

PORTUGAL

O PAPEL DAS AGGREGATED COLLECTIVE CLASS ACTION CLAUSES NOS PROCESSOS DE REESTRUTURAÇÃO DE DÍVIDA

O papel das *Aggregated Collective Class Action Clauses* nos processos de reestruturação de dívida

A preocupação com o insucesso de uma significativa parte dos processos de reestruturação de dívida soberana nas últimas décadas veio despoletar um esforço internacional no sentido de criar soluções que diminuíssem e/ou mitigassem os vários riscos deste tipo de processos, nomeadamente o seu risco mais premente – o *holdout*.

Nesta linha, a ICMA publicou em agosto de 2014 um conjunto de cláusulas estandardizadas que visam combater o risco de *holdout* na dívida soberana.

O presente artigo visa conceder algumas breves notas sobre cada uma das referidas cláusulas, abordando as suas principais vantagens e riscos, assim como antever o seu papel nos futuros processos de reestruturação de dívida.

PALAVRAS-CHAVE

Dívida soberana, Processos de reestruturação, Collective action clauses.

The role of *Aggregated Collective Class Action Clauses* in debt restructuring

The concern for the failure of a significant part of sovereign debt restructuring in the last decades triggered an international effort to find solutions that would diminish and / or mitigate the different risks present in such processes, namely the more urgent risk – the *holdout*. In this regard, ICMA published in August 2014 a set of standard clauses, in order to prevent the *holdout* risk in sovereign debt.

The present article aims to give some brief notes on each of the referred clauses, addressing their advantages and risks, as well as to anticipate their role in future debt restructuring.

KEY WORDS

Sovereign debt, Debt restructuring, Collective action clauses.

Fecha de recepción: 12-5-2015

Fecha de aceptación: 30-5-2015

BREVE ENQUADRAMENTO – O RISCO DE *HOLDOUT*

Os dois recentes *defaults* do Estado Argentino no pagamento de dívida soberana, em 2001 e 2014, vieram confirmar aquele que continua a ser o mais premente risco dos processos de reestruturação de dívida – o risco de *holdout*, i.e., o risco de não-aceitação, por parte dos credores, de uma eventual proposta de acordo de renegociação de dívida.

Com efeito, e apesar de cerca de 90% dos detentores de dívida argentina terem acordado em reestruturar os termos e condições iniciais dos seus títulos, uma pequena parte dos credores manteve-se intransigente nas suas pretensões, continuando a exigir o pagamento integral da dívida, nos termos e condições contratualizados inicialmente.

A *supra* referida pequena parcela de credores era maioritariamente composta por *hedge funds* especializados neste tipo de operações que, ao comprarem os títulos de dívida a desconto no mercado (por valores inferiores ao valor nominal inicial), pretendem ser reembolsados na totalidade do valor nominal dos seus títulos, por forma a gerarem lucro – não aceitando, por conseguinte, qualquer acordo

de reestruturação (e que lhes valeu a denominação, na opinião pública, de *fundos abutres*).

Facilmente se depreende a posição desfavorável dos credores que aceitaram a reestruturação dos seus títulos, face aos que assim não o fizeram. De facto, para além do valor nominal dos títulos ser habitualmente reduzido nos processos de reestruturação (o denominado *haircut*), os prazos de reembolso são usualmente alargados, o que leva estes credores a correrem o risco adicional de não virem a ser reembolsados, em virtude do substancial desembolso para pagamento aos credores que não aceitaram a proposta de reestruturação e que, por isso, foram reembolsados integralmente e no prazo de vencimento inicialmente acordado.

A ocorrência de situações idênticas àquela que se acabou de expor – que concretiza e define, de uma forma geral, o risco de *holdout* – levou a um progressivo e pertinente esforço, entre os mais importantes agentes de mercado (emitentes, credores, entidades reguladoras e de apoio, etc.), no sentido de serem criadas as bases necessárias para desenhar um enquadramento contratual que mitigasse o referido risco da melhor forma possível e, inerentemente, facilitasse os processos de reestruturação.

Neste sentido, a *International Capital Markets Association* («ICMA») publicou, muito recentemente, uma série de cláusulas contratuais que permitem, através de deliberações aprovadas por maiorias especificadas, sujeitar a totalidade dos credores – mesmo que pertencentes a diversas séries – aos acordos de reestruturação.

AS CLÁUSULAS PUBLICADAS PELA ICMA

Poderemos dividir as *supra* referidas cláusulas em três modalidades diferentes (de acordo com a nomenclatura dada pela ICMA): (i) *Modification of a single series*; (ii) *Multiple series aggregation – two limb voting*; e, (iii) *Multiple series aggregation – single limb voting*.

No essencial, as referidas cláusulas são mecanismos estandardizados, destinados a ter uma aplicação o mais abrangente possível, e que permitem a aprovação de decisões de renegociação de dívida soberana por determinadas maiorias. Iremos, adiante, abordar em concreto cada uma dessas cláusulas.

Cláusulas «modification of a single series»

O conteúdo deste tipo de cláusulas reflete liminarmente a forma convencional das *Collective Action Clauses*, utilizadas há mais de uma década em emissões de dívida soberana, nomeadamente em países como a Argentina, Grécia, República Dominicana e Uruguai.

De uma forma geral, as cláusulas em questão permitem aos credores de uma concreta série de dívida – através de uma maioria pré-determinada – aprovar deliberações vinculativas para todos os credores da série de dívida em questão, nomeadamente no que concerne a alterações dos termos iniciais de emissão.

Quanto aos termos especificamente previstos pela ICMA, é exigida, para alterações substanciais (e.g, prazos, valores nominais, método de pagamento de juros, etc.), uma maioria de aprovação de 75% do valor nominal da dívida pertencente à série em questão. Por outro lado, todas as matérias que não comportem uma alteração substancial dos termos e condições da emissão de dívida, serão aprovadas por uma maioria simples de 50%.

Assim, poderemos concluir, sem dificuldade, que o quórum constitutivo se equipara ao quórum deliberativo (75% para alterações substanciais; 50% para

as restantes), na medida em que a referida maioria de aprovação tem como base uma percentagem do valor nominal da dívida, i.e., uma percentagem da totalidade dos credores da dívida existente, e não se refere a uma maioria dos votos presentes em assembleia.

A principal vantagem deste tipo de cláusulas decorre do seu próprio *modus operandi*, uma vez que, através deste mecanismo, o emitente poderá aumentar o grau de sucesso de renegociação da dívida, porquanto apenas é exigido um determinado quórum (apesar de agravado) para vincular todos os credores de determinada série a um eventual acordo de reestruturação. Efetivamente, e colocando a questão num outro prisma, seria tarefa quase impossível atingir o acordo de 100% dos credores para aprovar um determinado acordo, quer pelo facto de existirem credores que, simplesmente, se arrogam no seu legítimo direito de não concordar com os termos propostos, quer pelo facto de, historicamente, haver sempre uma parcela de credores que não participa em assembleia de aprovação, nomeadamente em situações – como é o caso da dívida soberana – em que a dívida está repartida por uma multiplicidade significativa de credores.

Por outro lado, e tendo em conta que as modificações de condições iniciais se reportam apenas a uma série de dívida em particular, o principal risco de utilização de cláusulas desta índole prende-se com a possibilidade – relativamente fácil – de um credor adquirir e deter uma minoria de bloqueio (*in casu*, 25%), que lhe permita deitar por terra um eventual acordo de reestruturação. Situação essa, aliás, que ocorreu muito recentemente com algumas séries da dívida grega, levando a uma situação disfuncional que redundou, por um lado, no pagamento integral dos credores que não aceitaram a proposta de reestruturação e, por outro lado, no pagamento com um significativo *haircut* dos credores que aceitaram a referida proposta.

Cláusulas «multiple series aggregation – two limb voting»

Com o intuito de ultrapassar e/ou mitigar riscos como o mencionado no subcapítulo anterior, a ICMA criou mecanismos que permitem uma agregação de voto transversal às várias séries da dívida emitida, os quais passaremos a abordar.

As cláusulas «*multiple series aggregation – two limb voting*» consubstanciam, verdadeiramente, a pri-

meira inovação no que concerne a cláusulas de reestruturação. Assim, as cláusulas em apreço permitem alterar as condições iniciais da dívida emitida, vinculando os credores de mais do que uma série diferente. Por forma a obter este resultado, torna-se imperativo que a proposta de reestruturação seja aprovada em dois patamares distintos:

(i) Em primeiro lugar, é necessário que a referida proposta seja aprovada por uma maioria global, referente ao valor total nominal da dívida emitida (no caso da cláusula proposta pela ICMA, esse quórum deliberativo é de 66,66% dos votos referentes ao total do valor nominal).

(ii) Num segundo patamar, torna-se obrigatório que, no âmbito de cada série em que se pretende implementar o plano de reestruturação, a respetiva proposta seja aprovada por uma maioria, atinente ao valor da dívida de cada série (a ICMA, na cláusula por si redigida e publicada, exige uma maioria simples de 50% em cada série).

A estrutura dos mecanismos implementados por este tipo de cláusulas encerra, desde logo, uma significativa vantagem: a agregação de voto. Efetivamente, a introdução destas cláusulas nas condições de emissão de dívida permite ao emitente aumentar as suas probabilidades de chegar a um acordo mais abrangente de renegociação de dívida, já que conseguirá vincular os credores de todas as séries em que foi aprovado – por maioria simples – a proposta do referido acordo (e, claro, desde que seja atinida a maioria global de 66,66%).

Sem embargo, e não obstante o substancial avanço no sentido da mitigação do risco de *holdout*, julgamos que as mencionadas cláusulas são de difícil aplicação prática. Com efeito, para concluir por esta árdua implementação, basta pensarmos na baixa probabilidade de se obter a maioria necessária (apesar de simples) em todas as séries de dívida em que se pretende implementar um eventual acordo de reestruturação.

Adicionalmente, o já mencionado risco de *holdout* não fica totalmente mitigado, porquanto é mantida uma hipótese considerável de alguns credores, atuando em concertação, formarem uma minoria de bloqueio na série de dívida a que pertence (nesse caso um pouco superior, na ordem dos 50%), que permita paralisar um acordo de reestruturação quanto à série a que pertence, sobretudo se estivermos perante séries de pequena dimensão.

Cláusulas «multiple series aggregation – single limb voting»

Os mecanismos providenciados pelas cláusulas «*multiple series aggregation – single limb voting*» representam, indubitavelmente, o avanço mais significativo no âmbito das *Collective Action Clauses*. Com efeito, a utilização deste tipo de cláusulas permite que, em sede de um eventual cenário de reestruturação de dívida, as respetivas propostas sejam aprovadas por uma única maioria, referente ao total do valor nominal de todas as séries afetadas pela proposta de renegociação, vinculando a totalidade dos credores das referidas séries. Relativamente às propostas publicadas pela ICMA, o quórum deliberativo global necessário será de 75%.

Fica, assim, substancialmente diminuído o risco de *holdout*, nomeadamente quando materializado na *supra* mencionada compra de títulos que permitam, por si só, bloquear a aprovação de propostas de renegociação da dívida emitida (*minoría de bloqueio*). De facto, será muito mais complicado e dispendioso para um credor adquirir uma minoria de bloqueio nestas situações, tendo em conta que a aprovação das propostas de reestruturação é feita mediante uma maioria global referente ao valor nominal da totalidade das séries abrangidas pela referida proposta.

Em contrapartida, a imposição de planos de reestruturação aos credores de todas as séries de dívida emitida, através de uma única maioria de aprovação aferida globalmente, levanta, desde logo, problemas de igualdade e proporcionalidade. Neste contexto, bastaria equacionar uma situação em que não fossem oferecidas as mesmas condições de reestruturação a todas as séries de dívida afetadas pelo plano.

Neste sentido, a ICMA – nas cláusulas contratuais que recentemente sugeriu – vem exigir que qualquer proposta aprovada pelo referido mecanismo seja acompanhada do cumprimento da condição denominada «*Uniformemente Aplicável*». Assim, para que a referida condição seja cumprida, é necessário (i) que sejam oferecidas, a todos os credores de todas as séries afetadas, as mesmas condições de reestruturação (e.g., prazos, redução de valor nominal, etc.), ou, pelo menos, (ii) que as condições propostas aos credores de cada série – ainda que ligeiramente diferentes – detenham, num momento de execução do acordo, efeitos práticos idênticos.

Com a exigência da referida condição, fica, de certa forma, assegurada a igualdade entre os credores pertencentes às diversas séries afetadas pelo processo de reestruturação. Evitam-se, por conseguinte, situações em que se beneficiaria determinadas séries em detrimento de outras, oferecendo, por exemplo, *haircuts* mais suaves ou prazos de amortização mais curtos.

OS DEVERES DE INFORMAÇÃO PARA COM OS CREDORES

Por forma a permitir que os credores, quando proposto um determinado plano de reestruturação, tomem uma decisão de voto esclarecida e fundamentada, a ICMA publicou também uma cláusula que imputa ao emitente uma série de deveres de informação atinentes à referida operação. Assim, a informação a transmitir deverá, nomeadamente, incluir:

- (i) Uma descrição da situação económico-financeira do emitente, nomeadamente das circunstâncias que levaram à necessidade de fazer uma proposta de reestruturação da sua dívida;
- (ii) Uma descrição de toda a dívida do emitente, assim como eventuais políticas de reforma da mesma e projeções macroeconómicas;
- (iii) Eventuais acordos de assistência financeira do emitente, assinados com credores multilaterais ou outros grupos de credores, bem como eventuais acordos de perdão de dívida com os referidos credores; e
- (iv) Uma descrição do tratamento que irá ser dado aos credores da dívida que não se encontrem abrangidos pelo acordo de reestruturação.

Em síntese, com a imposição dos deveres de informação *supra* referidos, é assegurada uma total transparência da situação económico-financeira do emitente, bem como de todo o processo de reestruturação proposto, por forma a evitar decisões de voto baseadas em processos e estruturas opacas.

O AGGREGATION AGENT

No sentido de criar mecanismos que efetivem e implementem a execução das cláusulas *supra* expostas, foi criada – pela ICMA – a figura do *Aggregation Agent*.

O *Aggregation Agent* é uma entidade nomeada pelo Emitente que detém como principal função calcular

e verificar se as maiorias exigidas para aprovar as propostas de reestruturação foram efetivamente atingidas, especialmente nos casos de mecanismos agregados de voto, tais como os que foram referidos anteriormente.

Ademais, o *Aggregation Agent* assumirá funções de intermediação entre o emitente e os credores da dívida emitida, permitindo, deste modo, um maior e constante diálogo entre as duas partes. A título exemplificativo, será da sua competência a notificação dos credores de toda e qualquer decisão respeitante ao processo de reestruturação em curso.

CONCLUSÕES

Em primeiro lugar, e apesar de não assumirem carácter injuntivo, o modelo de cláusulas contratuais sugerido e publicado pela ICMA, consubstancia, sem margem de dúvida, um grande passo na direção correta que os processos de reestruturação devem tomar no futuro.

Por um lado, o escopo e funcionamento das presentes cláusulas permite e facilita processos ordenados de reestruturação, na medida em que, diminuindo o risco de *holdout*, será maior a probabilidade de se chegar a um acordo o mais abrangente possível – inclusivamente em mais do que uma série, como foi *supra* exposto – que vincula todos os credores afetados pelo referido processo.

Por outro lado, sobressai e prevalece a decisão de uma maioria – mais ou menos agravada – que, em princípio e atendendo às (difíceis) circunstâncias do momento, beneficiará todas as partes. Neste âmbito, deverá ser respeitado, evidentemente, o princípio da igualdade. Concretizando, assume especial importância que as decisões sejam tomadas em igualdade de circunstâncias e que, nomeadamente, tenham sido oferecidas as mesmas condições ou, pelo menos, o mesmo leque de escolha de condições a todos os credores sujeitos a um processo com este perfil.

Em segundo lugar, os deveres de informação assumem, em nossa opinião, um papel capital no bom funcionamento das presentes cláusulas. Com efeito, é fundamental que, no âmbito da tomada de decisões por parte dos credores – especialmente em decisões tão importantes como as que aqui se colocam – estes disponham de todos os elementos de informação necessários para que as referidas decisões sejam tomadas de uma forma transparente, esclarecida e fundamentada.

Por fim, e pese embora o facto de as cláusulas em questão serem redigidas com a finalidade de aplicação a emissões de dívida soberana, julgamos não haver nenhum entrave à sua aplicação, com as devidas adaptações, a contratos de emissão de dívida celebrados entre entes privados. No entanto, a execução de cláusulas deste tipo terá sempre de ser feita no âmbito negocial e de autonomia privada, *i.e.*, numa fase pré-judicial ou, pelo menos, *pré-default*.

Contudo, poderão existir alguns escolhos na aplicação destas regras a emissões de natureza privada, nomeadamente em casos de emissões com uma «*cascata de pagamentos*» diferenciada entre os vários tipos de credores. Naturalmente, cumpre, nestes

casos, assegurar que os credores de classes de ranking inferior não se prevaleçam dos direitos e interesses dos credores de ranking superior.

Está dado, assim, um importante passo no desenvolvimento e inovação dos processos de reestruturação. Não obstante, o efetivo sucesso a nível prático das cláusulas que aqui foram expostas, estará sempre dependente da conduta futura dos vários agentes de mercado, designadamente no acatamento (ou não) das cláusulas sugeridas pela ICMA.

**PEDRO FERREIRA MALAQUIAS
E JOSÉ ANTÓNIO REYMÃO NOGUEIRA (*)**

* Abogados del Área de Derecho Mercantil y Derecho Público, Procesal y Arbitraje, respectivamente, de Uría Menéndez (Lisboa).