o caso um exemplo de quão lucrativo podem ser os investimentos nas dívidas soberanas.[256] De qualquer forma, o caso demonstra o modelo de atuação dos fundos "abutres" no mercado das dívidas soberanas e uma das primeiras tentativas de alavancar a sua posição perante o devedor e os outros credores.[257]

2.Elliot Associates L.P v. Banco de La Nacion[258]

Se o caso anterior ainda divide a opinião dos jusinternacionalistas, o caso que envolveu o *Banco de La Nación* e o fundo de investimento *Elliot Associates*, pelo contrário, é largamente considerado pela doutrina como um perfeito exemplo da ação dos fundos

---

[255] Alguns autores utilizam o caso para demonstrar que os Estados soberanos podem resistir à ação dos fundos "abutres", mencionando a estratégia utilizada pelo Brasil. FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1086.

[256] Conferir, *inter alia*, SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", p. 7; MUGASHA, Agasha, "Solutions for Developing-Country External Debt: insolvency or forgiveness?", p. 869.

[257] Posicionamo-nos, porém, junto daqueles que entendem o caso como uma "vitória" dos fundos "abutres". A lucratividade apresenta-se como principal objetivo destes fundos, e parece-nos que o litígio cumpriu, ao menos parcialmente, este objetivo. A família Dart investiu na dívida externa brasileira por meio do mercado secundário, ação característica dos fundos "abutres". O débito com o valor principal de 1,4 bilhões de dólares foi comprado em 1991 e 1992 por um valor estimado em 375 milhões de dólares. E, embora os representantes da família Dart não tenham conseguido recuperar o valor principal da dívida, por meio do pedido de aceleração da maturidade do débito, não faltaram opções lucrativas para o fundo "abutre". Caso aceitassem a reestruturação da dívida brasileira na forma dos "*C-Bonds*", conforme pretendia o governo brasileiro, o investimento realizado pela família Dart render-lhes-ia um lucro de 270 milhões de dólares. A primeira oferta que atraiu os investidores, por outro lado, render-lhe-ias, caso o governo brasileiro tivesse aceito a sua escolha inicial, 360 milhões de dólares.

A titularidade da dívida, pertencente à família Dart, acabou por render lucros de outra forma, pois, após o acordo realizado entre as partes, os débitos da dívida acabaram negociados. Os investidores, sem dúvida alguma, lucraram com a venda dos títulos, pois a dívida adquirida, em 1991 e 1992, por 375 milhões já possuía um valor estimado, em 1994, de 980 milhões de dólares. Não compactuamos com a ideia, pois, de que o caso deve ser visto "como uma derrota aos fundos abutres", uma vez que o objetivo principal dos investidores foi atingido: o lucro. E, embora seja verdade que o valor inicialmente pleiteado pelos autores tenha sido substancialmente reduzido, tampouco podemos apontar uma vitória jurídica dos Estados soberanos. Isto porque, a decisão proferida pelo tribunal enfraqueceu, especialmente, a aplicabilidade da doutrina *champerty* no âmbito das dívidas soberanas, uma defesa que poderia, certamente, acabar com o sucesso dos fundos "abutres".

Vejam-se, neste sentido, SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", p. 7; POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2747; KRIJGSMAN, Peter. "Escape to El Dorado: Why are investors venturing again to the Third World where they got burnt in the 1980s? ". *The Independent* (1993).

[258] Elliot v. Banco de La Nación, (1998). (doravante Elliot v. Banco de La Nación); Elliot v. Banco de La Nación I, (1999). (doravante Elliot v. Banco de La Nación I); e Elliot Associates, L.P v. Banco de La Nacion (194 F.R.D. 116), (2000). (doravante Elliot v. Banco de La Nación II)

“abutres”.[259] Igualmente aos outros Estados latino-americanos, a crise de 1980 não ignorou a República do Peru. Em março de 1983 as reservas internacionais do Estado peruano esgotaram-se, forçando o governo a suspender pagamentos relativos à sua dívida externa.[260] Em 1981, porém, o governo entrou em acordo com o Fundo Monetário Internacional a fim de reestruturar a sua política econômica e, em 1994, o governo peruano já havia reestruturado grande parte da sua dívida com os credores.[261] Por fim, em 1996 a República do Peru conseguiu entrar em acordo com o Comitê Bancário responsável pela sua dívida, passando a reestruturá-la sob a forma dos títulos *Brady*.

Todavia, enquanto o governo da República do Peru planejava uma recuperação econômica, por meio da reestruturação das suas dívidas, o fundo de investimento *Elliot Associates* tinha outro objetivo. Em 1996, após o governo peruano ter entrado em acordo com os representantes da sua dívida, o fundo de investimento começou a comprar, junto a dois bancos comerciais, créditos da dívida externa peruana. Os créditos, considerados como malparados pelos bancos, foram vendidos com descontos substanciais ao fundo *Elliot*, que comprou 20,7 milhões de dólares em débito por apenas 11,4 milhões.[262] A ação da associação, que é reconhecidamente um fundo “abutre”[263], já poderia ter sido prevista, pois

---

[259] Vejam-se, neste sentido, GOLDMAN, Samuel E., "Maverick in the market...", p. 192; NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", p. 5; FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1088.

[260] WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir, "Declawing the Vulture Funds...", p. 256.

[261] O governo peruano conseguiu renegociar a sua dívida junto à maior parte dos seus credores. Um credor, porém, preferiu segurar a titularidade dos seus créditos, buscando uma melhor oportunidade por meio da via legal. O caso que envolveu o Banco Pravin e a República do Peru é, igualmente, um marco no desenvolvimento dos casos dos fundos “abutres”. A decisão proferida no caso acabou por enfraquecer outra defesa soberana, pois o Tribunal reconheceu maior importância à exigibilidade das dívidas contratuais do que à cortesia internacional. O Tribunal afirmou que, por um lado, "the United States encourages participation in, and advocates the success of, IMF foreign debt resolution procedures under the Brady Plan". Porém, por outro lado, “the United States has a strong interest in ensuring the enforceability of valid debts under the principles of contract law, and in particular, the continuing enforceability of foreign debts owed to United States lenders”. O tribunal resolveu a questão, afirmando que o segundo interesse limita o primeiro. O Tribunal afirmou que as reestruturações de créditos regidas sob os auspícios do plano Brady devem ser voluntárias. Uma vitória clara para os fundos “abutres”. Pravin Banker Associates v. Banco Popular del Peru and The Republic of Peru (109 F.3d 850), (1997), 10-16. Ver, para uma análise mais detalhada do caso, POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", pp. 2754-2762.

[262] Elliot v. Banco de La Nación I, (1999), 8-9.

[263] O fundo *Elliot* já havia, em 1995, comprado, aproximadamente, 28,7 milhões dólares da dívida soberana do Panamá. O débito, comprado no mercado secundário, foi comprado à época por aproximadamente 17,5 milhões de dólares. Em julho de 1996, o fundo abutre entrou com uma ação contra o Panamá buscando o pagamento integral da dívida. Os autores da ação conseguiram uma decisão favorável, recebendo mais de 57 milhões de dólares em pagamento. *Ibid*., 5.

o fundo *Elliot* foi um dos únicos[264], dentre 180 credores, a se recusar, anteriormente, a participar da reestruturação da dívida peruana.

Em junho de 1996 o fundo abutre enviou, ao *Banco de La Nación* e à República do Peru, uma notificação de moratória.[265] E em outubro do mesmo ano, 10 dias antes da data estipulada para o acontecimento da reestruturação das dívidas sob o novo plano Brady, o fundo de investimento propôs uma ação na corte de primeira instância dos Estados Unidos, buscando o pagamento integral do débito.[266]

2.a. A estratégia de "caça" dos "abutres"

O fundo "abutre" *Elliot* intentou ação a fim de recuperar os juros não pagos e o valor principal do débito. Todavia, as investidas do fundo abutre esbarraram nas defesas do governo do Peru. Novamente, e curiosamente, os Estados soberanos arrimavam suas defesas na doutrina *anti-champerty*. Conforme visto no capítulo anterior, a decisão, que nesta parte difere daquela proferida no caso que envolveu o banco brasileiro, poderia ter transformado o caso do Peru no perfeito exemplo da vitória das defesas soberanas. O caso, porém, hoje representa exatamente o contrário do que era esperado pelo governo peruano. Novamente, depois de conclusões divergentes, os fatos que foram apresentados pelos réus naquele caso não foram suficientes para comprovar a intenção dos autores de ferir a legislação *anti-champerty*.[267] Porém, aqui, mais interessante do que as ramificações da aplicabilidade desta doutrina defensiva, foi a estratégia utilizada pelo fundo "abutre" a fim de alavancar uma negociação perante o Estado devedor.

Em uma estratégia inovadora, o fundo "abutre" teve sucesso na tentativa de bloquear, na jurisdição de Nova York, a realização dos pagamentos que o governo peruano realizaria em benefício dos outros credores, que, ao contrário do fundo "abutre", haviam

---

[264] O outro credor que se recusou a participar da reestruturação dos débitos foi, novamente, o banco *Pravin*. WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir, "Declawing the Vulture Funds...", p. 257.

[265] Elliot v. Banco de La Nación I, (1999), 11.

[266] Elliot v. Banco de La Nación, (1998).

[267] Cabe relembrar aqui que, segundo o Juiz de primeira instância, o propósito e a intenção de violar as normas da doutrina *champerty* estavam, claramente estampadas nas ações do fundo "abutre". A decisão que poderia abrir um precedente favorável aos Estados soberanos e, consequentemente, estabelecer um enorme obstáculo aos fundos "abutres", porém, não durou muito. Isto porque, os argumentos foram desconstruídos e reformados em segunda instância, negando, assim, a argumentação de defesa do governo peruano. Cfr. Elliot v. Banco de La Nación I, (1999).

acatado os termos da reestruturação da dívida peruana.[268] A brilhante estratégia dos fundos "abutres" impediu o pagamento de mais de 80 milhões de dólares que deveriam ser pagos aos credores dos títulos *Brady*.[269] Para evitar a falta de pagamento das próximas parcelas e, destarte, evitar uma moratória, o governo do Peru buscou uma alternativa no sistema de pagamentos *Euroclear* (localizado na Bélgica)[270]. A estratégia, porém, não obteve o efeito desejado, pois o fundo "abutre", em uma ação preventiva, havia conseguido, por meio de uma decisão favorável do Tribunal de Apelação de Bruxelas, igualmente bloquear os pagamentos peruanos por meio do sistema *Euroclear*.[271]

Sem saída, o governo do Peru se viu diante da possibilidade de desencadear uma situação desastrosa. Certamente, uma nova falta de pagamento das obrigações previsto nos títulos *Brady* acabaria por desencadear uma moratória por parte do governo peruano.[272] Esta nova moratória traria consigo uma enorme instabilidade econômica para o Estado do Peru, uma vez os que os credores poderiam requerer a aceleração da maturidade dos títulos.[273] A estratégia de "caça" do fundo "abutre" trouxe resultados. O governo peruano não teve escolha senão realizar um acordo de 58 milhões de dólares com o fundo de investimento.[274]

A vitória do fundo "abutre" também serviu para demonstrar que o grande obstáculo da cobrança judicial das dívidas soberanas poderia ser ultrapassado. Assim, o fundo conseguiu, com uma tática ousada, "encurralar" a sua presa. A tática aplicada pelo fundo *Elliot* não deixou outra escolha ao governo peruano, senão acordar e realizar o pagamento requerido pelo fundo "abutre".

Novamente, podemos afirmar que este caso foi um perfeito exemplo do potencial lucrativo desta atividade, pois a compra realizada por 11 milhões de dólares transformou-se em uma quantia de 58 milhões de dólares. A vitória dos fundos "abutres" representou um lucro de mais de 500% aos seus investidores.

---

[268] WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir, "Declawing the Vulture Funds...".
[269] *Ibid*., p. 257.
[270] WAUTELET, Patrick R., "Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors...", p. 9.
[271] Ver, acerca dos argumentos utilizados pelo fundo abutre, entre outros, FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1090; WAUTELET, Patrick R., "Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors...", pp. 7-8.
[272] WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir, "Declawing the Vulture Funds...", p. 258.
[273] *Ibid*., pp. 258.
[274] "Peru Settles Four-Year Legal Dispute With Hedge Fund on Brady Payments". *The Wall Street Journal* (2000).

3.NML Capital Ltd. v. Republic of Argentina

A saga que vem envolvendo a República da Argentina e o fundo abutre *NML Capital*, sem dúvida alguma, vem atraindo enorme atenção da mídia e da comunidade acadêmica internacional. A moratória argentina declarada em 2001 foi uma das maiores moratórias soberanas já anunciadas, sendo responsável pela inadimplência de mais de 80 bilhões de dólares em dívidas externas.

Diferentemente do ocorrido nos casos aqui citados, que envolveram os seus conterrâneos latino-americanos, este recente litígio jurídico não têm relação direta com a crise de 80 e com as subsequentes reestruturações de débitos oriundas daquela grande crise. A dificuldade econômica argentina resultou, em grande parte, devido uma má aplicação de políticas econômicas por parte do governo argentino, agravadas, sem dúvida, pelas políticas aplicadas pelo FMI, pela recessão global, e pela busca predatória por lucros nos mercados internacionais.[275]

A moratória argentina teve efeito direto sobre os títulos de débito que haviam sido emitidos, em 1994, sob a regência do Acordo da Agência Fiscal argentina (AAF). A moratória anunciada em 2001 impediu o pagamento, não só do valor principal dos títulos que iriam chegar à maturidade, mas, também, dos juros advindos destes títulos. Assim, em 2005, o governo argentino começou uma negociação com os seus credores externos, a fim de reestruturar a sua dívida. Os possuidores dos títulos regulados pelo AAF tiveram a "oportunidade" de participar da reestruturação da dívida argentina, trocando seus antigos títulos de débito por novos títulos que possuíam um enorme desconto no valor total dos antigos títulos.[276] A reestruturação foi muito criticada, pois apresentava condições extremamente desfavoráveis aos antigos credores. Isto porque, além de apresentar um valor abaixo daquele previamente acordado, os credores, ao aceitarem a transição para os novos títulos, acabaram por perder vários direitos anteriormente previstos.

Por estas razões, e em busca de uma oportunidade lucrativa, o fundo de investimento *NML Capital* segurou os títulos da dívida argentina, se negando a participar

---

[275] Ver, neste sentido, HORNBECK, J. F. "Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts"". (2010), p. 1.

[276] Os antigos títulos poderiam ser utilizados na troca, possuindo um valor que variava de 25 a 29 centavos de dólar. Cfr. MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. "Reestruturação da dívida Argentina: propostas e resultados", *Economia Política Internacional - Análise Estratégica*, vol. 4 (2005), p. 14.

das reestruturações oferecidas em 2005 e 2010, buscando o pagamento integral da obrigação por meio da via judiciária.

3.a. A reinterpretação da cláusula *pari passu*

Embora tenha obtido, em diversas vezes, sucesso judicial na sua busca pelo pagamento integral dos títulos que tem em posse, o fundo de investimento *NML Capital* vem apresentando dificuldade em transformar os "frutos" judiciais em lucro real. No último caso, apresentado perante a corte distrital norte-americana, porém, o fundo abutre obteve um julgamento favorável inédito, que, segundo alguns autores, pode mudar o funcionamento de todo o sistema das dívidas soberanas.[277]

Os contratos que regem os títulos das dívidas soberanas normalmente contêm uma cláusula que prevê que o pagamento das dívidas vinculadas às obrigações do débito soberano irá classificar *pari passu* com outras dívidas ou, no caso dos soberanos, outras dívidas externas.[278] Neste processo, porém, o fundo *NML Capital* buscou uma abordagem diferente, argumentando que a República da Argentina estava violando a chamada cláusula *pari passu*, pois o governo argentino estava dando preferência à alguns credores na realização dos pagamentos das taxas da sua dívida, isto é, o governo argentino estava pagando os detentores de dívida argentina reestruturada sem pagar, porém, em igual parcela, os *hold-out creditors* como o fundo "abutre" *NML*. O juiz distrital acabou por aceitar estes argumentos, permitindo um pedido de injunção do fundo "abutre", a fim de remediar a violação na ordem dos pagamentos. Assim, o tribunal emitiu uma liminar determinando que, "sempre que a República da Argentina realizar o pagamento de qualquer quantia devida nos termos dos títulos reestruturados", também deve pagar, em igual parcela, os demandantes que não participaram das reestruturações anteriores.[279]

O governo da República da Argentina recorreu da decisão, levantando uma série de defesas perante o Tribunal de Apelações.[280] O principal argumento, contudo, afirmava que não havia, no seu método de pagamento, qualquer violação da cláusula de igualdade de

---

[277] WEIDEMAIER, Mark C., "Sovereign Immunity and Sovereign Debt...".

[278] Cfr. Bratton, William W. "Pari Passu and a Distressed Sovereign's Rational Choices", *Emory Law Journal*, vol. 53 (2004).

[279] Cfr. WEIDEMAIER, Mark C., "Sovereign Immunity and Sovereign Debt...", p. 3.

[280] RISVAS, Michail. "Argentina's Sovereign Debt Default Cases: Some Recent Developments in a Continuing Saga". *EJIL:Talk!* (2012).

tratamento, isto é, da cláusula *pari passu*. Em 26 de outubro de 2012, porém, a 2ª Vara do Tribunal de Apelação dos EUA afirmou, em parte, a decisão proferida pelo magistrado da primeira instância, nomeadamente no que refere à liminar imposta por aquele magistrado.

O caso que vêm envolvendo o fundo "abutre" *NML Capital* e a República da Argentina, está entrelaçando uma complexa gama de fatores que ainda irão refletir no âmbito das dívidas soberanas, pois este caso ainda está longe do seu término. Não cabe aqui, contudo, uma análise minuciosa destes desdobramentos, pois uma devida análise dos fatores que envolvem este caso merece ser, por si só, objeto central de uma pesquisa.[281]

Cabe salientar aqui, porém, mais uma vez a criatividade e a evolução das cobranças que vêm sendo realizadas pelos "abutres". A liminar proferida no caso da Argentina já foi objeto central de diversos debates, pois, certamente, a linha interpretativa apresentada no caso pode representar um salto na cobrança dos fundos "abutres". A nova interpretação destas cláusulas, isto é, a interpretação das cláusulas *pari passu* apresentada pelos magistrados norte-americanos, poderia significar um enorme aceite ao método dos *hold-out creditors*, garantindo-lhes, pagamento em igual parcela àqueles outros credores que preferiram participar das reestruturações ou, pior, impedir o pagamento do Estado soberano em favor daqueles credores que optaram, em alguns casos, voluntariamente, pela redução do débito do soberano em crise.[282]

III. A repercussão das estratégias dos "abutres": breves conclusões

Estes litígios não foram os únicos, tampouco os últimos, que deram, e darão, margem a novas e funcionais estratégias dos "abutres".[283] Estes casos, porém, certamente

---

[281] Vejam-se, neste sentido, BAER, Werner Baer; MARGOT, Diego Margot; MONTES-ROJAS, Gabriel. "Argentina's Default and the Lack of Dire Consequences", *Brazilian Journal of Applied Economics*, vol. 15, nº 1 (2011); HORNBECK, J. F. "Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts"". (2010); MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de, "Reestruturação da dívida Argentina: propostas e resultados"; MONTELEONE, Theresa A., "A vulture's gamble: high-stakes interpretation of sovereign debt contracts in NML Capital, Ltd v Republic of Argentina".

[282] Sobre uma análise mais aprofundada acerca das consequências desta nova interpretação da cláusula *pari passu* contida nos títulos da dívida Argentina, veja-se, WEIDEMAIER, Mark C., "Sovereign Immunity and Sovereign Debt...", pp. 11-14.

[283] É interessante salientar, igualmente, a tentativa de "encurralar" o devedor soberano que ocorreu no caso que envolveu o fundo abutre *CAMDEX* e o Banco Central da Zâmbia (BCZ). O fundo de investimento obteve uma ordem de congelamento dos bens do BCZ que se encontravam sob a jurisdição britânica. A ordem, posteriormente derrubada, impedia o envio de notas nacionais de alta denominação ao Estado da Zâmbia, pois estas haviam sido impressas no Reino Unido. A estratégia do congelamento de bens, que envolveu o impedimento do envio das notas, buscou, claramente, uma posição de vantagem em uma provável negociação

podem ser utilizados como exemplos das diversas estratégias utilizadas pelos fundos "abutres" na sua busca lucrativa. Se nem todos os casos foram bem sucedidos, ou tiveram o resultado almejado pelos fundos "abutres", ao menos, o desenvolvimento destes litígios demonstrou que os Estados soberanos não podem mais se abrigar unicamente nas defesas classicamente utilizadas pelos soberanos. As imunidades jurisdicionais do Estado, por exemplo, mesmo que as imunidades de execução continuem levantadas, não escudam por completo os Estados soberanos das ações dos fundos "abutres".

Estes casos também exemplificaram o poder de "cobrança" que os fundos "abutres" podem conseguir por meio da alavancagem e de uma posição favorável nas negociações. Isto porque, certamente o poder de disrupção dos fundos "abutres" foi levado em consideração quando o governo grego anunciou, em maio de 2012, que havia realizado um pagamento de mais de 436 milhões de euros em títulos aos investidores que haviam rejeitado a proposta de reestruturação daquele débito, ou seja, para os *hold out creditors*.[284]

A Grécia passava por instabilidades econômicas, as eleições estavam por vir e o momento não era o ideal para iniciar uma saga contra os fundos "abutres". Curiosamente, mais de 90% do valor pago dirigiu-se às Ilhas Cayman, para o fundo de gestão da, já conhecida, família Dart.[285] A decisão que dividiu as opiniões dos cidadãos e dos estudiosos gregos serve, ao menos, para comprovar que os casos passados serviram de "apresentação" dos fundos "abutres", pois os governantes atuais sabem que estes fundos têm a capacidade de proporcionar batalhas jurídicas a fim de recuperar o que, segundo alguns, é de direito.

É interessante atentar ao fato de que os governantes gregos pagaram todas as dívidas daqueles credores que se recusaram a participar da reestruturação e das trocas disponibilizadas. Isto demonstra que os fundos "abutres" podem servir como um "poder" externo que, de certo modo, impõe limites às "forçadas" reestruturações "voluntárias". Estes fundos podem, portanto, conforme veremos a seguir, servir a um propósito maior, do que deles se espera, no cenário internacional.

---

com o governo da Zâmbia. Isto porque, as notas, que ainda não haviam sido distribuídas e emitidas pelo BCZ, não possuíam valor concreto, porém eram necessárias para amenizar os efeitos da severa inflação que atingia a economia doméstica da República da Zâmbia. Esta foi mais uma clara tentativa de manter um Estado soberano sob as garras dos "abutres". Neste sentido, PROCTOR, Charles, "Vulture funds...", pp. 634-635.

[284] Vejam-se JONES, SAM. "Greek bond bet pays off for hedge fund". *Financial Times* (2012); THOMAS, Landon. "Bet on Greek Bonds Paid Off for 'Vulture Fund'". *The New York Times* (2012).

[285] Ibid.

CAPÍTULO V:

O PAPEL DOS FUNDOS "ABUTRES" NO ÂMBITO DAS DÍVIDAS SOBERANAS

As ações dos fundos "abutres" vêm atraindo cada vez mais atenção no cenário internacional. Especialmente porque, como dito anteriormente, estes fundos utilizam diversos meios para atingir os seus fins lucrativos, sejam estes legais, ilegais, morais ou imorais. Porém, embora recebam uma enorme atenção, certamente grande parte da atenção recebida deriva da resistência que a comunidade internacional apresenta perante a sua presença e atuação no âmbito global. Esta resistência pode ser percebida, claramente, por meio das alternativas que vêm sendo apresentadas a fim de reduzir a participação destes atores no cenário internacional, nomeadamente no âmbito das dívidas soberanas.

A comunidade acadêmica vem apresentando diversas propostas que visam limitar, amplamente ou pontualmente, a atuação destes fundos no cenário internacional. Estas propostas buscam esta limitação, em grande parte, por meio de alterações contratuais nos acordos que regem as dívidas soberanas. Alguns autores defendem, por exemplo, a inserção de cláusulas de ação coletiva (CAC) nos títulos de débito soberanos.[286] Estas CAC's, que tiveram presença intensificada após a moratória mexicana de 2003, podem ser explicadas, de maneira geral, como disposições contratuais que permitem que a maioria dos credores, em acordo simples ou absoluto, possam alterar as condições de pagamento de uma obrigação já emitida, sobrepujando, assim, uma possível objeção minoritária às reestruturações dos

[286] Cfr. HASELER, Sonke, "Collective Action Clauses in International Sovereign Contracts...", p. 885 e ss.

títulos soberanos.[287] Estas cláusulas, que embora não apresentem uma proteção aos credores em caso de moratória, poderiam, segundo alguns autores, facilitar o processo de reestruturação das dívidas soberanas.

Diversas ONG's, que defendem a limitação da ação dos "abutres", têm advogado, igualmente, a necessidade de coibir as ações dos fundos "abutres" no cenário internacional.[288] O *lobby* destas organizações para a aprovação de legislações internas voltadas a este fim foi sentido, contudo, com maior força naquelas jurisdições reconhecidamente famosas pelo seu posicionamento pró-credores.

Já em 2007 era evidente que os fundos "abutres" percebiam a Bélgica como uma jurisdição favorável às suas ações, por isto, em 2008, para impedir a continuidade desta fama, o Senado belga aprovou, por unanimidade, leis e resoluções que visam salvaguardar o alívio nas dívidas das nações altamente endividadas. A legislação é bastante direta, não proibindo, de maneira ampla, a ação dos fundos "abutres" em território belga. Na verdade, a legislação somente prevê o acréscimo de cláusulas contratuais nos futuros acordos bilaterais nacionais, a fim de impedir a angariação dos auxílios belgas pelos fundos "abutres".[289] A legislação classifica a verba auxiliar belga como um fundo "*insaisissables et incessibles*", isto é, impenhoráveis e intransferíveis.[290]

Nos Estados Unidos da América, por outro lado, em 2009, o projeto conhecido como "*Stop 'Vulture' Funds Act*" (*Stop Very Unscrupulous Loan Transfers from Underprivileged Countries to Rich, Exploitive Funds Act*) foi introduzido ao Congresso norte-americano pela Deputada Maxine Waters.[291] O ato previa uma proibição mais ampla à lucratividade sobre os débitos soberanos, permitindo, apenas, a recuperação do valor pago pelos fundos "abutres" mais uma taxa de 6% de juros simples ao ano.[292] A proposta,

---

[287] Cfr. BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", p. 498.

[288] A associação mais conhecida que atua com este fim é a Associação Jubilee, que tem sede em diversos países. Vejam-se, por exemplo, JUBILEE. "Jubilee - USA Network." Disponível em: <http://www.jubileeusa.org/ourwork/vulturefunds.html>. Acesso em: 25 ago. 2013; JUBILEE. "Jubilee - UK Debt Campaign." Disponível em: <http://jubileedebt.org.uk/>. Acesso em: 25 ago. 2013. Cfr., igualmente, porém com uma atuação menos específica, OXFAM. "Oxfam and Jubilee call for action as Vulture swoops on Zambia's cash." Disponível em: <http://www.oxfam.org/node/128>. Acesso em: 16 set. 2013.

[289] Neste sentido, BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", p. 504.

[290] Cfr. VANDEVOORT, Pol. "Belgian Senate Unanimously Approves 'Vulture Fund' Legislation". *Blog the Debt - Jubilee USA Network* (2008).

[291] Cfr. BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", pp. 466-477.

[292] Cfr. UNITED STATES. "Stop VULTURE Funds Act (Bill Text H.R.2932.IH)". USA - 111th Congress (2009-2010), Seção 3 (4), Seção 4 (a) e Seção 5 (b) (3 [c]).

infelizmente, não passou pelo comitê responsável, perdendo-se na burocracia norte-americana.[293]

Uma proposta semelhante, porém com maior sucesso, foi apresentada em 2009, no parlamento britânico, pela parlamentar Sally Keeble, sendo aprovada em 2010.[294] A legislação conhecida como "*Developing Country Debt (Restriction of Recovery) Bill*" ficou em vigor durante um ano, sendo aprovada novamente, porém, com caráter permanente, em 2011.[295] Não há dúvida de que, embora possua um escopo restrito, pois a legislação somente limita a quantidade que pode ser recuperada por qualquer credor comercial perante os HIPC, a aprovação permanente da legislação britânica representa um grande avanço em defesa dos HIPC e na luta contra os "abutres".[296]

Não há dúvida, porém, que para atingir uma regulamentação satisfatória, as propostas contratuais e legislativas devem se comunicar, uma vez que o tema das dívidas soberanas encontra-se, atualmente, em um campo misto de normas internas, internacionais privadas e internacionais públicas. Assim, a maioria dos problemas que advém do âmbito das dívidas soberanas, devido à sua natureza "híbrida", não podem ser resolvidos, satisfatoriamente, com alterações que visem atingir somente um destes campos.[297]

É importante salientar, porém, que, em que pese a importância destas legislações na defesa dos países pobres e altamente endividados, que normalmente são alvos dos fundos "abutres", muitas das propostas apresentadas pela comunidade internacional almejam coibir por completo a ação destes fundos no cenário internacional. Estas propostas não consideram, portanto, a importância que estes fundos podem ter no cenário das dívidas soberanas. Hoje já não é possível negar que, como fazem parte deste âmbito, estes fundos já apresentam um papel no cenário das dívidas soberanas. Cabe agora, porém, identificar se o exercício do papel a eles atribuídos compensa as consequências negativas que podem advir da presença destes fundos na comunidade internacional.

---

[293] Veja-se WRAY, Richard. "Parliament's last virtuous act: to stop vulture funds picking off the poor". *The Guardian* (2010).
[294] Cfr. BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", p. 505.
[295] Cfr. GOV.UK. "Government acts to halt profiteering on Third World debt within the UK". Press Release (2011).
[296] UK PARLIAMENT. "Debt Relief (Developing Countries) Act 2010". (2013).
[297] WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 21.

I. A reestruturação das dívidas soberanas

Para compreender o papel dos fundos "abutres" no âmbito das dívidas soberanas, faz-se importante, primeiramente, entender como funcionam as reestruturações destas dívidas, uma vez que este processo apresenta-se como o único instituto que pode, em caso de real necessidade, ser benéfico a todas as partes envolvidas. Isto porque, conforme já dito, diferentemente do que ocorre nos mercados econômicos internos, os Estados soberanos que não tem condições de pagar as suas dívidas só podem recorrer a duas vias: a moratória ou a reestruturação das suas obrigações.

Não existe, portanto, um instituto de "falência" ao qual os Estados possam recorrer.[298] E, independentemente do nível de proteção conferida por cada Estado nas suas leis internas, certo é que a existência destas normas privadas beneficiam ambas as partes envolvidas no litígio.[299] Deste modo, em um cenário no qual a dívida é detida por vários credores, o processo de insolvência é necessário a fim de evitar uma corrida aos ativos empresariais, bem como para garantir um período de tempo à empresa devedora.

O termo "reestruturação da dívida soberana" refere-se a "qualquer mudança realizada nos pagamentos previamente acordados, seja após a declaração de moratória ou, até mesmo, mediante a ameaça da falta de pagamentos."[300] Deste modo, qualquer mudança nos acordos que regem o débito soberano pode ser considerada como uma reestruturação dos títulos desta dívida. Devido à falta de um instituto específico para reger esse processo, atualmente, embora diversos institutos de recuperação soberana tenham sido propostos, estas reestruturações ainda ocorrem de maneira "voluntária".[301]

---

[298] BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul, "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation...", p. 48.

[299] As leis de insolvência fornecem às empresas a proteção necessária para que elas possam estabelecer planos voltados à sua manutenção e continuidade. Por outro lado, caso a empresa não se recupere com o auxílio jurídico que lhe é oferecido, os credores podem assegurar os seus direitos por meio da liquidação dos bens das empresas devedoras. SARRA, Janis. "Financing Insolvency Restructurings in the Wake of the Financial Crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures", *Penn State International Law Review*, vol. 29 (2011), pp. 581-582.

Isto porque, certamente, a busca pelo cumprimento de um julgamento favorável perante casos de débitos privados apresenta uma complexidade menor do que nos litígios que envolvam dívidas soberanas. Cfr. GULATI, Mitu; TRIANTIS, George. "Contracts Without Law: Sovereign versus Corporate debt", *University of Cincinnati Law Review*, vol. 75 (2007).

[300] WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 14.

[301] A expressão "reestruturação da dívida soberana" refere-se às mudanças realizadas em pagamentos previamente acordados. Estas mudanças podem ser realizadas após a moratória de um Estado ou mediante uma ameaça de moratória. *Ibid*.

Pode parecer ingênuo adjetivar estas reestruturações como "voluntárias", visto que nenhum investidor, em bom juízo ou de bom grado, acataria voluntariamente um corte de 70% no valor total dos seus créditos, fato que ocorreu, por exemplo, na recente reestruturação da dívida Grega.[302] Faz-se importante, pois, esclarecer que esta voluntariedade, quando vinculada às reestruturações soberanas, somente expressa uma decisão que foi tomada em mútuo acordo das partes.[303] Não significa dizer, pois, que os credores tenham poder suficiente para decidir, exclusivamente, acerca da concessão, ou não, da reestruturação das dívidas.

Assim, o sucesso das reestruturações dos débitos soberanos requerem, muitas vezes, sacrifícios mútuos.[304] Estas reestruturações, que têm por objetivo o remanejamento das obrigações estatais perante os credores, normalmente envolvem a elaboração de uma nova, e mais espaçada, agenda de pagamentos ou, sendo esta a opção mais buscada pelos devedores, a redução do valor total da dívida. Os sacrifícios realizados pelos credores comerciais, todavia, não devem ser vistos como sacrifícios beneficentes ou altruístas. A concessão de crédito soberano representa aos credores comerciais, como outros negócios representam aos seus respectivos investidores, uma oportunidade lucrativa. Deste modo, em um contexto comercial, as reestruturações soberanas só são aceitas pelos credores quando podem fornecer-lhes novas vantagens, ou, em situações piores, quando a reestruturação apresentar-se como única alternativa à moratória dos devedores.[305] Muitos dos Estados devedores apresentavam, e ainda apresentam, as suas propostas de reestruturação sob a forma das ofertas chamadas de "*take-it-or-leave-it*".[306]

Em um contexto político, por outro lado, os bancos comerciais, devido às ligações e dependências estatais, muitas vezes cediam a pressões estatais e supranacionais, acatando, assim, as propostas de reestruturação "voluntárias". A nova classe de credores, conforme vimos, é heterogênea e esparsa. Os títulos soberanos hoje estão em posse de grandes bancos comerciais, bancos comerciais menores, bancos locais, bancos de investimento, companhias

---

[302] GULATI, Mitu. "Sovereign debt after 2013: things will never be the same again", *Capital Markets Law Journal*, vol. 8, nº 2 (2013), p. 117.
[303] WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 14.
[304] A crise de 1980, por exemplo, só pode ser resolvida devido ao reconhecimento, por parte dos bancos credores, da necessidade da realização de sacrifícios mútuos. POWER, Philip J., "Sovereign Debt...", p. 2705.
[305] RIEFFEL, Lex, *Restructuring Sovereign Debt...* p. 109.
[306] WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 14.

de seguros, fundos de pensão, fundos mútuos, fundos de varejo, fundos de *hedge*, empresas não financeiras e investidores de varejo.[307]

1.Danos à reestruturação das dívidas soberanas

A associação dos credores à reestruturação proposta pelos soberanos é facultativa, especialmente àqueles credores que não são susceptíveis a pressões políticas ou sindicais. Todavia, a participação de todos os credores na reestruturação sugerida pelos devedores, quando a proposta for adequada, pode ser benéfica a todos. Uma reestruturação caótica e prolongada certamente será prejudicial à economia estatal, situação que pode representar, aos credores, um empecilho na hora de receber o pagamento das suas dívidas. Pensando no coletivo, não restam dúvidas de que a melhor situação pode se concretizar por meio da aceitação unânime dos credores à proposta de reestruturação da dívida soberana.[308]

Pensando no individual, por outro lado, a recusa de uma proposta de reestruturação - que geralmente oferece um valor menor do que o dos títulos anteriores - pode apresentar-se como a melhor saída.[309] Os participantes que se recusam a participar da reestruturação das dívidas soberanas podem, por meio de negociações ou pela via judiciária, recuperar o valor integral dos seus títulos e, no caso de moratórias antes da maturidade destes títulos, dos juros atrasados. Os credores que não acatarem a proposta de reestruturação das dívidas também podem, em determinadas situações, passar a representar a maioria detentora dos títulos antigos. Esta posição pode ser especialmente interessante para os fundos “abutres”,

---

[307] BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", p. 485.

[308] WHEELER; ATTARAN apresentam um modelo hipotético para ilustrar tal situação. Um Estado X, com apenas 150 milhões de dólares em bens, emite 200 milhões de dólares em títulos igualmente divididos entre 05 credores. Cada credor é titular, desta forma, de um débito com valor de 40 milhões de dólares a ser pago pelo Estado X. Todavia, o Estado devedor só pode pagar, no momento, 30 milhões de dólares a cada devedor. Mediante esta situação, o Estado X inicia uma reestruturação da sua dívida, oferecendo trocar os títulos com valor de 40 milhões por novos títulos com valor de 30 milhões. Conforme dito acima, uma reestruturação bem sucedida pode fortalecer a economia estatal, ou ao menos, prevenir maiores instabilidades. Deste modo, uma reestruturação bem sucedida poderia adicionar um valor Y (ao prevenir a perda deste valor) aos bens do Estado X. Os credores, a par desta situação, aceitam participar da reestruturação do Estado X recebendo pelos seus títulos 30 milhões mais um quinto do novo valor Y. Deste modo, a troca pode ser benéfica a todos os participantes. WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir, "Declawing the Vulture Funds...", p. 259.

[309] É possível inserir o modo de aplicação dos fundos “abutres” no modelo hipotético acima apresentado pelos autores. Um fundo abutre que escolhesse não participar da proposta de reestruturação do Estado X poderia buscar o pagamento integral dos seus 40 milhões de dólares por meio de negociações paralelas à reestruturação ou, ainda pior, por meios judiciais. Os 10 milhões de dólares, em caso de vitória do fundo abutre, seriam descontados do valor Y, restando somente um quarto de Y para os credores que acataram a reestruturação do débito. Se considerarmos Y como um valor inferior a 50 milhões, certamente todos os outros credores teriam optado por uma proposta inferior à conseguida pelo fundo abutre. *Ibid*.

uma vez que com a maioridade da titularidade dos débitos os credores podem pedir a aceleração do pagamento do valor principal dos títulos.

Não há dúvida, conforme se viu a partir dos casos aqui expostos, que os fundos "abutres" geralmente optam pela busca integral dos títulos por meio de ações judiciais. Interessa aqui, porém, analisar os reflexos desta escolha no processo de opção dos outros credores envolvidos na mesma reestruturação. Diversos autores afirmam que a recusa apresentada pelos fundos "abutres" acaba por dissuadir a participação de outros credores na reestruturação voluntária apresentada pelos devedores.[310]

O caos causado por uma provável vitória judicial contra os países devedores pode dificultar ainda mais a reestruturação das dívidas ou, pior, danificar severamente a sua economia e suas futuras negociações.[311] Isto porque, os demais credores podem, mediante uma ação judicial dos fundos "abutres", iniciar ações a fim de salvar-se de mais prejuízos, seja vendendo seus títulos de débito no mercado secundário ou buscando também a via judiciária.[312] A venda dos títulos de débito em plena crise e, por conseguinte, com baixos preços, pode piorar a situação financeira do devedor e, assim, a sua capacidade de pagar os seus débitos, uma vez que as vendas realizadas no mercado secundário, nesta determinada situação, refletem na credibilidade dos títulos e nas taxas de juros dos futuros empréstimos.[313] A busca da cobrança pela via judicial, por outro lado, pode desencadear um efeito dominó, levando outros credores à provável alimentação deste ciclo vicioso.

II. O papel dos "abutres" na reestruturação e no âmbito das dívidas soberanas

Embora estes fundos apresentem uma capacidade de disrupção nos processos de reestruturação das dívidas soberanas, não podemos negar que estes fundos já fazem parte do mercado econômico internacional, nomeadamente do âmbito das dívidas soberanas. Cabe analisar aqui, portanto, se os benefícios trazidos pela participação destes fundos no âmbito internacional podem sobrepujar o caos, geralmente, causado por estes nas reestruturações soberanas.

---

[310] *Ibid*., p. 254.

[311] Veja-se, por exemplo, a declaração de Anne Krueger, no cargo de Primeira Subdiretora-Geral do FMI, ao afirmar que os fundos "abutres" interferem no bom andamento das reestruturações de débitos soberanos .Cfr. KRUEGER, Anne, "International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring," in *International Monetary Fund* (2001).

[312] NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", p. 699.

[313] *Ibid*.

1.Reguladores do mercado

Devido à sua preferência pela compra dos títulos de débito por meio dos mercados secundários, muitos autores relevam as agressivas atuações destes fundos e defendem a sua presença nos mercados econômicos internos. Isto porque, a compra dos títulos de débito no mercado secundário permite a participação destes fundos no processo de recuperação das empresas e, mais importante, garante a liquidez dos mercados de débitos.[314]

Estes fundos de investimento se apresentam - ao realizarem a compra dos títulos de débito no mercado secundário - como uma saída viável para aqueles investidores que não estão mais satisfeitos com o seu investimento anterior, ou seja, com a titularidade dos títulos de dívida adquiridos.[315] Estes fundos representam, pois, aos investidores primários, uma oportunidade de recuperação, ao menos parcial, do capital investido inicialmente. Assim, a "margem de manobra" que estes fundos fornecem aos investidores primários acaba por garantir a segurança no mercado de débitos, possibilitando, assim, ao menos, empréstimos a custos justos.[316]

2.A sua presença como fator de controle às moratórias oportunistas

A falta de um instituto que permita o processo de falência dos Estados soberanos é clara. A interpretação dessa ausência, por seu lado, pode ser realizada de diferentes formas. Alguns autores identificam essa ausência, conforme se viu, como uma desvantagem aos Estados soberanos que se encontram em situações críticas. Outros autores, porém, apresentam uma visão alternativa à ausência deste instituto.

A falta da ameaça produzida pela possibilidade de liquidação dos bens e a baixa, ou quase inexistente, regulação sobre o processo de reestruturação das dívidas soberanas, ambas devido à falta de um processo judicial de falência, possibilitam que os Estados soberanos cancelem os pagamentos das obrigações previamente adquiridas, escolhendo a moratória das suas dívidas ao invés de empregar as medidas que seriam necessárias para

---

[314] Cfr. WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir, "Declawing the Vulture Funds...", p. 254.

[315] SALMON, Felix. "In defense of vulture funds." Disponível em: <http://www.felixsalmon.com/2007/02/in-defense-of-vulture-funds/>. Acesso em: 21 ago. 2013.

[316] Isto porque, as taxas dos juros contratuais dos empréstimos oferecidos aos devedores certamente refletem o risco do investimento.

continuar com os pagamentos acordados.[317] Deste modo, segundo esta linha de interpretação, a ausência regulatória advinda da inexistência de um processo de falência soberana dá margem ao chamado *opportunistic default*.

Alguns autores sustentam a argumentação, portanto, de que a possibilidade implícita da aplicação de sanções ainda continua a ser uma parte crucial no âmbito das dívidas soberanas.[318] Esta linha de interpretação nos parece correta, pois a lógica pode ser aplicada em qualquer relação jurídica. Afirmamos, inclusive, que na época do *golden standart period* os soberanos que já haviam sofrido alguma sanção diminuíam em 60% a sua probabilidade de inadimplência.[319] É preciso saber identificar, porém, o real papel dos fundos "abutres" nesta linha de raciocínio.

Não há dúvida alguma de que a declaração de uma moratória soberana tem reflexos em diversos campos estatais, isto é, na política, na economia e, até mesmo, na reputação do Estado. Portanto, alguns autores defendiam a ideia de que as consequências políticas e econômicas da declaração de uma moratória eram suficientes, por si só, para coibir os Estados de declarar uma moratória "oportunista".[320] Atualmente, porém, o entendimento parece ser outro. As consequências econômicas não são graves o suficiente para reprimir os *opportunistic deffault's*. O recente caso da Argentina comprova esta nova teoria. Tido por muitos como uma moratória oportunista, a República da Argentina vem sofrendo devido à sua saga judicial com os fundos "abutres", as consequências econômicas, por outro lado, não parecem ter surtido efeito suficiente a ponto de refrear a moratória em primeiro lugar.[321]

Assim, se a ameaça das sanções ainda deve fazer-se presente no ambiente das dívidas soberanas, e as consequências econômicas que advém da inadimplência de uma moratória não são suficientes para coibir a ação deliberada dos Estados, atualmente, a ameaça sancionatória deve ser aplicada pelos próprios credores. Diferentemente do passado, porém, os credores podem pressionar os Estados devedores por meio da utilização dos tribunais nacionais para buscar os seus direitos de cobrança. Neste sentido, a presença dos "abutres" no cenário das dívidas soberanas poderia justificar-se, em caso de moratórias

---

[317] FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", p. 1048.
[318] THOMPSON, Helen; RUNCIMAN, David, "Sovereign Debt and Private Creditors...", pp. 541-544.
[319] Novamente, cfr, MITCHENER, Kris James; WEIDENMIER, Marc D., "Supersanctions and sovereign debt...", p. 35.
[320] NGUYEN, Davy V.H., "Too Big to Fail?...", pp. 708-711.
[321] Sobre este ponto, veja-se, *inter alia*, BAER, Werner Baer; MARGOT, Diego Margot; MONTES-ROJAS, Gabriel, "Argentina's Default and the Lack of Dire Consequences", pp. 137-140.

oportunistas, uma vez que estes fundos têm vasta experiência nestes litígios, bem como a possibilidade de lançar-se numa "saga" jurídica contra os soberanos, ao contrário dos outros credores privados individuais, que não teriam condições de suportar tamanha tarefa. Deste modo, a presença dos "abutres" se faria importante não só nos casos de moratórias oportunistas, mas, também, em casos nos quais as reestruturações sejam necessárias, porém apresentem termos extremamente prejudiciais às partes credoras minoritárias.[322] Ademais, geralmente, os fundos "abutres" não estão sujeitos às pressões políticas dos Estados devedores e, inclusive, dos seus próprios Estados, tornando-os, assim, "livres" para litigar contra os devedores.[323]

Precisamos nos perguntar, porém, até que ponto a presença e a consequente ameaça destes fundos cumpre o objetivo que lhes é atribuído. Certamente, o pagamento que a Grécia realizou em benefício dos *hold-out creditors* demonstra que os Estados devedores estão cientes de que estes fundos, provavelmente, vão servir de balanço às moratórias ou reestruturações. Parece-nos, porém, que os devedores poderiam simplesmente pagar àqueles identificados como riscos à reestruturação. Neste caso, somente os "abutres" estariam lucrando com a sua posição de vantagem perante os outros devedores.

Ademais, nesta situação, outros credores também seriam incentivados a segurar os seus créditos e não participar das reestruturações oferecidas, situação que poderia gerar, assim, uma disrupção desnecessária e encadear um efeito dominó nas reestruturações soberanas. Cabe salientar, também, que os fundos "abutres" ainda têm como objetivo principal a lucratividade em detrimento do desenvolvimento de alguns Estados. Com certeza a ação destes fundos não ficaria atrelada às moratórias oportunistas, pelo contrário, se incentivados, os fundos "abutres" passariam a negar a sua participação em qualquer negociação, até mesmo naquelas realmente necessárias.

3.Agentes em prol da transparência estatal

Outras bandeiras também têm sido levantadas em defesa da participação dos fundos "abutres" no âmbito das dívidas soberanas, nomeadamente com relação ao reflexo que as suas ações espargem no governo dos HIPC. Alguns autores afirmam que as ações destes

---

[322] Cfr. FISCH, Jill; GENTILE, Caroline, "Vultures or Vanguards?...", pp. 1052, 1115.
[323] Cfr. BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", p. 514.

fundos têm revelado grandes esquemas de corrupção nestes Estados.[324] O caso que se desenvolveu a partir do litígio contra o Congo é um perfeito exemplo deste inusitado papel dos fundos "abutres".

Na tentativa de encontrar bens penhoráveis, que serviriam de garantia à sua ação judicial, o fundo "abutre" *Elliott Associates* acabou revelando um esquema de corrupção estabelecido pelo governo do Congo, apontando mais de 82 mil dólares em fraudes.[325] Segundo indícios revelados no caso, o governo congolense havia montado uma rede de empresas fictícias a fim de mascarar transações petrolíferas corruptas.[326] O esquema, que envolvia, inclusive, funcionários de alto escalão do governo congolense – como, por exemplo, o presidente e o seu filho - nunca haveria de ser descoberto caso não fossem os vastos recursos investigativos do fundo "abutre".[327] Novamente, a "liberdade" política destes fundos apresentou-se como um fator positivo no desempenho deste papel, uma vez que as autoridades locais não desvendariam as redes corruptas daquele país, especialmente devido à participação dos funcionários de alto escalão do governo.

O caso da República do Congo não foi o único exemplo neste sentido, e certamente não será o último.[328] Por isto, organizações que combatem a corrupção, como a "*Global Witness*" e a "*Publish What You Pay Coalition*", reconheceram o trabalho de investigação dos fundos "abutres" neste sentido, afirmando que estes fundos oferecem, de certo modo, uma verificação e um controle sobre os países altamente endividados que, por outro lado, possuem enormes riquezas naturais, nomeadamente as minerais e as petrolíferas.[329] Esses grupos também afirmam que a presença dos fundos "abutres" e a sua atuação nestes países evitam, devido à revelação destes esquemas corruptos, que aquelas nações, agraciadas pelo programa de alívio dos HIPC, cometam, quando recebem o alívio das suas dívidas, os mesmos erros internos que outrora cometeram.

---

[324] Veja-se *ibid*., pp. 516-517.

[325] AVERY, Ryan E., "Out of the Desert and to the Oasis...".

[326] Cfr., neste sentido, POLGREEN, Lydia. "Unlikely Ally Against Congo Republic Graft". *The New York Times* (2007).

[327] Neste sentido, ALLEN-MILLS, Tony. "'Vultures' expose corruption". *The Sunday Times* (2008).

[328] O litígio que envolveu a República da Zâmbia e o fundo "abutre" *Donegal* também serve de exemplo à "nova" função servida pelos fundos "abutres". Usando uma instituição de fachada, políticos e renomados empresários zambianos compraram, aproveitando-se da sua posição, uma dívida Estatal da Zâmbia perante o Kuwait. Com os títulos de débito em sua posse, esse grupo lançou uma ação judicial de cobrança contra o seu próprio Estado. Este esquema corrupto só foi descoberto graças ao litígio iniciado pela ação que o fundo *Donegal*, mais tarde, moveu contra a República da Zâmbia. Sobre este ponto, veja-se, entre outros, BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", pp. 516-518.

[329] Cfr. POLGREEN, Lydia. "Unlikely Ally Against Congo Republic Graft". *The New York Times* (2007).

Não podemos entrar em erro, aqui também, e atribuir estes papéis aos fundos "abutres" sem analisar as consequências que estas atuações trazem ao âmbito das dívidas soberanas. Não cabe aqui, porém, analisar a razão pela qual os fundos realizam as suas investigações. O fato da ação ser um meio ao fim lucrativo dos fundos não descaracteriza a consequência benéfica do ato. Cabe aqui, porém, afirmar que muitas vezes os próprios fundos acabam gerando ações corruptas no meio do processo. Certamente, o litígio iniciado pelo fundo "abutre" *Donegal* teve o mérito de revelar o sistema corrupto anterior, porém, no decorrer deste processo, o próprio fundo de investimento, conforme indicam os autos, acabou utilizando processos corruptos para ter acesso aos títulos de débito soberanos.[330]

Conforme dissemos, não cabe aqui desmerecer o ato benéfico realizado pelos fundos "abutres", mas não devemos esquecer, porém, que o retorno lucrativo é o primeiro, e único, objetivo destes fundos. A sua contribuição à transparência dos governos adquire natureza contraditória, portanto, quando os métodos empregados por estes fundos desencadeiam uma corrupção ou estrago ainda maior para os Estados devedores. Ademais, segundo alguns autores, parece que as agências multinacionais cada vez mais estão voltadas a reduzir a corrupção nestes países altamente endividados. As organizações lideradas pelo Banco Mundial, FMI, por exemplo, têm implementado procedimentos destinados a aumentar a transparência das ações destes países. Não podemos negar que os fundos "abutres" chamaram a atenção para estes problemas, e com isto os investidores retém os seus créditos, porém, devido ao estabelecimento dos programas de transparências destes órgãos internacionais, a corrupção poderá ser agora identificada durante as fases de reestruturação, seja com ou sem a participação dos fundos "abutres".[331]

---

[330] Após a compra dos créditos da dívida externa zambiense, em 1999, o fundo abutre tentou entrar em negociações com o governo da Zâmbia. O fundo de investimento apresentou várias propostas de conversão da dívida que foram, incialmente, rejeitadas pela República da Zâmbia. Finalmente em 2003 o fundo abutre conseguiu realizar um acordo com o governo da Zâmbia. O acordo – que, segundo o governo da Zâmbia, havia sido confeccionado de maneira ilegal e por meios corruptos – foi essencial à estratégia do fundo *Donegal*. Isto porque, o acordo serviu para confirmar a validade da dívida do governo da Zâmbia perante o fundo e, mais importante, impediu que o governo da zambiense pudesse requerer o benefício da imunidade jurisdicional.

O acordo previa, expressamente, que "*The Republic of Zambia irrevocably and unconditionally: (a) agrees that if Donegal brings proceedings against it or its assets in relation to this Agreement or the Debt, no immunity from those proceedings (including without limitation, suit, attachment prior to judgment, other attachment, the obtaining of judgment, execution or other enforcement) will be claimed by or on behalf of itself or with respect to its assets: (b) waives any such right of immunity which it or its assets now has or may subsequently acquire*" Donegal International, Ltd. "Website do fundo de investimento Donegal." Acesso em: 21 ago. 2013.

[331] Veja-se, neste sentido, AVERY, Ryan E., "Out of the Desert and to the Oasis...", pp. 281-282.

III. Protagonistas no cenário das dívidas soberanas ou coadjuvantes de uma "trama" maior: Breves conclusões

Não há dúvida alguma de que os fundos "abutres" encontram-se, atualmente, sob os holofotes da comunidade internacional, especialmente devido às recentes conclusões do caso da República da Argentina. A comunidade acadêmica continua a apresentar diversas propostas desenhadas a fim de impedir a ação destes fundos no âmbito das dívidas soberanas, especialmente a fim de impedir a ação dos fundos "abutres" perante aqueles países que se encontram em situações extremamente críticas. Isto porque, diversos autores atribuem a permissibilidade da ação destes fundos a uma descompassada evolução ocorrida entre o direito internacional e o cenário econômico internacional. Segundo esta corrente de interpretação, as "lentas e desajeitadas" respostas empregadas pelos Estados soberanos, pelas Organizações Internacionais e pelo próprio Direito Internacional subestimaram a "medida em que a globalização econômica ultrapassou a globalização político-jurídica".[332]

Embora o direito internacional geral tenha se desenvolvido nas últimas décadas, as ramificações que regem as dívidas soberanas não acompanharam o mesmo ritmo evolucionário das outras normas internacionais. Primordialmente, é possível apontar duas grandes razões que são responsáveis por essa descompassada evolução. Em primeiro lugar, as três décadas após a Segunda Guerra Mundial foram caracterizadas por uma estabilidade monetária atípica.[333] Essa falsa sensação de estabilidade e seguranças duradouras relegou, temporariamente, o assunto das moratórias e das dívidas soberanas ao segundo plano. Em segundo lugar, conforme vimos anteriormente, embora o instituto das dívidas soberanas se encontre em um campo misto de normas internas e internacionais públicas e privadas, a regulamentação destes débitos, na prática, ocorre quase que exclusivamente sob a regência das normas internas.[334] Por conseguinte, as leis e os tribunais internos foram os que mais se desenvolveram relativamente à regulamentação destas dívidas.

A atuação destes fundos de investimento no cenário internacional, diferentemente do que ocorre no âmbito privado, é relativamente nova[335] e, por isto, talvez, ainda não

---

[332] BROOMFIELD, Elizabeth, "Subduing the Vultures...", p. 474.
[333] WAIBEL, Michael, *Sovereign defaults before international courts...* p. 19.
[334] *Ibid*., pp. 19-20.
[335] Afirma-se que a sua atividade é relativamente recente, pois a atividade destes fundos, de maneira intensa, somente pode ser percebida recentemente. Isto porque, mais da metade dos casos que envolvem a participação

apresente o equilíbrio ideal. Não obstante, se forem amplas ou localizadas, com arrimo em normas internacionais ou internas, as propostas de regulação dos processos de reestruturação das dívidas soberanas apresentadas, buscam, assim, compensar a disparidade apresentada entre os cenários econômico e jurídico-político. Isto porque, o Direito, em especial o Internacional, ainda é "muito conversador, porém, reativo."[336] "Ele responde às mudanças mais do que as inicia".[337] Estas propostas são, portanto, perfeitamente plausíveis se considerarmos que o ingresso dos fundos "abutres" no âmbito das dívidas soberanas deriva diretamente da rápida globalização e, por conseguinte, desta descompassada evolução entre o campo jurídico e o campo econômico.

Porém, alguns autores vêm apontando o decorrer de uma mudança, que embora ainda se encontre em fase embrionária, vem ocorrendo no atual paradigma do direito internacional.[338] Segundo estes autores, a globalização foi responsável por realocar os poderes político-econômicos, antes pertencentes somente aos Estados, entre os diversos atores do cenário internacional, levando ao entendimento de que, embora os argumentos da "morte" do Estado sejam exagerados, em alguns aspectos, a globalização enfraqueceu os Estados, deixando-os mais vulneráveis às forças globais.[339] Os Estados e os indivíduos vêm, neste sentindo, adaptando-se com entusiasmo às alterações "impostas" pela globalização. Neste processo de adaptação, porém, os Estados acabam por aceitar (conscientemente, subconscientemente ou inconscientemente) a hegemonia do capitalismo corporativo no cenário internacional.[340]

Assim, se analisarmos o comportamento do cenário internacional como um todo, porém, os fundos "abutres" podem passar de protagonistas de um capítulo específico, para o papel de coadjuvantes numa trama mais complexa e, de certa forma, preocupante. Pois, se os Estados realmente estão sendo enfraquecidos pelo processo de globalização, também é possível afirmar que outros atores estão prontos para preencher essa lacuna de poder,

---

destes fundos somente teve início na década passada. Cfr., SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik, "Sovereign Defaults in Court...", pp. 2, 6-7.

[336] GARCIA, Frank J, "Globalization, Power, States, and the role of Law...", p. 908.

[337] *Ibid*.

[338] Cfr., sobre este ponto, *inter alia*, os trabalhos apresentados no Simpósio denominado "*Filling Power Vacuums in the New Global Legal Order*". Dentre os trabalhos apresentados neste seminário, vejam-se, porém, com maior atenção,

[339] Cfr. GARCIA, Frank J, "Globalization, Power, States, and the role of Law...", p. 903.

[340] ACHARYA, Upendra D. . "Globalization and Hegemony Shift: are States merely agents of Corporate Capitalism?", *Boston College International and Comparative Law Review*, vol. 36, nº 2 (2013), p. 938.

explorando e moldando as relações internacionais por meio do exercício da sua influência em situações oportunistas.[341]

Não só a globalização foi responsável pela nova era internacional do chamado "capitalismo corporativo", responsável por transformar, segundo alguns autores, a globalização em um "fim lucrativo".[342] Certamente, os Estados também serviram como condutores neste processo de globalização, permitindo, auxiliando e, inclusive, protegendo o ingresso e a permanência destas entidades comerciais privadas no âmbito internacional. A erosão dos institutos jurídicos que protegiam a soberania dos Estados, em muito acelerada devido às decisões políticas passadas, e o estabelecimento das condições econômicas ideais para a proliferação dos fundos "abutres", demonstram claramente, embora em um âmbito limitado, a verificação da tendência da mudança do paradigma internacional defendido por alguns autores.

Se acatarmos como verdadeira esta linha interpretativa que afirma a mudança do paradigma jurídico internacional que tem o Estado como objeto central para um paradigma que coloca ao centro as entidades corporativas, podemos afirmar que a presença e a proliferação dos fundos "abutres" no cenário internacional deixam de ser resultado de uma descompassada evolução entre o cenário econômico e o cenário político-jurídico, passando a ser, na verdade, um sinal da tendência que está a se instaurar no cenário internacional. Certamente, a coibição da atuação destes fundos, neste cenário, pode tornar-se mais complicada.

Independentemente das razões que levaram ao ingresso destes fundos no mercado das dívidas soberanas, podemos afirmar que os fundos "abutres" já parecem protagonizar mais uma daquelas diversas querelas sempre presentes no âmbito do direito internacional. A disputa destes fundos coloca, em pratos opostos da balança, legítimos direitos requeridos por ambas as partes do processo. De um lado da balança, o direito legítimo de cobrança que os investidores possuem perante o Estado inadimplente, do outro, a manutenção da soberania dos Estados, a necessidade de assegurar chances de recuperação econômica dos Estados

[341] GARCIA, Frank J, "Globalization, Power, States, and the role of Law...", p. 911.
[342] ACHARYA, Upendra D. , "Globalization and Hegemony Shift...", p. 968.

endividados, e, em alguns casos, a necessidade de garantir os direitos humanos dos cidadãos daqueles países atacados pelos fundos "abutres".[343]

Não podemos negar que os fundos "abutres" já protagonizam um papel de destaque no âmbito das dívidas soberanas, possuindo, caso a caso, e com algumas ressalvas, um importante papel no cenário das dívidas soberanas. Certamente, a sua presença pode garantir o equilíbrio econômico no âmbito das dívidas soberanas, bem como, a sua influência neste cenário pode garantir o equilíbrio entre os poderes dos soberanos e dos credores minoritários. Precisamos nos perguntar, porém, até que ponto estes "benefícios" podem mascarar a incessante busca lucrativa destes fundos, que ignora a necessidade de milhares cidadãos necessitados.

[343] Acerca deste último ponto, veja-se, SCHLEMMER-SCHULTE, Sabine "The Case of International Finance & Investment Law Versus Human Rights Law", *Pacific McGeorge Global Business & Development Law Journal*, vol. 25 (2012), pp. 413-414.

CONCLUSÕES

Afirmamos, diversas vezes no percorrer desta pesquisa, que o presente pode ser mais bem compreendido por meio do estudo do passado.

Se observarmos o desenvolvimento cronológico dos acontecimentos aqui explanados, verificamos que os fundos de investimento de *hedge* que surgiram nos mercados internos tinham somente o objetivo de lucrar por meio da compra de débitos de empresas privadas que se encontram em situações financeiras críticas. Esta forma de operação, no setor empresarial, embora apresente algumas ressalvas, é considerada normal.

A crise econômica dos Estados latino-americanos da década de 80, porém, criou uma situação, em nível internacional, muito similar à das empresas privadas em condições de falência, atraindo, assim, os fundos de *hedge* para um novo mercado que se vislumbrava oportuno.

Diversos fatores colaboraram para a criação do "ninho dos abutres" no cenário internacional. As mudanças nos padrões dos empréstimos soberanos, que passaram a ser proporcionados por bancos comerciais, em detrimento da escolha dos empréstimos supranacionais, facilitaram a deterioração do sentimento de solidariedade internacional antes, e ainda hoje, empregado pelas instituições supranacionais. A titularização e a consequente comercialização dos títulos de débito, como resposta à crise latino-americana da década de 80, claramente corroboraram com a ideia de que os empréstimos comerciais aos Estados soberanos não passam de um investimento, que, como qualquer outro, visa o lucro.

A venda irrestrita dos títulos naquela época, transferiu, pois, a titularidade das dívidas soberanas de poucos bancos comerciais, que eram suscetíveis a pressões políticas e soberanas, a milhares de indivíduos heterógenos com preocupações e interesses individualistas e esparsos que, dificilmente, submeter-se-iam a pressões ou apelos políticos.

Assim, pode-se dizer que as mudanças político-econômicas, empregadas como solução para mitigar ou terminar com a crise latino-americana da década de 80, permitiram o estabelecimento do "ninho dos abutres", portanto, o surgimento dos fundos "abutres", no

âmbito das dívidas soberanas decorreu, em parte, das reestruturações ocorridas no período subsequente àquela grande crise.

Os problemas complexos, por sua vez, têm as suas origens, normalmente, em um intrincado sistema de causas. Certamente, por conseguinte, não se pode responsabilizar as mudanças político-econômicas como as únicas causas que levaram à problematização atual das dívidas soberanas.

O caso que envolveu a República da Costa Rica e o Banco *Allied International*, famoso por encontrar embasamento nas normas previstas pelo FSIA, colaborou com a erosão da aplicação de institutos de defesa soberana como a cortesia internacional e a doutrina do ato do Estado. Ademais, o caso confirmou que as estratégias dos *hold-out creditors* e que a cobrança judiciária das dívidas poderiam funcionar. A interpretação de que a "recusa" à participação nas reestruturações soberanas era uma ação legítima por parte dos credores, solidificou-se nas decisões subsequentes às decisões dos litígios que envolveram o banco *Allied International*. A possibilidade de aquisição e o reconhecimento jurídico dos créditos fez com que os fundos "abutres" identificassem uma condição favorável à busca de lucros no âmbito das dívidas soberanas.

Assim, diversas evoluções jurídicas, internas e/ou externas colaboraram para o desenvolvimento dos fundos "abutres" no cenário internacional das dívidas soberanas. A paulatina evolução, ou erosão, dos institutos jurídicos relativos às defesas soberanas foi, neste sentido, largamente responsável pela permanência dos fundos "abutres" no cenário internacional. Isto porque, a mudança de paradigmas em relação às imunidades do Estado, devido à expansão da doutrina qualificada das imunidades jurisdicionais, em grande parte difundida pelos próprios receptores deste benefício, acabou por permitir o modo de operação atual dos fundos "abutres".

Apesar das derrotas judicias terem conduzido a imunidade de jurisdição estatal à inocuidade no âmbito das dívidas soberanas, as imunidades de execução das dívidas, ainda são um obstáculo à pretensão dos altos lucros pretendidos pelos fundos "abutres". Os casos aqui apresentados - CIBC *Bank and Trust Co LTD versus* Banco Central do Brasil; *Elliot Associates L. P versus Banco de La Nacion* do Peru e NML Capital Ltd *versus Republic of Argentina* – demonstraram que os Estados soberanos não podem mais se abrigar nas imunidades jurisdicionais dos Estados, inclusive nas imunidades de execução, pois as cobranças realizadas pelos fundos "abutres" se apresentam cada vez mais criativas, gerando

um poder de cobrança suficiente para quebrar a última barreira de defesa dos "soberanos". Essa ideia ficou claramente reforçada, mais recentemente, no caso da Grécia.

Não há dúvida alguma de que estes desenvolvimentos jurídico-econômicos contribuíram, não só ao ingresso destes fundos no cenário internacional, mas, também, ao desenvolvimento do conjunto jurídico-político que atualmente permite e facilita a difusão do método dos fundos "abutres". Confirmamos, assim, a hipótese aqui apresentada, de que o método de atuação destes fundos desenvolveu-se a partir dos diversos "incentivos" jurídico-econômicos presentes no contexto do surgimento destes fundos no cenário internacional.

Não é de se estranhar, portanto, que quando perguntado, em uma entrevista realizada pelo repórter investigativo Greg Palast, acerca da sua busca por lucro em detrimento "das vidas" dos cidadãos dos Estados atacados, Michael Sheehan, presidente e fundador do fundo *Donegal*, um dos maiores fundos "abutres" norte-americano, somente respondeu que "*there was a proposal for investment. That's all I can talk about right now*".[344]

Independentemente dos fatores que levaram ao ingresso destes fundos no cenário internacional, certo é, ao menos agora, que estes fundos representam um importante papel no âmbito das dívidas soberanas. É importante salientar, portanto, que as propostas que visam coibir a ação dos "abutres" no cenário internacional não devem negligenciar a importância destes fundos no ambiente destas dívidas.

Talvez, hoje, mais importante do que procurar a proibição da atuação destes fundos, se faça necessária uma melhor compreensão do cenário internacional atual, o estudo do papel exercido pelos fundos "abutres" no cenário internacional como um todo, ou seja, a investigação da relação destes fundos com a evolução dos arquétipos jurídicos internacionais.

O ingresso, a presença e a rápida proliferação destes fundos no cenário internacional podem indicar seu papel numa trama mais elaborada. Talvez os fundos "abutres" possam ser incluídos nas teorias, que vêm sendo apresentadas por alguns doutrinadores jusinternacionalistas, que afirmam a transição da centralidade do foco do cenário e do direito internacionais. Esta hipótese, porém, ainda carece de confirmação, apresentando-se, no

[344] MEIRION, Jones. "'Vulture funds' threat to developing world". *BBC Newsnight* (2007).

momento, como uma mera sugestão. Estudos futuros são necessários para comprovar ou, até mesmo, negar esta hipótese.

REFERÊNCIAS

Livros e Publicações Acadêmicas

ACHARYA, Upendra D. . "Globalization and Hegemony Shift: are States merely agents of Corporate Capitalism?", *Boston College International and Comparative Law Review,* vol. 36, nº 2 (2013), pp. 973-969.

ALMEIDA, Francisco Ferreira de. *Direito Internacional Público.* 2ª ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2003.

AREWA, Olufunmilayo B. "Vultures, Hyenas, and African Debt: Private Equity and Zambia", *Northwestern Journal of International Law & Business,* vol. 29, nº 3 (2009), pp. 643-674.

AVERY, Ryan E. "Out of the Desert and to the Oasis: legislation on predatory debt investing", *University of Miami International and Comparative Law Review,* vol. 18 (2011), pp. 267-290.

BAER, Werner Baer; MARGOT, Diego Margot; MONTES-ROJAS, Gabriel. "Argentina's Default and the Lack of Dire Consequences", *Brazilian Journal of Applied Economics,* vol. 15, nº 1 (2011), pp. 131-146.

BAINBRIDGE, Stephen. "Comity and Sovereign Debt Litigation: a bankruptcy analogy", *Maryland Journal of International Law and Trade,* vol. 10, nº 1 (1986), pp. 1-47.

BANKAS, Ernest K. *The State Immunity Controversy in International Law: Private suits against Sovereign States in Domestic Courts.* Berlin: Springer, 2005.

BLACKMAN, Jonathan I.; MUKHI, Rahul. "The Evolution of Modern Sovereign Debt Litigation: vultures, alter egos, and other legal fauna", *Law and Contemporany Problems,* vol. 73 (2010), pp. 47-61.

BORENSZTEIN, Eduardo; YEYATI, Eduardo Levy; PANIZZA, Ugo. *Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance.* Cambridge: Harvard University Press, 2006.

BOSCO, David. "The Debt Frenzy", *Foreign Policy,* vol. 2007, nº 161 (2007), pp. 36-42.

Bratton, William W. "Pari Passu and a Distressed Sovereign's Rational Choices", *Emory Law Journal,* vol. 53 (2004), pp. 823-868.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos "Da crise fiscal à redução da dívida." *Dívida Externa e Desenvolvimento* (ed. João Paulo dos Reis Velloso). Rio de Janeiro: José Olympio, 1990, pp. 16-46.

BRITO, Wladmir. *Direito Internacional Público.* Coimbra: Coimbra Editora, 2008.

BROOMFIELD, Elizabeth. "Subduing the Vultures: Assessing Government Caps on Recovery in Sovereign Debt Litigation", *Columbia Business Law Review,* vol. 2010, nº 2 (2010), pp. 473-528.

BUCHHEIT, Lee C. "The Role of the Official Sector in Sovereign Debt Workouts", *Chicago Journal of International Law,* vol. 6 (2005), pp. 333-346.

CALDERON, Paulo; ROSA, Fontes. "Credibilidade e Mercado Secundário da Dívida Externa Brasileira", *Análise Econômica - UFRGS,* vol. 16, nº 30 (1998), pp. 69-90.

CARSON, Scott Alan. "Vulture Investors, Predators of the 90s: An Ethical Examination", *Journal of Business Ethics,* vol. 17, nº 5 (1998), pp. 543-555.

CARVALHO, Geraldes de. "Da imunidade jurisdicional dos Estados estrangeiros", *Colectânea de Jurisprudência,* vol. Ano 10, nº Tomo IV (1985), pp. 33-37.

CASSESE, Antonio. *International Criminal Law.* 2ª ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2010.

———. *International law.* Oxford: Oxford University Press, 2001.

———. *International law in a divided world.* Oxford: Clarendon Press, 1986.

———. "When may Senior State Officials be Tried for International Crimes? Some comments on the Congo v. Belgium Case", *European Journal of International Law,* vol. 13, nº 4 (2002), pp. 853-875.

COHEN, Benjamin J. "Bretton Woods system." In *Routledge Encyclopedia of International Political Economy*, editado por R.J Barry Jones. London: Routledge, 2001.

COLE, DANIEL H. "Debt-Equity Conversions, Debt-for-Nature Swaps, and the Continuing World Debt Crisis", *Columbia Journal of Transnational Law,* vol. 30 (1992), pp. 57-88.

DAVIS, Tom E. "As causas e consequências da dívida latino-americana", *Revista de Economia Política,* vol. 4, nº 3 (1984), pp. 15-24.

DING, Yilin. "Absolute, Restrictive, or Something More: Did Beijing choose the right type of Sovereign Immunity for Hong Kong?", *Emory International Law Review,* vol. 26 (2012), pp. 997-1037.

DOLINGER, Jacob. "A imunidade jurisdicional dos Estados", *Revista de informação legislativa,* vol. 19, nº 76 (1982), pp. 5-64.

EDWARDS, Sebastian. *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope.* New York: Oxford University Press, 1995.

FISCH, Jill; GENTILE, Caroline. "Vultures or Vanguards?: The Role of Litigation in Sovereign Debt Restructuring", *Emory Law Journal,* vol. 53, nº 1043 (2004), pp. 1047-1116.

FUNG, William; HSIEH, David A. "Empirical characteristics of dynamic trading strategies: The case of hedge funds", *Review of Financial Studies,* vol. 10, nº 2 (1997), pp. 275-302.

GARCIA, Frank J. "Globalization, Power, States, and the role of Law", *Boston College Law Review,* vol. 54, nº 3 (2013), pp. 903-919.

GARCIA, Márcio. "Imunidade de Estado: quem disse que o rei não erra?", *A imunidade de Jurisdição e o Judiciário Brasileiro* (ed. Márcio Garcia e Antenor Pereira Madruga Filho). Brasília: CEDI, 2002, pp. 83-104.

GOLDMAN, Samuel E. "Mavericks in the Market: The Emerging Problem of Hold-Outs in Sovereign Debt Restructuring", *UCLA Journal of International Law and Foreign Affairs,* vol. 5 (2000), pp. 159-197.

GOREN, Jonathan. "State-to-State Debts: Sovereign Immunity and the 'Vulture' Hunt", *The George Washington International Law Review,* vol. 41 (2010), pp. 681-708.

GULATI, Mitu. "Sovereign debt after 2013: things will never be the same again", *Capital Markets Law Journal,* vol. 8, nº 2 (2013), pp. 117-120.

GULATI, Mitu; TRIANTIS, George. "Contracts Without Law: Sovereign versus Corporate debt", *University of Cincinnati Law Review,* vol. 75 (2007), pp. 997-1004.

HASELER, Sonke. "Collective Action Clauses in International Sovereign Contracts - Whence the opposition?", *Journal of Economic Surveys,* vol. 23, nº 5 (2009), pp. 882-923.

HAYS II, James M. "The Sovereign Debt Dilemma", *Brooklyn Law Review,* vol. 75, nº 3 (Spring 2010), pp. 905-933.

HORNBECK, J. F. "Argentina's Defaulted Sovereign Debt: Dealing with the "Holdouts"". (2010), Disponível em: <http://www.fas.org/sgp/crs/row/R41029.pdf>. Acesso em: 14 set. 2013.

JIANG, Wei; LI, Kai; WANG, Wei. "Hedge Funds and Chapter 11", *The Journal of Finance,* vol. LXVII, nº 2 (2012), pp. 513-559.

JONES, SAM. "Greek bond bet pays off for hedge fund". *Financial Times* (2012) Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a11f5be4-4940-11e2-b25b-00144feab49a.html#axzz2ow7Jiga7>. Acesso em: 18 jul. 2013.

KRUEGER, Anne. "International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring." In *International Monetary Fund*, 2001.

LHABITANT, François-Serge. *Handbook of hedge funds.* England: John Wiley & Sons, 2011.

LIPPERT, Jonathan C. "Vulture Funds: The reason why Congolese debt may force a revision of the Foreign Sovereign Immunities Act", *New York International Law Review,* vol. 21 (2008), pp. 1-38.

LO, Andrew W. "Risk Management for Hedge Funds: Introduction and Overview", *Financial Analysts Journal,* vol. 57, nº 6 (2001), pp. 16-33.

LOWENFELD, Andreas F. "Claims Against Foreign States - A proposal for reform of United States Law", *New York University Law Review,* vol. 44 (1969), pp. 901-938.

LUPI, André Lipp Pinto Basto. "A convenção sobre imunidade do Estado e seus Bens e o direito brasileiro", *Revista da Faculdade de Direito da UERJ,* vol. 1, nº 19 (2011), pp. 1-21.

MACHADO, Jónatas Eduardo Mendes. *Direito Internacional: do paradigma clássico ao pós-11 de setembro.* 2ª ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

MACHIAVELLI, Niccolò. *Comentários sobre a Primeira Década de Tito Lívio.* 3ª ed. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1994.

MACMILLAN, Rory. "The Next Sovereign Debt Crisis", *Stanford Journal of International Law,* vol. 31 (1995), pp. 305-357.

MACNAMARA, Tom. "Foreign Sovereign Immunity during the new nationalisation wave", *Business Law International,* vol. 11, nº 1 (2010), pp. 5-38.

MADRUGA FILHO, Antenor Pereira. *A Renúncia à Imunidade de Jurisdição pelo Estado Brasileiro e o novo Direito da Imunidade de Jurisdição* São Paulo: Renovar, 2003.

MALANCZUK, Peter. *Akehurst's modern introduction to international law.* New York: Routledge, 2002.

MEIRION, Jones. "'Vulture funds' threat to developing world". *BBC Newsnight* (2007) Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/6362783.stm>. Acesso em: 14 ago. 2013.

MELLO, Celso D. de Albuquerque. *Curso de direito internacional público.* 12ª ed., vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

———. *Curso de direito internacional público.* 12ª ed., vol. II. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

MENDONÇA, Ana Rosa Ribeiro de. "Reestruturação da dívida Argentina: propostas e resultados", *Economia Política Internacional - Análise Estratégica,* vol. 4 (2005), pp. 12-18.

MILLER, Jéssica W. "Solving the Latin American sovereign debt crisis", *Journal of International Law - University of Pennsylvania,* vol. 22, nº 3 (2001), pp. 677-708.

MITCHENER, Kris James; WEIDENMIER, Marc D. "Supersanctions and sovereign debt repayment", *Journal of International Money and Finance,* vol. 29, nº 1 (2010), pp. 19-36.

MONTELEONE, Theresa A. "A vulture's gamble: high-stakes interpretation of sovereign debt contracts in NML Capital, Ltd v Republic of Argentina", *Capital Markets Law Journal,* vol. 8, nº 2 (2013), pp. 149-165.

MUGASHA, Agasha. "Solutions for Developing-Country External Debt: insolvency or forgiveness?", *Law and Business Review of the Americas,* vol. 13 (2007), pp. 859-883.

NGUYEN, Davy V.H. "Too Big to Fail? Towards a Sovereign Bankruptcy Regime", *Cornell International Law Journal,* vol. 45 (2012), pp. 697-723.

PANIZZA, Ugo; STURZENEGGER, Federico; ZETTELMEYER, Jeromin. "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default", *Journal of Economic Literature,* vol. 47, nº 3 (2009), pp. 1-47.

PELLET, Alain; DINH, Nguyen Quoc; DAILLIER, Patrick. *Direito Internacional Público.* Lisboa: Calouste Gulbenkian, 2003.

POWER, Philip J. "Sovereign Debt: The rise of the secondary market and its implications for future restructurings", *Fordham Law Review,* vol. 64 (1996), pp. 2071-2077.

PROCTOR, Charles. "Vulture funds and sovereign debt - the Zambian experience", *Journal of South African Law,* (2007), pp. 629-641.

RIEFFEL, Lex. *Restructuring Sovereign Debt: The Case for Ad Hoc Machinery.* Washington: The Brookings Institution, 2003.

SALIBA, Aziz Tuffi. "A imunidade absoluta de jurisdição de Estados: “sólida regra costumeira” ou mito?", *Revista Brasileira de Direito Público,* vol. 3, nº 8 (2005), pp. 17-51.

SANTOS, Alberto Gonzalo. "Beyond Baker and Brady: deeper debt reduction for Latin American sovereign debtors", *New York University Law Review,* vol. 66 (1991), pp. 66-111.

SARRA, Janis. "Financing Insolvency Restructurings in the Wake of the Financial Crisis: stalking horses, rogue white knights and circling vultures", *Penn State International Law Review,* vol. 29 (2011), pp. 581-612.

SCHAFER, Armin. "Stabilizing Postwar Europe: Aligning Domestic and International Goals", *Max-Planck Institute Fur Gesellschaftsforschung - Working Paper Series,* vol. 03, nº 08 (2003).

SCHLEMMER-SCHULTE, Sabine "The Case of International Finance & Investment Law Versus Human Rights Law", *Pacific McGeorge Global Business & Development Law Journal,* vol. 25 (2012), pp. 409-424.

SCHUMACHER, Julian; TREBESCH, Christoph; ENDERLEIN, Henrik. "Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010", *Social Science Research Network - SSRN,* (2013), pp. 1-39.

SHAW, Malcolm N. *International law.* 6ª ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

SILVA, Alexandre Pereira da; PEREIRA, Mariana Yante Barrêto. "“Fundos abutres” vs. Estados nacionais: soberania e atuação do Tribunal Internacional do Direito do Mar a partir do caso da fragata libertad", *Revista de Direito Internacional,* vol. 10, nº 1 (2013), pp. 138-152.

SMITH, George Bundy; HALL, Thomas J. "The Narrow Application Of the Champerty Doctrine", *New York Law Journal,* vol. 248, nº 77 (2012), pp. 1-2.

SOARES, Guido Fernando Silva. *Das imunidades de jurisdição e de execução.* Rio de Janeiro: Forense, 1984.

SOOKUN, Devi. *Stop Vulture Fund Lawsuits: a handbook.* London: Commonwealth Secretariat, 2010.

THOMPSON, Helen; RUNCIMAN, David. "Sovereign Debt and Private Creditors: New Legal Sanction or the Enduring Power of States?", *New Political Economy,* vol. 11, nº 4 (2006), pp. 541-555.

TILLY, Charles. *Coercion, Capital, and European States, AD 990-I990.* Oxford: Basil Blackwell Publishers, 1990.

TOMUSCHAT, Christian. "The International Law of State Immunity and Its Development by National Institutions", *Vanderbilt Journal of Transnational Law,* vol. 44 (2011), pp. 1105-1140.

VALLADÃO, Haroldo. *Direito internacional privado.* vol. III. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1978.

WAIBEL, Michael. "Elusive Certainty - Implications of Donegal v. Zambia", *International Financial Law Review,* vol. 31, nº 7 (2007), pp. 32-33.

———. *Sovereign defaults before International courts and tribunals.* Cambridge: Cambridge University Press, 2011.

WAUTELET, Patrick R. "Vulture Funds, Creditors and Sovereign Debtors: How to Find a Balance?", *Insolvabilité des États et Dettes Souveraines* (ed. Mathias Audit). Paris: LGDJ, 2011, pp. 1-56.

WEIDEMAIER, Mark C. "Sovereign Immunity and Sovereign Debt", *University of Illinois Law Review,* (forthcoming 2014), pp. 1-62.

WHEELER, Christopher C.; ATTARAN, Amir. "Declawing the Vulture Funds: Rehabilitation of a Comity Defense in Sovereign Debt Litigation", *Stanford Journal of International Law,* vol. 39 (2003), pp. 253-284.

WOLLASTON, Andrew. "The growing importance of debt in European corporate transactions", *Insolvency Intelligence,* vol. 18, nº 10 (2005), pp. 145-149.

YAP, Suniati. "Investing in Chapter 11 Companies: vultures or white knights?", *Southewestern Journal of Law & Trade in the Americas,* vol. 2 (1995), pp. 153-174.

Jurisprudência

Acórdão nº 0004918, 12 de julho de 1989, TRIBUNAL DE RELAÇÃO DE LISBOA. (1989) Disponível em: <http://www.dgsi.pt/jtrl.nsf/33182fc732316039802565fa00497eec/e4135d9938b5ba0280256803000385c5?OpenDocument&Highlight=0,imunidade,jurisdi%C3%A7%C3%A3o,Estado>.

Acórdão nº 0015139, 05 de Janeiro de 1981, TRIBUNAL DE RELAÇÃO DO PORTO. (1981) Disponível em: <http://vlex.com/vid/-30109795>.

Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola (566 F.Supp. 1440), US District Court S.D. New York. (1983) Disponível em: <http://www.leagle.com/decision/19832006566FSupp1440_11784>.

Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola (733 F.2d 23), United States Court of Appeals, Second Circuit. (1984) Disponível em: <http://www.lexisnexis.com/lnacui2api/api/version1/getDocCui?lni=3RRK-XDN0-003B-G00K&csi=6320&hl=t&hv=t&hnsd=f&hns=t&hgn=t&oc=00240&perma=true>.

Allied Bank International v. Banco Crédito Agrícola (757 F.2d 516), United States Court of Appeals, Second Circuit. (1985) Disponível em: <http://www.leagle.com/decision/19851273757F2d516_11184>.

Berizzi Bros Co. v. The Pesaro (1926) Disponível em: <https://bulk.resource.org/courts.gov/c/US/271/271.US.562.334.html>.

CIBC Bank and Trust Co. (CAYMAN) Ltd v. BANCO CENTRAL DO BRASIL (886 F. Supp. 1105), US District Court S.D. New York. (1995) Disponível em: <http://www.leagle.com/decision/19951991886FSupp1105_11830>.

Donegal International LTD v. Republic of Zambia, EWHC 197 (Comm). (2007) Disponível em: <http://www.bailii.org/cgi-bin/markup.cgi?doc=/ew/cases/EWHC/Comm/2007/197.html>.

Elliot Associates, L.P v. Banco de La Nacion (12 F. Supp. 2d 328), US District Court S.D. New York. (1998) Disponível em: <http://www.lexisnexis.com/lnacui2api/api/version1/getDocCui?lni=3TCN-KVC0-0038-Y428&csi=6323&hl=t&hv=t&hnsd=f&hns=t&hgn=t&oc=00240&perma=true>.

Elliot Associates, L.P v. Banco de La Nacion (194 F.3d 363), United States Court of Appeals, Second Circuit. (1999) Disponível em: <https://bulk.resource.org/courts.gov/c/F3/194/194.F3d.363.98-9268.98-9319.1998.html>.

Elliot Associates, L.P v. Banco de La Nacion (194 F.R.D. 116), US District Court S.D. New York. (2000) Disponível em: <http://www.lexisnexis.com/lnacui2api/api/version1/getDocCui?lni=40DC-J0X0-0038-Y3CN&csi=6323&hl=t&hv=t&hnsd=f&hns=t&hgn=t&oc=00240&perma=true>.

The Exchange v. McFaddon, U.S SUPREME COURT. (1812) Disponível em: <http://supreme.justia.com/cases/federal/us/11/116/case.html>.

Holland v. Lampen-Wolfe, House of Lords. (2000) Disponível em: <http://www.publications.parliament.uk/pa/ld199900/ldjudgmt/jd000720/hollan-1.htm>.

The Parlement Belge (LR 5 PD 197), COURT OF APPEAL. (1879) Disponível em: <http://www.lawindexpro.co.uk/cgi-bin/casemap.php?case=182816&rf=scu%2520target=>.

"The Porto Alexandre", *The American Journal of International Law,* vol. 14, nº 1/2 (1920), pp. 273-276.

Pravin Banker Associates v. Banco Popular del Peru and The Republic of Peru (109 F.3d 850), United States Court of Appeals, Second Circuit. (1997) Disponível em: <http://www.lexisnexis.com/lnacui2api/api/version1/getDocCui?lni=3S4X-HS40-00B1-D3JG&csi=6320&hl=t&hv=t&hnsd=f&hns=t&hgn=t&oc=00240&perma=true>.

Regina v. Bartle and the Commissioner of Police for the Metropolis and Others Ex Parte Pinochet Regina v. Evans and Another and the Commissioner of Police for the Metropolis and Others Ex Parte Pinochet (On Appeal from a Divisional Court of the Queen's Bench Division), HOUSE OF LORDS. (1999) Disponível em: <http://vlex.com/vid/bartle-metropolis-pinochet-50671088>.

Republic of Argentina et. al. v. Weltover, INC. et. al. (504 U.S. 607), Supreme Court of the United States. (1992) Disponível em: <http://www.lexisnexis.com/lnacui2api/api/version1/getDocCui?lni=3S4W-XF80-003B-R3RY&csi=6443&hl=t&hv=t&hnsd=f&hns=t&hgn=t&oc=00240&perma=true>.

Publicações Oficiais (Estados e Organizações Internacionais)

BANCO CENTRAL DO BRASIL. "Glossário BCB." Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/glossario.asp?id=GLOSSARIO&Definicao=30>. Acesso em: 31 ago. 2013.

BRASIL. "Comunicado Conjunto dos Presidentes dos Estados Partes do Mercosul". Ministério das Relações Exteriores - ITAMARATY (2012), Disponível em: <http://www.itamaraty.gov.br/sala-de-imprensa/notas-a-imprensa/comunicado-conjunto-dos-presidentes-dos-estados-partes-do-mercosul-brasilia-7-de-dezembro-de-2012>. Acesso em: 21 dez. 2013.

GOV.UK. "Government acts to halt profiteering on Third World debt within the UK". Press Release (2011), Disponível em:

<https://www.gov.uk/government/news/government-acts-to-halt-profiteering-on-third-world-debt-within-the-uk>. Acesso em: 14 dez. 013.

HURLEY, Gail. "Taming the vultures: are new measures enough to protect debt relief gains?". European Network on Debt & Development (2008), Disponível em: <http://www.eurodad.org/Entries/view/2752>. Acesso em: 26 dez. 2013.

IMF. "African Finance Ministers Press Briefing". International Monetary Fund Press (2002), Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/tr/2002/tr020928a.htm>. Acesso em: 19 ago. 2013.

———. "Debt Relief Under the Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) Initiative Factsheet". HIPC Initiative (2013), Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/hipc.htm>. Acesso em: 27 dez. 2013.

———. "Statement by Mr. Francis Mer at the International Monetary and Financial Committee". International Monetary Fund Press (2002), Disponível em: <http://www.imf.org/external/am/2002/imfc/state/eng/fra.htm>. Acesso em: 19 set. 2013.

Reportagens em Jornais Eletrônicos

"Argentina apresenta primeiro recurso na Corte dos EUA por fundos 'abutres'". *O Globo* (2013) Disponível em: <http://oglobo.globo.com/economia/acaba-prazo-da-argentina-para-ter-plano-credores-7984961>. Acesso em: 28 jul. 2013.

"Argentinien keilt gegen Geierfonds zurück". *Manager Magazine Online* (2012) Disponível em: <http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-869382.html>. Acesso em: 14 set. 2013.

"Folgen einer Umschuldung". *Zeit Online* (2013) Disponível em: <http://www.zeit.de/2013/09/Argentinien-Staatspleite-2001-Umschuldung-Anleger>. Acesso em: 17 out. 2013.

"Julgamento nos EUA pode jogar Argentina em nova crise da dívida". *Valor* (2013) Disponível em: <http://www.valor.com.br/internacional/3021944/julgamento-nos-eua-pode-jogar-argentina-em-nova-crise-da-divida#ixzz2ap9J7zHQ>. Acesso em: 14 ago. 2013.

"Liberia ordered to pay 'vulture funds' over 1978 debt". *BBC News* (2009) Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/africa/8380117.stm>. Acesso em: 21 jul. 2013.

"Peru Settles Four-Year Legal Dispute With Hedge Fund on Brady Payments". *The Wall Street Journal* (2000) Disponível em:

<http://online.wsj.com/article/SB970434692640754040-search.html>. Acesso em: 22 jun. 2013.

"Stop ‘vulture funds’ from paralyzing debt-relief efforts, says UN independent expert". *UN News Centre* (2012) Disponível em: <http://www.un.org/apps/news/story.asp?Cr=foreign+debt&NewsID=43768#.Ufu_4pJqmgY>. Acesso em: 18 jun. 2013.

"‘Vulture funds’ – UN expert on foreign debt welcomes landmark law to address profiteering". *United Nations Human Rights* (2013) Disponível em: <http://www.ohchr.org/EN/NewsEvents/Pages/DisplayNews.aspx?NewsID=9976&LangID=E>. Acesso em: 17 set. 2013.

"Zambia loses 'vulture fund' case". *BBC News* (2007) Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/6365433.stm>. Acesso em: 22 jun. 2013.

"Zambia pays 'vulture fund' $15m". *BBC News* (2007) Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6589287.stm>. Acesso em: 23 jun. 2013.

ALLEN-MILLS, Tony. "'Vultures' expose corruption". *The Sunday Times* (2008) Disponível em: <http://www.thesundaytimes.co.uk/sto/business/article99345.ece>. Acesso em: 23 set. 2013.

ANDREASSI, Celina. "Argentine Debt: The vultures are Circling". *The Argentina Independent* (2013) Disponível em: <http://www.argentinaindependent.com/currentaffairs/analysis/argentine-debt-the-vultures-are-circling/>. Acesso em: 24 ago. 2013.

ARSENAULT, Chris. "'Vulture funds' battle Argentina in US court". *Aljazeera* (2013) Disponível em: <http://www.aljazeera.com/indepth/features/2013/07/201372516215196290 4.html>. Acesso em: 14 nov. 2013.

BEATTI, Alan. "'Vulture fund' in Zambia debt case gain". *Financial Times* (2007) Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/0/23104b92-bd5e-11db-b5bd-0000779e2340.html#axzz2bUXn28KH>. Acesso em: 14 nov. 2013.

DEARDEN , Nick. "The Vultures vs Argentina: The Debt Case of the Century". *The Huffington Post* (2012) Disponível em: <http://www.huffingtonpost.co.uk/nick-dearden/the-debt-case-of-the-century_b_2192408.html>. Acesso em: 17 dez. 2013.

DIZARD, John. "Distressed debt returns to the spotlight". *Financial Times* (2007) Disponível em: <http://www.ft.com/cms/s/2/65b4be3c-3e9c-11dc-bfcf-0000779fd2ac.html#axzz2rKAhj5RH>. Acesso em: 30 ago. 2013.

FISHER, Daniel; CRAFT Matthew. "Junk Time". *Forbes* (2008) Disponível em: <http://www.forbes.com/forbes/2008/0929/090.html>. Acesso em: 14 nov. 2013.

GILPIN, Kenneth N. . "Darts Clash With Brazil Over Loans". *The New York Times* (1993) Disponível em: <http://www.nytimes.com/1993/10/23/business/darts-clash-with-brazil-over-loans.html?src=pm>. Acesso em: 14 nov. 2013.

KRIJGSMAN, Peter. "Escape to El Dorado: Why are investors venturing again to the Third World where they got burnt in the 1980s? ". *The Independent* (1993) Disponível em: <http://www.independent.co.uk/news/business/escape-to-el-dorado-why-are-investors-venturing-again-to-the-third-world-where-they-got-burnt-in-the-1980s-peter-krijgsman-examines-the-allure-and-the-risk-1467024.html>. Acesso em: 03 set. 2013.

LECOMPT, Eric. "Argentina Takes on Vulture Funds in 'Debt Trial of the Century'". *YES! Magazine* (2013) Disponível em: <http://www.yesmagazine.org/peace-justice/argentina-takes-on-vulture-funds>. Acesso em: 17 out. 2013.

LYNN, Jonathan. "INTERVIEW-U.N. debt expert to focus on vulture funds". *Reuters* (2013) Disponível em: <http://www.reuters.com/article/2010/01/21/idUSLDE60K1S8>. Acesso em: 19 set. 2013.

MEIRION, Jones. "Vulture fund's $100m DR Congo claim blocked". *BBC News* (2012) Disponível em: <http://www.bbc.co.uk/news/business-18894874>. Acesso em: 07 dez. 2013.

PALAST, Greg. "Palast Hunt the Vultures (Special Report for BBC World News America)." Disponível em: <http://www.gregpalast.com/bbc-on-the-hunt-for-an-american-vulture-attacking-liberia/>. Acesso em: 20 set. 2013.

PISANI, Silvia. "El FMI decidió no acompañar a la Argentina en el litigio contra los fondos buitres". *La Nacion* (2013) Disponível em: <http://www.lanacion.com.ar/1603817-el-fmi-decidio-no-acompanar-a-la-argentina-en-el-litigio-contra-los-fondos-buitres>. Acesso em: 07 dez. 2013.

———. "El gobierno de Estados Unidos no intercederá en el litigio con los fondos buitre". *La Nacion* (2013) Disponível em: <http://www.lanacion.com.ar/1602341-el-gobierno-de-estados-unidos-no-intercedera-en-el-litigio-con-los-fondos-buitres>. Acesso em: 14 set. 2013.

POLGREEN, Lydia. "Unlikely Ally Against Congo Republic Graft". *The New York Times* (2007) Disponível em: <http://www.nytimes.com/2007/12/10/world/africa/10congo.html?_r=1&page wanted=all&>. Acesso em: 17 out. 2013.

PORZECANSKI, Katia; RUSSO, Camila. "MFS Losing Faith in Argentina as Default Vultures Circle". *Bloomberg* (2013) Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2013-04-15/mfs-keeps-anti-singer-stance-as-holdings-pared-argentina-credit.html>. Acesso em: 14 nov. 2013.

ROBERTSON, David. "Argentina refuses to pay ‘vulture funds’". *The Times* (2013) Disponível em: <http://www.thetimes.co.uk/tto/business/industries/banking/article3726961.ece>. Acesso em: 14 out. 2013.

RODRIGUES, Jorge Nascimento. "Argentina condenada a pagar dívida aos ´fundos abutre"'. *Expresso* (2012) Disponível em: <http://expresso.sapo.pt/argentina-condenada-a-pagar-divida-aos-fundos-abutre=f768789>. Acesso em: 17 dez. 2013.

SCHMALL, Emily. "Argentina: U.S. Court Orders Debt Repayment Plan". *The New York Times* (2013) Disponível em: <http://www.nytimes.com/2013/03/02/world/americas/argentina-us-court-orders-debt-repayment-plan.html?ref=vulturefunds>. Acesso em: 14 nov. 2013.

STEWART, Heather. "Vulture funds sue Liberia for £12m in high court". *The Guardian* (2009) Disponível em: <http://www.theguardian.com/business/2009/nov/25/vulture-funds-sue-liberia>. Acesso em: 18 set. 2013.

TEGEL, Simeon. "Vulture fund NML Capital's profit quest could push Argentina to default". *Global Post* (2012) Disponível em: <http://www.globalpost.com/dispatch/news/regions/americas/argentina/121123/vulture-funds-NML-economy>. Acesso em: 04 nov. 2013.

THOMAS, Landon. "Bet on Greek Bonds Paid Off for ‘Vulture Fund’". *The New York Times* (2012) Disponível em: <http://www.nytimes.com/2012/05/16/business/global/bet-on-greek-bonds-paid-off-for-vulture-fund.html>. Acesso em: 30 set. 2013.

TONG, Jennifer. "The Debt ‘Trial of the Century’ – Vulture Hedge Funds v. Argentina". *Jubilee USA Network* (2013) Disponível em: <http://jubileeusa.typepad.com/blog_the_debt/2013/02/the-debt-trial-of-the-century-vulture-hedge-funds-v-argentina.html>. Acesso em: 09 nov. 2013.

VANDEVOORT, Pol. "Belgian Senate Unanimously Approves 'Vulture Fund' Legislation". *Blog the Debt - Jubilee USA Network* (2008) Disponível em: <http://jubileeusa.typepad.com/blog_the_debt/2008/02/belgian-senate.html>. Acesso em: 23 ago. 2013.

VERGES, Marie de. "L'Argentine sous la menace des exigences des 'fonds vautours"'. *Le Monde* (2013) Disponível em:

<http://www.lemonde.fr/economie/article/2013/03/29/l-argentine-sous-la-menace-des-exigences-des-fonds-vautours_3150224_3234.html>. Acesso em: 17 jul. 2013.

VIGNATTI, Orlando Mario "US media says Obama 'considering siding with Argentina' in vulture funds dispute". *Buenos Aires Herald* (2013) Disponível em: <http://www.buenosairesherald.com/article/135953/us-media-says-obama-considering-siding-with-argentina-in-vulture-funds-dispute>. Acesso em: 15 jun. 2013.

WIGGLESWORTH, Robin. "Vulture funds come under sovereign fire". *Financial Times* (2013) Disponível em: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/41a633ae-ab3d-11e2-8c63-00144feabdc0.html#axzz2aoyK1ky0>. Acesso em: 15 ago. 2013.

WRAY, Richard. "Parliament's last virtuous act: to stop vulture funds picking off the poor". *The Guardian* (2010) Disponível em: <http://www.theguardian.com/politics/2010/apr/11/vulture-funds-banned-uk-courts>. Acesso em: 17. out. 2013.

Websites pesquisados

Associates, FGHemisphere. "Website do fundo de investimento FGHem." Disponível em: <http://web.archive.org/web/20050204111655/http://www.fghem.com/>. Acesso em: 21 ago. 2013.

Donegal International, Ltd. "Website do fundo de investimento Donegal." Disponível em: <http://www.donegalinternational.net/>. Acesso em: 21 ago. 2013.

JUBILEE. "Jubilee - UK Debt Campaign." Disponível em: <http://jubileedebt.org.uk/>. Acesso em: 25 ago. 2013.

———. "Jubilee - USA Network." Disponível em: <http://www.jubileeusa.org/ourwork/vulturefunds.html>. Acesso em: 25 ago. 2013.

OXFAM. "Oxfam and Jubilee call for action as Vulture swoops on Zambia's cash." Disponível em: <http://www.oxfam.org/node/128>. Acesso em: 16 set. 2013.

RISVAS, Michail. "Argentina's Sovereign Debt Default Cases: Some Recent Developments in a Continuing Saga". *EJIL:Talk!* (2012) Disponível em: <http://www.ejiltalk.org/argentinas-sovereign-debt-default-cases-some-recent-developments-in-a-continuing-saga/>. Acesso em: 18 dez. 2013.

SALMON, Felix. "In defense of vulture funds." Disponível em: <http://www.felixsalmon.com/2007/02/in-defense-of-vulture-funds/>. Acesso em: 21 ago. 2013.

Legislações nacionais e Convenções Internacionais

UK PARLIAMENT. "Debt Relief (Developing Countries) Act 2010". (2013), Disponível em: <http://services.parliament.uk/bills/2009-10/debtreliefdevelopingcountries.html>. Acesso em: 31 dez. 2013.

UN. "Convention on Jurisdictional Immunities of States and Their Property ". United Nations (2005), Disponível em: <https://treaties.un.org/doc/source/RecentTexts/English_3_13.pdf>. Acesso em: 21 dez. 2013.

UNITED STATES. "Foreign Sovereign Immunities Act (28 USCS § 1602)". U.S Code Service (1976), Disponível em: <http://www.lexisnexis.com/lnacui2api/api/version1/getDocCui?lni=4YF7-GHM1-NRF4-42SW&csi=6362&hl=t&hv=t&hnsd=f&hns=t&hgn=t&oc=00240&perma=true>. Acesso em: 23 dez. 2013.

———. "Stop VULTURE Funds Act (Bill Text H.R.2932.IH)". USA - 111th Congress (2009-2010), Disponível em: <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/z?c111:H.R.2932:>. Acesso em: 31 nov. 2013.