



**A GESTÃO DO RISCO POLÍTICO PELOS PARTICIPANTES DOS
MERCADOS DE CAPITAIS
POLITICAL RISK MANAGEMENT BY CAPITAL MARKETS' PLAYERS**

Natália Saleme Faria de Oliveira¹

RESUMO:

O presente artigo foca-se no equilíbrio entre os interesses de investidores estrangeiros e os interesses dos Estados-Anfitriões, mais concretamente no mercado de capitais em países cujo risco político é elevado.

Para além de procurar definir ‘risco político’, de esmiuçar quais são os riscos políticos que um Estado-Anfitrião representa a um investidor estrangeiro no mercado de capitais, também esclarecer as soluções que um investidor pode adotar de modo a gerir e, de igual modo, mitigar o problema. Soluções estas que podem ser também alcançadas de forma amigável ou, em caso de conflito entre as partes, através de tribunais arbitrais, enquanto soluções de conflitos, como demonstrado em inúmeros casos de Direito de Investimento Internacional.

O ‘risco político’ continua a ser qualificado como o risco que os investidores estrangeiros mais temem quando seus investimentos ocorrem em países em desenvolvimento ou em Estados-Anfitriões politicamente instáveis sendo que várias soluções têm sido discutidas e aplicadas de forma a mitigá-lo.

A gestão do risco político abrange o risco de desapropriação - que pode ser direto ou indireto - risco geopolítico, quebra de contrato, mudanças regulatórias ou legislativas, discriminação, entre outros. Em outras palavras, qualquer “(...) *risco político como interferência governamental ou soberana nas operações de negócios*”.²

¹ Bacharel de Direito da Faculdade de Direito - Escola de Lisboa | Universidade Católica Portuguesa. Mestre de Direito da Católica Global School of Law | Universidade Católica Portuguesa & The Dickson Poon School of Law | King's College London. Membro da Comunidade de Juristas de Língua Portuguesa

² Ver KOBRIN, S., *Political Risk: A Review and Reconsideration* (Journal of International Business Studies, Vol. 10, No. 1. 1979) pp. 67-80



A principal preocupação que temos de ter em mente é que o risco político afeta direta e indiretamente o mercado de capitais. As instituições financeiras, bem como os investidores, fazem parte desses mercados de capital que interagem e confiam nos Estados-Anfitriões e em seu sistema jurídico, político, económico e financeiro. No final das contas, tudo remete a certeza e expectativas jurídicas para que um investidor estrangeiro interprete se existe “ambiente para negócios”, seja investindo em um país menos ou mais politicamente arriscado, portanto, se seu investimento não será ameaçado e se os investidores lucrarão com esse investimento.

PALAVRAS-CHAVE: risco-político; mercado de capitais; ambiente para negócios; investimentos

ABSTRACT:

This article focuses on balancing the interests between foreign investors and the interests of Host States, more specifically in the capital markets in countries where the political risk is high. In addition to seeking to define 'political risk', to scrutinize the political risks that a host State poses to a foreign investor in the capital market, also to clarify the solutions that an investor can adopt in order to manage and, likewise, mitigate the problem.

These solutions can also be achieved amicably or, in case of conflict between the parties, through arbitral tribunals, as conflict solutions, as demonstrated in innumerable cases of International Investment Law.

Political Risk continues to qualify as the risk foreign investors fear the most whenever their investments take place in developing countries or in politically unstable Host States and several solutions have been discussed and applied in order to mitigate it.

Political risk management covers expropriation risk - which may be direct or indirect - geopolitical risk, breach of contract, regulatory or policy changes, discrimination, among others. In other words, any “(...) *political risk as governmental or sovereign interference with business operations.*”³

³ Ver KOBRIN, S., *Political Risk: A Review and Reconsideration* (Journal of International Business Studies, Vol. 10, No. 1. 1979) pp. 67-80



The main concern we have to bear in mind is that political risk affects directly, and indirectly, the capital markets. Financial institutions as well as investors are part of these capital markets who interact and trust in Host States and in its legal, political, economic and financial system. At the end of the day, it all remounts to legal certainty and expectations in order to a foreign investor perceive if exists “business environment”, whether it is investing in a less or more politically risky country, hence if its investment will not be threaten and if investors will profit from that same investment.

KEY-WORDS: political risk; capital markets; business operations; investments

1. OS RISCOS POLÍTICOS ENFRENTADOS PELOS PARTICIPANTES DOS MERCADOS DE CAPITAIS

Investidores e investimentos enfrentam vários desafios, mais especificamente os riscos que os participantes têm de estar preparados para evitar perdas financeiras no mercado de capitais, bem como no valor de seus portfólios e no financiamento de projetos internacionais, cobertos por uma *Special Project Vehicle Company (SPV)*, dentro do mercado mencionado.

Há muita controvérsia sobre a definição de ‘risco político’, que não pode ser confundida pela instabilidade política⁴, pois há muitos autores considerando valores distintos relacionados a ela⁵. Ou é considerado uma interferência ampla ou devido a ações governamentais dos Estados-Anfitriões, com a atividade comercial, como Aliber⁶, Eiteman and Stonehill⁷, Llyod⁸ e Weston and Sorge⁹, respectivamente, definem. Ou, como outros autores

⁴ Ver ROBOCK, S. H., *Political Risk: Identification and Assessment* (1971) p. 6.-20

Robock differentiates political risk from political instability since the latter does not represent a relevant and deep change on the business environment.

⁵ Ver KOBRIN, S., *Political Risk: A Review and Reconsideration* (Journal of International Business Studies, Vol. 10, No. 1. 1979)

⁶ Ver ALIBER R. Z. *Exchange Risk, Political Risk and Investor Demands for External Currency Deposits* (1975)

⁷ Ver EITEMAN D. K. and STONEHILL A. I., *Multinational Business Finance* (1973)

⁸ Ver LLOYD B., *Political Risk Management*

⁹ Ver WESTON, V. F. and SORGE, B.W., *International Managerial Finance* (1972)



entendem, como “eventos” que dificultam o desenvolvimento do ambiente de negócios. Com esses autores, parte da doutrina estabelece que eventos como desapropriação, discriminação ou instabilidade se enquadram na categoria de risco político, como defendido por Hershbarger and Noerager¹⁰, Rodriguez and Carter¹¹ e Zink¹². Enquanto autores como Brooke and Remmers¹³ ou Daniels¹⁴ referem que o risco político surge como uma responsabilidade para as empresas pelo simples *status quo* político.

No entanto, de um modo geral, o risco político pode ser definido como o risco causado por qualquer interferência política, por um Estado-Anfitrião, que irá inibir e manchar a atividade estrangeira de negócios de certo investidor. Em nossa opinião, a melhor definição de risco político trata-se a de Root, já que este autor o define como “(...) *possível ocorrência de um evento político de qualquer tipo (como guerra, revolução, golpe de Estado, desapropriação, taxaço, desvalorização, controles de câmbio e restrições à importação) doméstico ou no exterior que podem causar perda de potencial de lucro e/ou ativos em uma operação de negócios internacionais.*”¹⁵

Relacionando esse conceito com o ramo do Direito de Investimento, Yackee considera que “A *noção de 'risco político' é provavelmente uma das mais importantes categorias padrão de risco internacional relacionado aos negócios (...)*”¹⁶, devido ao fato de que “(...) *o risco político é um risco importante para investidores estrangeiros diretos,*

“[P]olitical risks arise from the actions of national governments which interfere with or prevent business transactions, or change the terms of agreements, or cause the confiscation of wholly or partially foreign owned business property” (p. 60)

¹⁰ Ver HERSHBARGE, R. A., and NOERAGER, J.P., *International Risk Management: Some Peculiar Constraints* (1976) pp. 23-34

¹¹ Ver RODRIGUEZ, R. M., and CARTER, E. E., *International Financial Management*

¹² Ver ZINK, DOLPH Warren, *The Political Risks for Multinational Enterprise in Developing Countries*. (1973)

¹³ Ver BROOKE, Michael, and REMMERS, H. Lee. *The Strategy of Multinational Enterprise*. London: Longman Group Ltd., 1970.

¹⁴ Ver DANIELS, John D., Ogram, Ernest W., Jr., and Radebaugh, Lee H. *International Business: Environments and Operations*. Reading: Addison-Wesley, 1976.

¹⁵ Ver ROOT, Franklin R., *Attitudes of American Executives Towards Foreign Governmental Investment Opportunities*. (1968) p. 355

¹⁶ Ver YACKEE, Jason Webb, *Political Risk and International Investment Law* (2014)



*especialmente no mundo em desenvolvimento(...)*¹⁷. Esse risco não afeta apenas o próprio investimento estrangeiro, o investidor, mas também o processo de tomada de decisões do investidor.

O fato é que o risco político está presente em vários países do mundo, conhecidos como países “politicamente instáveis”. No entanto, o que isso significa exatamente e como essa lista é determinada e, conseqüentemente, como é calculado o risco político?

O *International Country Risk Guide* (ICRG) determina se um país é arriscado, calculando a classificação de risco financeiro, econômico e político, incluindo todas as suas categorias e subcategorias. Concentrando-se no assunto em discussão, este guia enumera os fatores relevantes que são levados em conta para alcançar a classificação de risco político. Estes são categorizados de A a L, em que a Estabilidade do Governo, Condições Socioeconômicas, Perfil de Investimento, Conflito Interno, Conflito Externo, Corrupção, Política Militar, Tensão Religiosa, Lei e Ordem, Tensão Étnica, Responsabilidade Democrática e Qualidade da Burocracia são atribuídas um ponto específico para atingir o total de 100 pontos. A Metodologia do Guia Internacional de Risco do País¹⁸ fornece toda a orientação: “*O índice de Risco Político é baseado em 100 pontos, o índice de Risco Financeiro em 50 pontos e o índice de Risco Econômico em 50 pontos. O total de pontos dos três índices é dividido por dois para produzir os pesos para inclusão na pontuação de risco país composto*”. Para compreender se um determinado Estado-Anfitrião é estável ou instável, após calcular e atingir as pontuações, que variam de zero a 100 pontos, um país estará entre zero e 49,9 pontos ou, alternativamente, entre

¹⁷ Ver YACKEE, Jason Webb, *Political Risk and International Investment Law* (2014)

¹⁸ Ver <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>



80 e 100 pontos, o que qualifica para a categoria “risco muito alto” e “risco muito baixo”, respectivamente.

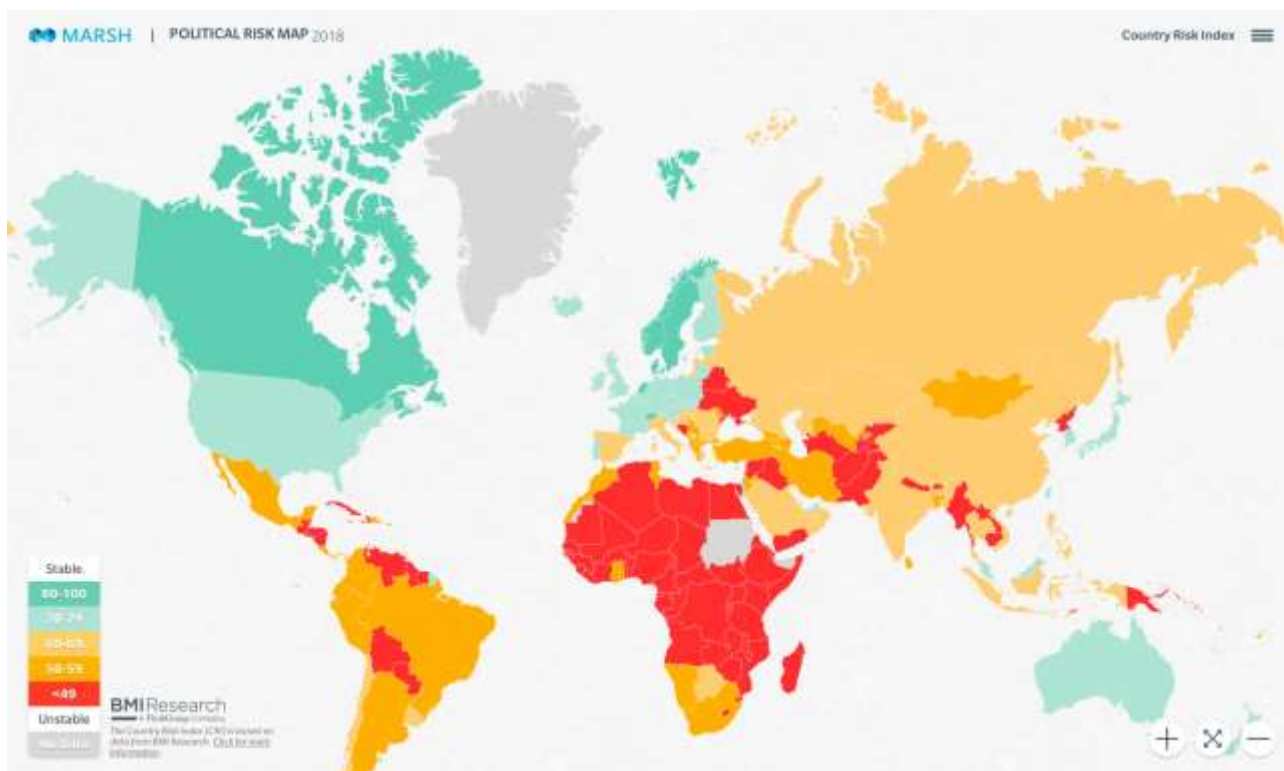


Fig. 1 - Mapa de Risco Político de 2018. Índice de Risco do País, fornecido pela Marsh¹⁹, com base na BMI Research²⁰.

O mapa²¹ acima representa o Índice de Risco do País, que resulta do risco operacional²² e dos índices de risco económico e político de curto e longo prazo, da BMI Research, do ano de 2018, baseado, principalmente, em eventos políticos e económicos que

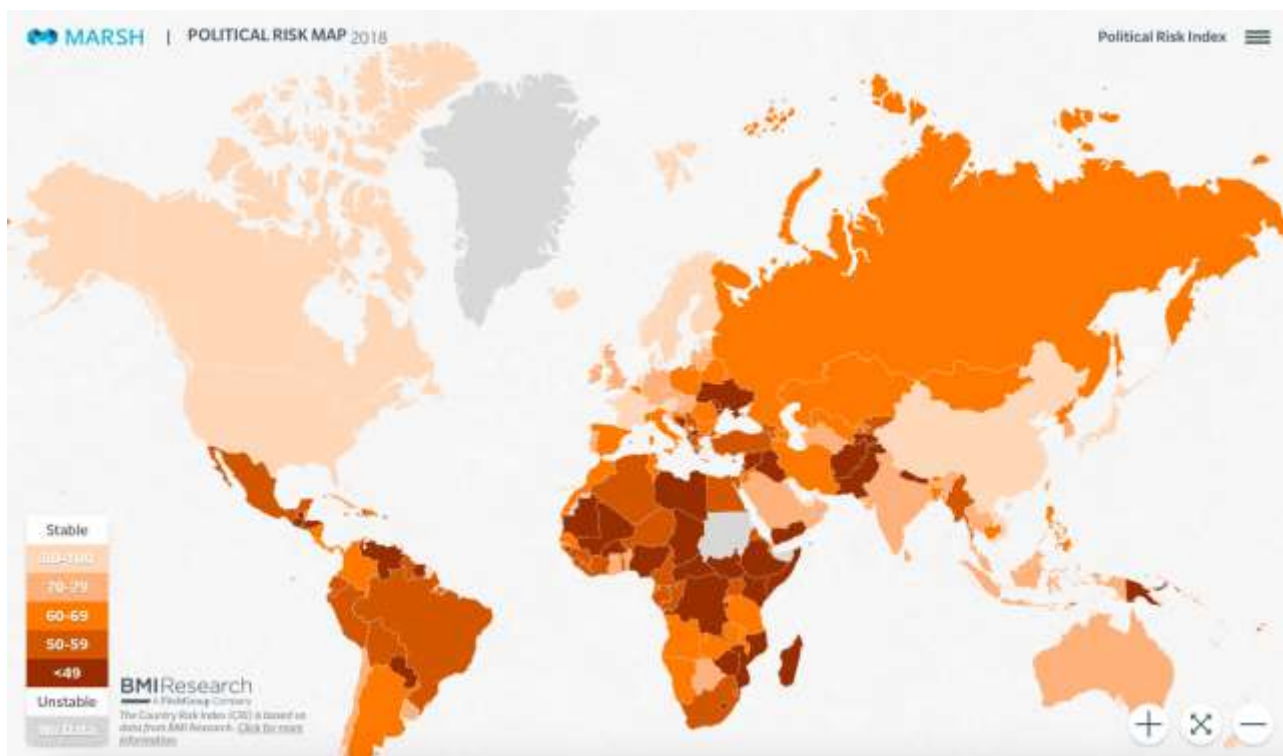
¹⁹ Marsh especializa seus serviços no fornecimento de corretagem de seguros e gestão de riscos. Para mais informações: <https://www.marsh.com/uk/about-marsh/who-we-are.html>

²⁰ A BMI Research, adquirida pelo Fitch Group, fornece serviços como pesquisa e informações sobre diversos setores em 200 países. Para mais informações: <https://www.fitchsolutions.com/about-fitch-solutions>

²¹ Ver <https://www.marsh.com/content/marsh/political-risk-map-d3/prm-2018.html>

²² É relevante acrescentar que o risco operacional considera os seguintes fatores para ajudar a determinar o índice de risco-país. Estes são investimento, comércio, segurança, trabalho e logística.

terão impacto no contexto de negócios de um Estado-Anfitrião. Depois de tudo ponderado e



considerado, um país será declarado como estável ou instável, de acordo com seus critérios.

Fig. 2 - Mapa de Risco Político de 2018. Índice de Risco Político, fornecido pela Marsh, com base na BMI Research.

Além disso, o risco político, de acordo com o Mapa de Risco Político de Marsh 2018, leva em conta os eventos políticos relevantes do ano em curso e os futuros ainda por vir.

O mapa acima mostra que a maioria dos países da América do Sul, África e Oriente Médio são os politicamente mais instáveis e representam um risco para o investimento como um todo. Quando nos referimos à América do Sul, países como Brasil, Venezuela e Paraguai sofrem de problemas que são muito difíceis de erradicar, como por exemplo corrupção. Além disso, estes são países onde as eleições presidenciais e legislativas ocorrerão em breve e são as razões para a alta especulação, bem como para a fonte de instabilidade.



Enquanto isso, no “Velho Continente”, os países tendem a ser os mais estáveis, destacando países como Noruega, Suécia, Suíça e Holanda. Por outro lado, com o *Brexit* no Reino Unido, com a tentativa de independência catalã na Espanha, a preponderância dos partidos da esquerda na Itália para as próximas eleições e os ataques terroristas em centros financeiros como Paris, Londres e Barcelona, aumentaram a exposição ao risco político na Europa.

Uma alternativa ao ICRG, existe o BERI²³ - *Business Environment Risk Intelligence* - que avalia mais de 140 países de modo a determinar o seu risco de exposição política, mais concretamente através do seu *Business Risk Service* (BRS) e *Quick Response Country Report*.

Os estudos mencionados visam principalmente corporações privadas e bancos, atuando como investidores, para que os participantes desses mercados de capital percebam a gestão do risco político e também, *a priori*, se estabeleçam em certos países, dependendo de sua atividade financeira e interesse.

A atual estrutura política, legal e económica evoluiu nos últimos anos e, conseqüentemente, desenvolveu o conceito de risco político a partir de sua interpretação tradicional. Com isso, queremos dizer que o risco político não se limita mais à desapropriação em *lato sensu* ou à discriminação em sentido amplo, uma vez que outras preocupações surgiram ao longo do tempo.

Além disso, os últimos anos foram considerados os mais instáveis e imprevisíveis, contribuindo para a incerteza e a volatilidade que afetam os mercados, mais especificamente os mercados de capitais. Por exemplo, o valor de ações, títulos ou derivativos depende da estabilidade de preços dos ativos subjacentes, o que depende do valor do mercado, o que significa que os eventos políticos contribuem para o aumento ou diminuição do seu valor.

Estudos têm demonstrado que a estabilidade no campo económico ou político foi considerada o primeiro fator considerado no processo de tomada de decisões acerca de

²³ Ver <http://www.beri.com/About-BERI/What-We-Do.aspx>



investimentos estrangeiros.²⁴ Os investidores querem acreditar que estão realmente investindo em um país no qual serão devolvidos lucros futuros, bem como garantias de direitos de propriedade.

Não obstante, a tendência mundial tem sido a oposta - mais fontes de risco político evoluíram. Por exemplo, em menos de cinco anos:

- o número de ataques terroristas atingiu o seu maior número na história, mais concretamente 16.850 no ano de 2014²⁵;

- os resultados políticos mais polêmicos ocorreram, como as eleições dos Estados Unidos da América no ano de 2016, tendo como presidente Donald Trump, e também o esperado resultado do referendo britânico que teve como consequência o bem conhecido *Brexit*, como o “divórcio” entre o Reino Unido e a União Europeia;

- o maior escândalo relacionado à corrupção dentro de organizações internacionais como a FIFA e entre os governos dos países mais relevantes do mundo, por exemplo, o Brasil, com o caso Lava Jato;

- questões de volatilidade cambial;

- a crescente ameaça de governos que apoiam medidas anticapitalistas e anti-mercado livre, como os governos socialistas radicais;

- ataques e aquisições militares, e

- regulamentos e políticas adversas dos países.

Todos estes são eventos políticos que afetam investimentos estrangeiros, investidores e, em algum nível, influenciam o processo de tomada de decisão dos investidores, já que segurança, estabilidade e mercado aberto e capitalista são atraentes para os investidores e para os demais participantes do mercado de capitais uma vez que dependem na atividade do mercado de capitais onde a liberdade de investir e reunir investimento e capital são

²⁴ Ver KOBRIK, S., *Political Risk: A Review and Reconsideration* (Journal of International Business Studies, Vol. 10, No. 1. 1979)

²⁵ Ver <https://ourworldindata.org/terrorism>



preponderantes. Além disso, esse risco interfere, direta ou indiretamente, e é prejudicial a um específico investimento.

No entanto, abordaremos as principais e mais recentes fontes de risco político que afetam os investimentos financeiros estrangeiros enfrentados pelos agentes do mercado de capitais.

Estes são discriminação, desapropriação, quebra de contratos de investimento, modificações regulatórias ou políticas adversas e risco geopolítico.

Estudos têm mostrado o impacto que as mencionadas fontes de risco político têm sobre o investimento estrangeiro em um Estado que: é corrupto - efeito negativo²⁶; é democrático²⁷ - efeito positivo^{28 29 30}; é incerto - efeito negativo³¹; protege os direitos de propriedade - efeito positivo³²; favorece trocas - efeito positivo³³; instável em um sentido amplo, incluindo mudanças regulatórias e políticas, conflitos militares, guerras, sanções - efeito

²⁶ Ver WEI, S.-J., 2000. *How taxing is corruption on international investors? Review of Economics and Statistics* 82, 1–11.

²⁷ Ver JENSEN, N., 2006, *Political Risk, Democratic Institutions, and Foreign Direct Investment*. This author analyses the pros and cons considering the relationship between democracy, foreign investment and political risk. This author recognizes the fact that democracy can be acknowledged as a source of transparency, stability, influence and reputation, which stimulates foreign investment in a democratic host state, decreasing political risk. On the other hand, it may cause policy instability, due to, for instance, governmental changes, increasing political risk.

²⁸ Ver HARMS, P., Ursprung, H., 2002. *Do civil and political repression really boost foreign direct investment?* *Economic Inquiry* 40, 651–663.

²⁹ Ver JENSEN, N., *Democratic governance and multinational corporations: political regimes and inflows of foreign direct investment* (2003) *International Organization* 57, p.587–616 and JENSEN, N., *Political Risk, Democratic Institutions, and Foreign Direct Investment*. (2006) p.1040-1050

³⁰ Ver BUSSE, M., 2004., *Transnational corporations and repression of political rights and civil liberties: an empirical analysis*. (2004) *Kyklos* 57, 45–66.

³¹ Ver BRUNETTI, A., WEDER, B., *Investment and institutional uncertainty: a comparative study of different uncertainty measures* (1998) 513–533.

³² Ver LI, Q., RESNICK, A., *Reversal of fortunes: democratic institutions and foreign direct investment inflows to developing countries* (2003) 175–211.

³³ Ver CHAKRABARTI, A., *The determinants of foreign direct investment: sensitivity analyses of cross-country regressions* (2001) 89–113.



negativo³⁴; e empreende medidas anti-corrupção, anti-nacionalização e execução de contratos - efeito positivo³⁵.

Curiosamente, Diamonte, Liew and Stevens³⁶ concluíram que os países em desenvolvimento se tornaram, nos últimos anos, menos arriscados, enquanto os países desenvolvidos se tornaram mais arriscados. É o caso, por exemplo, do Reino Unido. Esses estudos provam que os investidores tendem a dar preferência a Estados que são politicamente menos arriscados^{37 38}, uma vez que estes não são uma responsabilidade para seus investimentos, mais especificamente em um país em desenvolvimento, já que o investimento estrangeiro não fez nada além de aumentar nos últimos 25 anos³⁹.

Na verdade, a solução mais fácil e comum para o risco político é simplesmente evitar certos países arriscados por parte de investidores e bancos de investimento, citando Kobrin:

“Com base em sua experiência como vice-presidente de um grande banco, Van Agtmael [62] concluiu que até as grandes e ativas multinacionais não analisam o risco político de maneira muito sofisticada; e ele concorda com outros autores de que a resposta típica ao risco político é evitar, "Mesmo aquelas corporações que

³⁴ Ver ALESINA, A., DEVLEESCHAUWER, A., EASTERLY, W., KURLAT, S., WACZIARG, R., *Fractionalization* (2003) 155–194.

³⁵ Ver GASTANAGA V., NUGENT, J., PASHAMOVA, B., *Host country reforms and FDI inflows: how much difference do they make?* (1998) 1299–1314.

³⁶ Ver DIAMONTE, Robin L., LIEW, John M. And STEVENS Ross L., *Political Risk in Emerging and Developed Markets* (1996)

³⁷ Ver KOBKIN, S., *Political Risk: A Review and Reconsideration* (1979). “The response frequently is avoidance; firms simply do not get involved in countries, or even regions, that they perceive to be risky.” And JUN, K., Singh, H., *The determinants of foreign direct investment in developing countries*. (1996) 67–105.

³⁸ Ver BUSSE, M. and HEFEKER, C., *Political risk, institutions and foreign direct investment*. “For their data sample of 31 developing countries, the political risk index is statistically significant and the coefficient implies that countries with higher political risk attract less FDI.”

³⁹ Ver BUSSE, M. and HEFEKER, C., *Political risk, institutions and foreign direct investment*.



assumiram compromissos no exterior, em geral, tentam evitar o risco político investindo em países 'seguros'".⁴⁰

No entanto, em várias circunstâncias, é impossível simplesmente recorrer ao método “evitar”, uma vez que várias atividades de investimento precisam ser colocadas e estabelecidas naqueles considerados como países politicamente arriscados. Com isso estamos nos referindo às *Special Project Vehicles Companies* (SPVs), que são especialmente incorporadas com um projeto específico elaborado em um país em desenvolvimento.

a. RISCO GEOPOLÍTICO

Recapitulando, risco político pode ser considerado qualquer tipo de intervenção política, que pode interferir em investimentos e investidores.

Como mencionado anteriormente, o risco geopolítico pode ser considerado a fonte mais recente de risco político. No entanto, há um debate doutrinal sobre a definição de "risco geopolítico". Alguns autores definem e consideram o mesmo como risco político⁴¹, o que se traduz na intervenção de qualquer Estado em relação a um investimento ou investidor. Outros, como Caldara, Dario e Matteo Iacoviello⁴², definem o risco geopolítico como uma intervenção entre dois ou mais países - a razão pela qual ele tem um impacto geográfico - relacionado a ataques terroristas, guerras ou qualquer tipo de tensão, contaminando o campo de investimento estrangeiro.⁴³ Esses autores, no entanto, defendem que essa definição é "não-exaustiva", no sentido de que outras circunstâncias podem estar fora dessa definição, mas que podem ser consideradas, no entanto, situações de risco geopolítico. Suder⁴⁴, vai ainda mais

⁴⁰ KOBRIN, S., *Political Risk: A Review and Reconsideration* (Journal of International Business Studies, Vol. 10, No. 1. 1979)

⁴¹ See January 2017 AFP - Association for Financial Professionals - Risk Survey, Report of Survey Results

⁴² Ver CALDARA, DARIO and IACOVIELLO M., *Measuring Geopolitical Risk* (2018)

⁴³ Ver CALDARA, DARIO and IACOVIELLO M., *Measuring Geopolitical Risk* (2018). “Accordingly, we define geopolitical risk as the risk associated with wars, terrorist acts, and tensions between states that affect the normal and peaceful course of international relations.”

⁴⁴ Ver SUDER, G. G. S., *Corporate Strategies Under International Terrorism and Adversity* (2006)



longe. Este autor define risco geopolítico como a ação de qualquer potencial ator - incluindo atores não estatais - e eventos que afetarão, direta ou indiretamente, uma atividade em um sentido amplo. Portanto, apoiamos a última definição.

Portanto, *Brexit* pode ser considerado um exemplo moderno de risco geopolítico. *Brexit* foi o resultado de uma decisão política de um Estado que tem os seguintes efeitos: social - limita a livre circulação de pessoas; económico - restringe o livre fluxo de mercadorias; e financeira - restringe a livre circulação de capital, que terá um impacto internacional. *Brexit* já manifestou os seus efeitos, não apenas no Reino Unido, mas em toda a União Europeia. Mais concretamente, nos mercados financeiros devido ao fato de vários bancos de investimento e corporações terem optado por alterar sua sedes para outros centros financeiros europeus como Frankfurt, na Alemanha, além do impacto cambial, mais concretamente, a queda do valor da moeda, neste caso, a libra esterlina.

Outros exemplos de risco geopolítico são terrorismo, guerra e eventos relacionados, que afetarão direta e indiretamente os investimentos e os instrumentos financeiros dos investidores nos quais eles detêm ou investiram.

Em um artigo recente e interessante de Caldara, Dario e Matteo Iacoviello⁴⁵, esses autores diferenciam entre ameaças (*ameaças geopolíticas, ameaças nucleares, ameaças de guerra, ameaças terroristas*) e atos (*atos de guerra e atos terroristas*), apresentando um Índice de Risco Geopolítico (*Geopolitical Risk Index - GPR*) que mostra vários picos de correlação com eventos geopolíticos, desde 1985. Alguns deles são o bombardeio americano na Líbia em 1986, a Guerra do Golfo em 1990, o 11/09, a invasão do Iraque em 2003, os ataques terroristas na Europa como Madrid em 2004, Londres em 2005, Paris em 2015 e Londres 2017, a Rússia anexando a Crimeia em 2014 e na comparação militar entre a Coreia do Norte e os EUA em 2017, bem como as várias ameaças nucleares. Eles concluíram que os riscos geopolíticos têm um grande e pertinente impacto sobre as atividades económicas e financeiras, que incluirão, por exemplo, investimentos estrangeiros, atividade de seguros e mercado de ações em países desenvolvidos, como os Estados Unidos. Como esses autores separam os atos das ameaças, eles também compreendem que o impacto negativo é normalmente causado pela

⁴⁵ Ver CALDARA, DARIO and IACOVIELLO M., *Measuring Geopolitical Risk* (2018)



ameaça real do que o próprio ato, em que a expectativa legal e a segurança jurídica ainda permanecem cruciais para “(...) ciclos financeiros e de negócios.”⁴⁶

O risco geopolítico, em algum nível, pode estar relacionado às questões transnacionais. No entanto, não deve ser confundido com esta figura. Questões transnacionais, traduzindo em problemas ambientais, eventos terroristas e migração, são situações que não se limitam às fronteiras de um país. No entanto, estes têm um impacto em todo o sistema de um país, não afetando apenas os negócios.

b. DESAPROPRIAÇÃO

A figura da desapropriação pode ser considerada a fonte “tradicional” de risco político.⁴⁷ Uma vez que não existe uma definição única em relação a esta figura legal, pode ser definida como “(...) *uma tomada forçada pelo Governo de propriedade tangível ou intangível de propriedade de particulares por meio de ação administrativa ou legislativa para esse efeito (...)*”.⁴⁸ Bem como por ser o tema mais comum em todos os tratados bilaterais de investimento, como analisaremos adiante.

Ao discutir a desapropriação, em *lato sensu*, como uma fonte de risco político, especificações devem ser feitas em relação às suas duas formas. Isso significa que os investidores e investimentos podem estar enfrentando uma desapropriação direta ou indireta. A desapropriação direta, que hoje é cada vez mais rara devido à sua proibição nos Tratados Internacionais Bilaterais, ou internacionalmente conhecidos como *Bilateral International Treaties* (BITs) e custos de reputação do Estado-Anfitrião, pode ser definida como uma tomada física absoluta ou uma transferência forçada de título legal.⁴⁹ Diferentemente, a desapropriação indireta, que é hoje a mais comum, é considerada aquando de uma ação ou omissão de Estado-Anfitrião sem privação do título legal, ou seja, do direito de propriedade.

⁴⁶ Ver CALDARA, DARIO and IACOVIELLO M., *Measuring Geopolitical Risk* (2018)

⁴⁷ Ver YACKEE, Jason Webb, *Political Risk and International Investment Law* (2014). “Probably not surprisingly, political risk emerged as a hot topic in an era characterized by spectacular expropriations of foreign-owned assets.”

⁴⁸ Ver Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. The United Mexican States, ICSID Case No. ARB (AF)/00/2

⁴⁹ Ver ISAKOFF, Peter D., *Defining the Scope of Indirect Expropriation for International Investments* (2013)



Além disso temos a figura da desapropriação “progressiva”, que pode ser definida como “(...) *uma forma de desapropriação indireta com uma qualidade temporal distintiva no sentido de que encapsula a situação em que uma série de atos atribuíveis ao Estado durante um período de tempo culminam na desapropriação tomada de tal propriedade.*”⁵⁰ Significa que, em um determinado período de tempo, o Estado-Anfitrião atuou, por meio de medidas regulatórias, através de impostos ou mudanças na lei, de modo que o resultado será a desapropriação. Relacionando esta fonte de risco político com o Direito Financeiro Internacional, mais precisamente com uma *SPV*, pode existir a desapropriação indireta do projeto se, por exemplo, o Estado-Anfitrião estabelecer uma tributação maciça sobre o projeto; aumentar a taxa de importação e exportação, de *royalties*, de pagamentos de juros e dividendos; implementar restrições de moeda; e exigir a localização de mão de obra qualificada ou condições de gestão. Além do mencionado acima, em primeiro lugar, se é o escopo do *BIT*, no sentido de que, se a desapropriação afetou um direito⁵¹ que foi coberto por um *BIT*; segundo, se a interferência do Estado-Anfitrião é em si uma desapropriação e, por fim, se essa desapropriação era legal ou ilegal, o que, segundo o Direito Internacional Consuetudinário, determina que não será considerada uma desapropriação ilícita se estiver buscando um objetivo público⁵², fundamentado em critérios não discriminatórios⁵³, à luz do devido processo legal⁵⁴ e devidamente indenizados⁵⁵.

⁵⁰ Ver *Generation Ukraine, Inc. v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/00/9

⁵¹ For more informations regarding which rights may be expropriated: *Emmis International Holding, B.V., Emmis Radio Operating, B.V., MEM Magyar Electronic Media Kereskedelmi és Szolgáltató Kft. v. The Republic of Hungary*, ICSID Case No. ARB/12/2; *GAMI Investments, Incorporated v Mexico*, Final Award, IIC 109 (2004), 15th November 2004, Ad Hoc Tribunal (UNCITRAL)

⁵² *ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. The Republic of Hungary*, ICSID Case No. ARB/03/16

⁵³ *Occidental Petroleum Corporation and Occidental Exploration and Production Company v. The Republic of Ecuador*, ICSID Case No. ARB/06/11

⁵⁴ *Koch Minerals Sàrl and Koch Nitrogen International Sàrl v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/11/19

⁵⁵ *Tidewater Inc., Tidewater Investment SRL, Tidewater Caribe, C.A., et al. v. The Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/10/5



A distinção acima levanta vários problemas, uma vez que os tribunais tiveram que determinar se uma situação pode encaixar-se na desapropriação indireta ou na regulação não cabível de indemnização. Para determinar sua diferença, três doutrinas foram discutidas. A primeira é a doutrina dos “efeitos únicos”, que determina que o efeito da medida do governo é o aspecto relevante a ser considerado⁵⁶. A segunda é a doutrina dos “poderes policiais radicais”, não só considerando o efeito da medida, mas também se houve um objetivo público legítimo com a mesma medida.⁵⁷ A terceira e última, a doutrina dos “poderes policiais moderados”, que apenas acrescenta a proporcionalidade da medida como um requisito.⁵⁸

c. AÇÕES DO ESTADO E MUDANÇA REGULAMENTAR OU LEGAL

Num sentido amplo, o tratamento justo e equitativo, que se refere ao padrão mínimo de tratamento em relação ao Direito Internacional Consuetudinário, concede proteção contra atos discriminatórios do Estado-Anfitrião, condutas desproporcionais⁵⁹, condutas abusivas (como coação, coerção e assédio), medidas arbitrárias⁶⁰, denegação de justiça⁶¹ e violação das expectativas legais do investidor⁶².

Todos os mencionados acima, que podem se traduzir em ações e/ou omissões do Estado, enquadram-se na definição de risco político, já que essas fontes representam, em

⁵⁶ *Compañía del Desarrollo de Santa Elena S.A. v. Republic of Costa Rica*, ICSID Case No. ARB/96/1

⁵⁷ *Saluka Investments BV v Czech Republic, Saluka Investments BV v Czech Republic, Partial Award*, ICGJ 368 (PCA 2006), 17th March 2006, Permanent Court of Arbitration [PCA]

⁵⁸ *Azurix Corp. v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/12

⁵⁹ *PL Holdings S.à.r.l. v. Republic of Poland*, SCC Case No. V 2014/163

“To satisfy the principle, a measure must (a) be one that is suitable by nature for achieving a legitimate public purpose, (b) be necessary for achieving that purpose in that no less burdensome measure would suffice, and (c) not be excessive in that its advantages are outweighed by its disadvantages.”

⁶⁰ *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB(AF)/11/2

⁶¹ Results as a separate claim from the lack of due process (*Loewen v USA*, Award, 26 June 2003), delay (*White Industries v India* (2011) or tribunals’ decision (*Mondev v USA* (2002)).

⁶² *Frontier Petroleum Services Ltd. v. The Czech Republic*, Final Award

“The investor may rely on that legal framework as well as on representations and undertakings made by the host state including those in legislation, treaties, decrees, licenses, and contracts.”



primeiro lugar, uma interferência adversa em relação ao investidor estrangeiro e/ou investimento e, em segundo lugar, do Estado-Anfitrião. Estas são todas intervenções do Estado-Anfitrião no investimento, que além de expor o investidor e o investimento, são um risco para o investidor e contra o investimento estrangeiro.

Curiosamente, Comeaux e Kinsella⁶³ definem o risco político “*como o risco de que as leis de um país mudem para os investidores em detrimento depois de terem investido capital no país, reduzindo assim o valor do seu investimento*”. No entanto, em nossa opinião, esse aspecto está relacionado ao risco regulatório ou de mudança de lei, como outra fonte de risco político. Como entendemos por meio da expressão latina de Aristóteles, *ubi societas, ibi ius*⁶⁴, uma vez que onde há lei dependem há sociedade e onde há sociedade há lei. É evidente que a sociedade está em constante evolução, transformando, revolucionando, inovando, criando e transitando, o que significa que os Estados-Anfitriões devem, conseqüentemente, continuar se adaptando e atualizando, devido ao fato de que a lei, embora seja lógica, não pode ser caracterizada como estanque ou matemática. Mais concretamente, a fonte mencionada está altamente relacionada às expectativas legítimas e à segurança jurídica. Como iremos analisar posteriormente, esse risco pode ser gerido via *BITs*.

Mais especificamente, a regulação financeira aumentou desde a crise financeira de 2007/2008, devido à exposição a risco sistêmico de agentes financeiros, como bancos - bancos comerciais ou de investimento - e seguradoras. Esse poder de mudança regulatório será considerado apenas como violação adversa e por tratado, considerando os bancos de investimento, a SPV e outros investidores se, além de ter uma cláusula de estabilização, A) houver uma modificação completa da estrutura legal; B) a modificação ser baseada em motivos discriminatórios ou arbitrários, ou C) a mudança ser oposta a uma determinada garantia.⁶⁵

⁶³ Ver COMEAUX, Paul E. and KINSELLA N. Stephan, *Protecting Foreign Investment Under Intentional Law: Legal aspects of Political Risk* (April 2001)

⁶⁴ “Where there is (a civil) society, there is law.”

⁶⁵ Eiser Infrastructure Limited and Energía Solar Luxembourg S.à r.l. v. Kingdom of Spain, ICSID Case No. ARB/13/36 “(...) does not mean that regulatory regimes cannot evolve (...) Article 10(1) obligation to accord fair and equitable treatment means that *regulatory regimes cannot be radically altered as applied to existing investments in ways that deprive investors who invested in reliance on those regimes of their investment’s value.*”



d. QUEBRA DE CONTRATO

Sempre que um contrato é assinado entre um investidor e um Estado-Anfitrião, como um instrumento juridicamente vinculativo, isso estabelece direitos e obrigações para ambas as partes, como em qualquer tipo de contrato. Se uma das partes não cumprir com suas obrigações determinadas no contrato, sem prévio consentimento ou autorização da outra parte, isso significa uma quebra de contrato que se traduz em uma causa de ação.

Esta fonte de risco é comum enquanto risco da contraparte⁶⁶ e ao risco político. Com foco no risco político, o Estado-Anfitrião pode deixar de cumprir suas obrigações quando, por exemplo, em uma SPV para construir um aeroporto ou uma exploração de petróleo e gás, o Estado-Anfitrião concordou, no Contrato de Compra de Energia, em fornecer toda a infraestrutura, tais como estradas e pontes, autorizações de concessão, terras para o projeto ou isenções fiscais. A alocação de risco político é crucial, para a continuidade do projeto, bem como para proteger os direitos do investidor em relação ao seu investimento. Em algumas circunstâncias, ambas as partes podem proteger-se desse risco. Por um lado, um investidor pode recorrer a tribunais arbitrais invocando, por exemplo, cláusulas de estabilização, contanto que estejam contidas no contrato, em relação a mudanças regulatórias que podem ser o fator que viola mencionado no contrato. Por outro lado, o Estado-Anfitrião pode argumentar o teste de proporcionalidade, ou sob uma perspectiva americana, por exemplo, "atos soberanos"⁶⁷ e "inconfundibilidade"⁶⁸, como mencionado por Johnson e Volkov⁶⁹.

2. SOLUÇÕES DE RISCO POLÍTICO

No presente capítulo, duas soluções para risco político serão analisadas. No entanto, parece importante mencionar que existem outras respostas ao investimento estrangeiro,

⁶⁶ Ver JARROW, Robert A. and YU, Fan, *Counterparty Risk and the Pricing of Defaultable Securities* (2001)

⁶⁷ Doctrine which protects the Host State from any liability for acting according to the public purpose and its *ius imperii*. See *Atlas Corp. v. United States*, 895 F.2d 745, 754 (Fed.Cir.1990).

⁶⁸ Doctrine which establishes that a Host State has to be *unmistakable transparent and clear* in the contract stating that it is abdicating its sovereign power for future purposes, regarding a specific investment agreement. See *Centex Corp. v. United States*, 395 F.3d 1283, 1307 (Fed. Cir. 2005)). Similar to a stabilization clause in an agreement.

⁶⁹ Ver JOHNSON, L. and VOLKOV O., *Investor-State Contracts, Host-State "Commitments" and the Myth of Stability in International Law* (p.1-50)



tais como a *due-diligence*, a regulamentação tal como a desregulamentação pelos Estados-Anfitriões e pela ordem jurídica financeira internacional.

A primeira solução de risco político são os Tratados Bilaterais Internacionais, conhecidos como *BITs - Bilateral International Treaties*.

a. ORIGEM DOS BILATERAL INTERNATIONAL TREATIES (BITS)

Anterior aos *BITs*, os Estados-Anfitriões administrariam o investimento estrangeiro e os investidores através do Direito Internacional Consuetudinário, de Tratados Económicos e de Tratados Bilaterais de Amizade, Comércio e Navegação⁷⁰. No entanto, estes ainda não poderiam fornecer o tipo de proteção que os investidores estrangeiros e investimentos estavam necessitando, especialmente em relação ao Direito Internacional Consuetudinário devido às suas *incertezas e inadequações*⁷¹, restringindo os investimentos internacionais, bem como a confiança, segurança, expectativa e certeza dos investidores. Como mencionado anteriormente, a assinatura dos *BITs* atingiu o seu pico durante um período de desapropriações em massa pelos Estados-Anfitriões e finalmente, no ano de 1959, o primeiro *BIT* foi assinado entre a Alemanha e o Paquistão, servindo de modelo para outros países, garantindo proteção aos investidores e aos seus investimentos⁷².

Portanto, a fim de proteger um investidor estrangeiro e/ou um investimento estrangeiro contra um Estado-Anfitrião, uma solução imediata trata-se dos Tratados Bilaterais Internacionais. Curiosamente, há um debate doutrinário sobre o impacto que os *BITs* têm no processo de tomada de decisão dos investidores.⁷³ Estudos apontam para a preferência dos

⁷⁰ The first BIT to be signed was the 1956 Nicaragua-US Treaty of Friendship, Commerce and Navigation.

⁷¹ Ver NEWCOMBE, A. and PARADELL L., *Law and Practice of Investment Treaties, Standards of Treatment*, Kluwer Law International (p. 41-57)

⁷² Ver NEWCOMBE, A. and PARADELL L., *Law and Practice of Investment Treaties, Standards of Treatment*, Kluwer Law International (p. 41-57) "The parties are obliged to refrain from discrimination based on the nationality of the investor and there is to be no discrimination against investment activities. Investments are to enjoy protection and security."

⁷³ Ver NEUMAYER & SPESS, *Do bilateral investment treaties increase foreign direct investment to developing countries?* "While Haftel finds that U.S. BITs – which include liberalization provisions – do impact investments, Tobin and Rose-Ackerman as well as Peinhardt and Allee come to the opposite result, and Gallagher and Birch find no effects of U.S. BITs on FDI inflows to Latin American and Caribbean countries."



investidores em investir em países que assinaram os mencionados tratados.⁷⁴ Em relação, mais especificamente, ao risco político, como já definido e explicado acima, as proteções mais importantes concedidas por um *BIT* são o Tratamento Justo e Equitativo (*FET - Fair and Equitable Treatment*), Desapropriação, direta ou indireta, e Não-Discriminação em um sentido amplo, sempre tendo em mente que as disposições da arbitragem internacional visam constantemente resolver qualquer disputa, incluindo questões relacionadas a risco político, por meio de disposições de *Investor-State Dispute Settlement (ISDS)* no âmbito do *International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID)*.

b. BITS E FONTES DE RISCO POLÍTICO

b.1. BITS e Desapropriação

Quanto à desapropriação, também conhecida como nacionalização, com ou sem indenização, ela não é tão comum quanto antes, devido ao fato de que o ordenamento jurídico internacional e os *BITs* têm sido cruciais para proteger investimentos internacionais e investidores desse risco. A um determinado momento, esta nova ordem parece beneficiar não só os investidores mas também o País-Anfitrião, uma vez que pode atrair investimentos estrangeiros para desenvolver o seu próprio país devido à sua transparência, certeza, reputação e estabilidade que podem ser proporcionados aos investidores no que toca aos seus investimentos.

Não obstante, os Estados Soberanos sempre reservarão o direito de desapropriar sob os *BITs* - sendo que os *BITs* sempre cobrirão e sempre conterão uma provisão que trata das obrigações dos Estados em relação à desapropriação - devido ao fato de que existem circunstâncias em que o Estado tem que recorrer a esta figura de modo cumprir suas obrigações legais, tendo em mente suas obrigações constitucionais de proteger o interesse público. No entanto, essa fonte de risco político, que atingiu seu auge na década de 1970, é a mais temida pelos investidores estrangeiros, especialmente a desapropriação indireta.

⁷⁴ Ver POULSEN, L. N. S., *The Importance of BITs for Foreign Direct Investment and Political Risk Insurance: Revisiting the Evidence* (2010)



A questão que importa é se a ação do Estado remonta à desapropriação, se foi uma desapropriação direta ou indireta e, em caso afirmativo, se era legal ou ilegal. Em qualquer caso, não há uma definição única para desapropriação - os *BITs* geralmente não definem a desapropriação *per se*, com exceção de alguns novos tratados que estão sendo assinados e entraram em vigor recentemente, com base no Direito Internacional Consuetudinário que deve ser discutido e se a conduta do Estado-Anfitrião pode ser interpretada e considerada de fato uma desapropriação pelos tribunais arbitrais.

No entanto, o caso de investimento internacional *Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. The United Mexican States*⁷⁵, o tribunal arbitral definiu a desapropriação como “(...) uma tomada forçada pelo Governo de propriedade tangível ou intangível de propriedade privada por meio de ação administrativa ou legislativa para esse efeito(...)”. Ainda usando este caso como um exemplo importante, o artigo V da *BIT* México-Espanha estabelece o seguinte:

“Artigo V. Nacionalização e Desapropriação

1. Nenhuma das Partes Contratantes poderá, direta ou indiretamente, desapropriar ou nacionalizar um investimento por meio de medidas equivalentes a desapropriação ou nacionalização ("desapropriação"), a menos que seja:

- a) por razões de interesse público;*
- b) numa base não discriminatória;*
- (c) de acordo com o Estado de Direito; e*
- (d) mediante o pagamento de indemnização de acordo com o parágrafo 2 abaixo. (...) ”*

Parece-nos relevante acrescentar que a maioria dos *BITs* são similarmente formulados com palavras parecidas. Refira-se, por exemplo, 1994 *Energy Charter Treaty*:

⁷⁵ ICSID Case No. ARB (AF)/00/2



“ARTIGO 13 DESAPROPRIAÇÃO

(1) Investimentos de Investidores de uma Parte Contratante na Área de qualquer outra Parte Contratante não serão nacionalizados, desapropriados ou sujeitos a uma medida ou medidas que tenham efeito equivalente à nacionalização ou desapropriação (aqui referidas como "Desapropriação"), exceto quando tal desapropriação é:

- a) para um fim que seja do interesse público;*
- (b) não discriminatório;*
- (c) realizado à luz do processo legal; e*
- d) acompanhada do pagamento de indenização rápida, adequada e eficaz. (...) ”*

Além disso, o Tratado *BIT* Modelo dos Estados Unidos da América de 2012 afirma que:

“Artigo 6: Desapropriação e indenização

1. Nenhuma das Partes pode desapropriar ou nacionalizar um investimento coberto, direta ou indiretamente através de medidas equivalentes a desapropriação ou nacionalização (“desapropriação”), exceto:

- (a) para um propósito público;*
 - (b) de forma não discriminatória;*
 - (c) mediante pagamento de indenização pronta, adequada e efetiva; e*
 - (d) de acordo com o devido processo legal e o Artigo 5 [Padrão Mínimo de Tratamento] (1) a (3).*
- (...)*



Artigo 6 [Desapropriação] deve ser interpretado de acordo com os Anexos A e B.”

Como exemplo, mencionamos alguns Tratados Internacionais de Investimento, que não definem *desapropriação*. No entanto, em todos eles, impede a desapropriação direta ou indireta ou medidas de efeito equivalente, protegendo o investimento. Da mesma forma, a desapropriação pode ocorrer, enquanto uma exceção, em caso de necessidade para fins públicos, realizada de forma não discriminatória, sob o Estado de Direito e seguida de uma indenização obrigatória.

Além disso, a maioria dos *BITs* menciona “desapropriação direta ou indireta”, o que significa que, enquanto a desapropriação direta é extremamente rara devido ao fato de que ela investe o direito de propriedade do Estado-Anfitrião de forma não voluntária, a desapropriação indireta representa uma consequência, no entanto, não há transferência obrigatória desse mesmo direito de propriedade, uma vez que o Estado-Anfitrião atua de uma forma que resulta em desapropriação - isto é conhecido como desapropriação “progressiva”, como definido no caso *Ukraine, Inc. v. Ukraine*⁷⁶ enquanto “(...) *uma forma de desapropriação indireta com uma qualidade temporal distintiva no sentido em que encapsula a situação em que uma série de atos atribuíveis ao Estado durante um período de tempo culminam na apropriação/desapropriação de tal propriedade (...)*”.

Uma vez que a desapropriação direta, embora seja rara, é mais fácil de identificar, a desapropriação indireta contém algumas complexas características. Para determinar se houve de facto uma desapropriação indireta, em primeiro lugar, o direito dos investidores que foi supostamente desapropriado estava protegido e coberto pelo *BIT* relevante; em segundo lugar, se a ação do Estado-Anfitrião puder ser interpretada como uma desapropriação *per se* e se houver de facto desapropriação⁷⁷, se isso puder ser considerado legal

⁷⁶ ICSID Case No. ARB/00/9

⁷⁷ Herein, with the exception of regulatory or policy changes, the degree (*substantial deprivation*) and duration of interference are relevant to determine if an indirect expropriation has occurred, as seen in *Iran-US Claims Tribunal, Tippetts, Abbett, McCarthy, Stratton v. TAMS-AFFA*, 6 IRAN-U.S. C.T.R., at 219 et seq. and *Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB (AF)/00/2, respectively.



ou ilegal.⁷⁸ Mais uma vez, nos referiremos ao Direito Internacional Consuetudinário, já que, para determinar se a ação era legal ou ilegal, a ação não deve ser motivada em razões discriminatórias, ocorrendo apenas com o objetivo de alcançar uma finalidade pública⁷⁹, respeitando o devido processo legal ou do Estado de Direito⁸⁰ e efetivamente indenizado⁸¹. Além disso, “investimentos” são protegidos apenas se estes forem definidos como tal sob o *BIT* relevante. No entanto, a desapropriação pode ocorrer em relação aos ativos tangíveis e intangíveis.⁸²

b.2. Ações dos BITs e dos Estados-Anfitriões e Alterações Regulamentares ou Políticas

Certas ações do Estado-Anfitrião podem ser consideradas arbitrárias, desproporcionais, discriminatórias e abusivas.

Estes estão sob o princípio do Tratamento Justo e Equitativo (*FET*), que deve ser interpretado numa análise caso a caso devido ao fato de que “(...) *o papel do tratamento justo e equitativo muda de caso para caso, às vezes não é tão preciso quanto desejável. No entanto, isso claramente permite que a justiça seja feita na ausência das violações mais tradicionais dos padrões do direito internacional. Esse papel resultou no conceito de tratamento justo e equitativo adquirindo uma posição própria, separada e distinta de outros*

⁷⁸ The 2008 UK BIT Model declares the unlawful or lawfulness of a Host state measure in its Article 5(1) “Investments of nationals or companies of either Contracting Party shall not be nationalised, expropriated or subjected to measures having effect equivalent to nationalisation or expropriation (hereinafter referred to as “expropriation”) in the territory of the other Contracting Party except for a public purpose related to the internal needs of that Party on a non-discriminatory basis and against prompt, adequate and effective compensation.”

⁷⁹ ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. The Republic of Hungary, ICSID Case No. ARB/03/16

⁸⁰ ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. The Republic of Hungary, ICSID Case No. ARB/03/16

⁸¹ ConocoPhillips Petrozuata B.V., ConocoPhillips Hamaca B.V. and ConocoPhillips Gulf of Paria B.V. v. Bolivarian Republic of Venezuela, ICSID Case No. ARB/07/30

⁸² Inmaris Perestroika Sailing Maritime Services GmbH and Others v. Ukraine, ICSID Case No. ARB/08/8; Emmis International Holding, B.V., Emmis Radio Operating, B.V., MEM Magyar Electronic Media Kereskedelmi és Szolgáltató Kft. v. The Republic of Hungary, ICSID Case No. ARB/12/2



padrões, embora muitas vezes estreitamente relacionados a eles, garantindo assim que a proteção concedida ao investimento seja plenamente salvaguardada.”(¶ 239).⁸³

Como exemplo de provisão *FET*, o *BIT* 2009 entre a Sérvia e Portugal afirma o seguinte:

“Artigo 3

Promoção e Proteção de Investimentos

(...)

2. Os investimentos dos investidores de qualquer uma das Partes, realizados de acordo com as leis e regulamentos respectivos, deverão sempre receber tratamento justo e equitativo e gozarão de proteção e segurança completas no território da outra Parte.”

Além disso, alguns *BITs* enumeram os atos que constituem violação do *FET*. Continuando a utilizar como exemplo o Tratado entre Portugal e a Sérvia 2009:

“3. Nenhuma das Partes poderá, de qualquer forma, prejudicar, por meio de medidas não razoáveis, arbitrárias ou discriminatórias, a administração, manutenção, uso, aproveitamento ou descarte de investimentos em seu território de investidores da outra Parte.”

Portanto, em relação ao risco de conduta do Estado-Anfitrião, estes são mitigados por cláusulas de *Fair and Equitable Treatment*. Mais especificamente, para as expectativas e segurança jurídica do investidor, uma vez que existe um dilema entre estabilidade e desenvolvimento do quadro legal, o Estado-Anfitrião é responsável, no caso de alterações

⁸³ PSEG Global, Inc., The North American Coal Corporation, and Konya Ingin Elektrik Üretim ve Ticaret Limited Sirketi v. Republic of Turkey, ICSID Case No. ARB/02/5



reguladoras ou políticas, se e somente se existir uma cláusula de estabilização no contrato⁸⁴ anterior ao investimento. No entanto, sempre que houver A) toda uma modificação do quadro legal; B) a modificação ser baseada em motivos discriminatórios ou arbitrários; ou C) mudança em oposição a uma dada garantia, isso sempre constituirá uma violação do Estado-Anfitrião, existindo ou não uma cláusula de estabilização.

b.3. BITs e Quebras de Contrato

É importante compreender que a quebra de contrato não se traduz em violação de um *BIT* específico. Isto significa que, para ter uma reivindicação legal sob um tribunal arbitral, restringindo a jurisdição dos tribunais, referente a um *BIT* e relacionado a uma violação de uma obrigação de contrato de investimento, assinado entre um investidor estrangeiro e um Estado-Anfitrião, deve declarar, no tratado, uma "Cláusula Guarda-Chuva"⁸⁵. Esta cláusula garante que questões como cláusulas de escolha do fórum e obrigações contratuais estejam sob a jurisdição e competência do tribunal arbitral.

Como exemplo, o artigo do *BIT* entre Suíça e Filipinas estabelece que:

“Cada Parte Contratante deverá observar qualquer obrigação que tenha assumido com relação a investimentos específicos em seu território por investidores da outra Parte Contratante.”

Nos termos deste artigo, os contratos de investimento são incluídos como obrigações das partes, que devem ser tuteladas pelo tratado assinado entre as partes. O caso *Noble Ventures v. Romania* é muito claro em relação a este assunto, uma vez que “(...) considerando a redação do art. II (2) (c), que fala de «qualquer obrigação que [uma parte] possa ter assumido em relação aos investimentos», é difícil não considerá-la como uma

⁸⁴ Provision which “freezes” the legal framework at the time the investment contract was signed between the Host state and the investor.

⁸⁵ “Umbrella Clause”



*referência clara aos contratos de investimento. De fato, pode-se perguntar que outras obrigações as partes podem ter tido em mente como tendo sido 'firmadas' por um Estado-Anfitrião em relação a um investimento.(...)*⁸⁶

Curiosamente, se uma “Cláusula da Guarda-Chuva” não for incluída num *BIT*, a fim de alcançar um resultado equilibrado, as provisões dos tratados são formadas de maneira ampla com o propósito de se enquadrarem nas jurisdições dos tribunais.

b.4. Political Risk Insurance (Seguro de Risco Político)

Enquanto uma segunda solução para o risco político, o Seguro de Risco Político (*PRI - Political Risk Insurance*) tem sido a resposta dos investidores para minimizar os impactos políticos nos investimentos internacionais. Devido ao fato de que novas circunstâncias transnacionais têm surgido, como a ocorrência de eventos terroristas, problemas ambientais e problemas de migração, que não estavam presentes no momento em que os *BITs* estavam sendo firmados, os investidores tiveram de procurar uma alternativa com o objetivo de garantir e proteger seu investimento.

Com essa preocupação, o seguro é fornecido por organizações privadas ou públicas⁸⁷, como a AON ou a MIGA - *Multilateral Investment Guarantee Agency*, respectivamente. Como Jensen⁸⁸ descreveu, este seguro visa três categorias sob eventos políticos que são “(1) guerra e violência política, (2) desapropriação/quebra de contrato e (3) risco de transferência”.

Da mesma forma como os *BITs*, essas instituições de seguros concentram-se na proteção do investimento estrangeiro, bem como na estimulação de investimentos internacionais nos Estados-Anfitriões, mais frequentemente em países em desenvolvimento, para incentivar e aumentar o interesse dos investidores. No final do dia, concluímos que é uma situação "ganho-ganho" para ambas as partes. Uma das organizações públicas mais importantes para fornecer o seguro é a MIGA - *Multilateral Investment Guarantee Agency* pois “(...) foi

⁸⁶ Noble Ventures v. Romania, ICSID Case No. ARB/01/11, Award, 12 October 2005

⁸⁷ Ver JENSEN, N. 2006, Political Risk, Democratic Institutions, and Foreign Direct Investment

⁸⁸ Ver JENSEN, N. 2006, Political Risk, Democratic Institutions, and Foreign Direct Investment



projetada principalmente para fornecer cobertura de seguro contra riscos não comerciais.”⁸⁹ bem como para promover atividades de investimento em países e economias em desenvolvimento.⁹⁰ Sua Convenção enumera os riscos que seu seguro deve cobrir. São soluções de seguro de risco político que cobrem por vinte anos, conforme declarado no artigo 11º, (i) *transferência de moeda*, (ii) *desapropriação e medidas similares*, (iii) *quebra de contrato* e (iv) *guerra e distúrbios civis*. Os artigos 12º e 13º determinam o âmbito de aplicação, definindo quais são os investimentos protegidos, bem como para os investidores, respectivamente. Os valores financeiros são cobertos pela MIGA, tais como patrimônio, empréstimos, títulos e “(...) *outros empréstimos além dos mencionados na secção (a) (...) para financiar (...) um investimento ou projeto específico no qual alguma outra forma de investimento direto está presente (...)*”, incluindo nestes empréstimos *SPV*⁹¹, por exemplo. Bem como a proteção dos investidores ser baseada em critérios de nacionalidade e local de incorporação. No entanto, além de fornecer seguro para investidores internacionais, a MIGA também resolve disputas entre investidores e Estados-Anfitriões, incentivando acordos amigáveis.⁹²

Alternativamente à MIGA, a Corporação de Investimento Privado Internacional (OPIC - Overseas Private Investment Corporation), uma organização pública dos EUA mais focada e especializada apenas em investidores dos EUA, bem como para limitar seu escopo a países que têm um contrato de investimento com os EUA, cobrindo riscos políticos através de um seguro máximo de vinte anos e concedendo empréstimos para financiamento de projetos.⁹³ Da mesma forma que a MIGA, a OPIC concede seguro para instrumentos financeiros, como empréstimos e investimentos de capital, em relação a riscos políticos, como “(1)

⁸⁹ Motomichi Ikawa, *Multilateral Investment Guarantee Agency*, 31 Stud. Transnat'l Legal Pol'y 21 (1999) (p.21-31)

⁹⁰ Ver IBRAHIM F. I. Shihata, *The Multilateral Investment Guarantee Agency*, 20 Int'l L. 485 (1986)

⁹¹ Motomichi Ikawa, *Multilateral Investment Guarantee Agency*, 31 Stud. Transnat'l Legal Pol'y 21 (1999) (p.21-31) “The use of project finance in natural resource and private infrastructure development has offered private investors the opportunity to spread, share, and sometimes offset political risk by involving insurers and lenders. At the same time, the use of international project finance backed by political risk insurance helps ensure investors of the stability of investment agreements in natural resource and private infrastructure ventures.”

⁹² Ver IBRAHIM F. I. Shihata, *The Multilateral Investment Guarantee Agency*, 20 Int'l L. 485 (1986) (p.485-497)

⁹³ Ver COMEAUX, Paul. E., and KINSELLA N. Stephan, *Reducing Political Risk in Developing Countries: Bilateral Investment Treaties, Stabilization Clauses, and MIGA & OPIC Investment Insurance* (1994)



*inconvertibilidade de moeda, que é a incapacidade de converter lucros e outras remessas em dólares americanos; (2) desapropriação, que é o confisco da propriedade do investidor pelo Estado-Anfitrião; e (3) violência política, que inclui guerra, revolução, insurreição e conflitos civis.*⁹⁴

Devido ao facto de que nem os *BITs* incluem questões como eventos relacionados a terrorismo, como sendo parte do risco geopolítico, nós nos atreveríamos a argumentar que tais eventos deveriam ser cobertos pelo *Political Risk Insurance*, como mencionado por Suder “*Tradicionalmente, as empresas mitigaram o risco de terrorismo comprando seguros.*”⁹⁵ Da mesma forma, as empresas de seguros privados tiveram seus negócios promovidos devido, por exemplo, ao *TRIA - Terrorism Risk Insurance Act USA 2002* - em circunstâncias em que o Estado interviria e protegeria investimentos que excedam valores específicos. Este autor estabelece um elo entre a regulação de transações financeiras e ataques terroristas através, por exemplo, do Programa Anti-lavagem de Dinheiro e Identificação de Clientes (*ALCIP - Anti-money-Laundering and Customer Identification Program*), já que instituições financeiras como bancos devem garantir total transparência de seus clientes, de suas transações e comunicar transações financeiras duvidosas ou alarmantes.

3. CONCLUSÃO

Investidores e investimentos estrangeiros enfrentam vários riscos. Um deles é o risco político que pode ser considerado o mais controverso devido aos interesses dos investidores e à preocupação dos Estados-Anfitriões. A gestão de risco político mitiga esse risco, encontrando um equilíbrio entre os Estados-Anfitriões e, no nosso caso, os participantes do mercado de capitais, como nossos investidores. As ações destes países podem se traduzir em desapropriação, quebra de contratos e mudança de política e lei. Estes podem agir de maneira arbitrária ou discriminatória em relação aos investidores estrangeiros e seu investimento. Os Estados-Anfitriões podem até fazer parte do evento geopolítico. As fontes acima de risco

⁹⁴ Ver COMEAUX, Paul. E., and KINSELLA N. Stephan, *Reducing Political Risk in Developing Countries: Bilateral Investment Treaties, Stabilization Clauses, and MIGA & OPIC Investment Insurance* (1994)

⁹⁵ Ver SUDER, G. G. S., *Corporate Strategies Under International Terrorism and Adversity* (2006)



político afetam as instituições financeiras, tais como seus instrumentos e o mercado de capitais como um todo, que podem ser protegidos por Tratados Bilaterais de Investimentos e Seguros de Risco Político, fornecidos por organizações públicas ou privadas, como os que consideramos mais relevantes. e com maior impacto entre os investidores. Como visto anteriormente, novas questões, como terrorismo ou migração, têm afetado todos os setores de vários países (economia, sociedade, finanças), uma vez que não se limitam às fronteiras dos Estados, sendo questões transnacionais. Mesmo que os *BITs* tenham evoluído de sua forma tradicional quando se concentraram apenas na desapropriação em um sentido amplo, os *BITs* ainda precisam cobrir esses novos problemas, uma vez que somente os seguros têm vindo a proteger o investidor estrangeiro.

4. BIBLIOGRAFIA

- ALESINA, A., DEVLEESCHAUWER, A., EASTERLY, W., KURLAT, S., WACZIARG, R., *Fractionalization* (2003)
- ALIBER R. Z. *Exchange Risk, Political Risk and Investor Demands for External Currency Deposits* (1975)
- BUSSE, M., 2004., *Transnational corporations and repression of political rights and civil liberties: an empirical analysis.* (2004)
- BUSSE, M. and HEFEKER, C., *Political risk, institutions and foreign direct investment.*
- BROOKE, Michael, and REMMERS, H. Lee. *The Strategy of Multinational Enterprise.* London: Longman Group Ltd., 1970.
- BRUNETTI, A., WEDER, B., *Investment and institutional uncertainty: a comparative study of different uncertainty measures* (1998)
- CALDARA, DARIO and IACOVIELLO M., *Measuring Geopolitical Risk* (2018)
- COMEAX, Paul E. and KINSELLA N. Stephan, *Protecting Foreign Investment Under Intentional Law: Legal aspects of Political Risk* (April 2001)
- CHAKRABARTI, A., *The determinants of foreign direct investment: sensitivity analyses of cross-country regressions* (2001)
- DANIELS, John D., Ogram, Ernest W., Jr., and Radebaugh, Lee H. *International Business: Environments and Operations.* Reading: Addison-Wesley, 1976.
- DIAMONTE, Robin L., LIEW, John M. And STEVENS Ross L., *Political Risk in Emerging and Developed Markets* (1996)
- EITEMAN D. K. and STONEHILL A. I., *Multinational Business Finance* (1973)
- GASTANAGA V., NUGENT, J., PASHAMOVA, B., *Host country reforms and FDI inflows: how much difference do they make?* (1998)



- HARMS, P., Ursprung, H., 2002. *Do civil and political repression really boost foreign direct investment?* Economic Inquiry 40
- HERSHBARGE, R. A., and NOERAGER, J.P., *International Risk Management: Some Peculiar Constraints* (1976)
- IBRAHIM F. I. Shihata, *The Multilateral Investment Guarantee Agency*, 20 Int'l L. 485 (1986)
- ISAKOFF, Peter D., *Defining the Scope of Indirect Expropriation for International Investments* (2013)
- JARROW, Robert A. and YU, Fan, *Counterparty Risk and the Pricing of Defaultable Securities* (2001)
- JENSEN, N., *Democratic governance and multinational corporations: political regimes and inflows of foreign direct investment* (2003)
- JENSEN, N., 2006, *Political Risk, Democratic Institutions, and Foreign Direct Investment*.
- JOHNSON, L. and VOLKOV O., *Investor-State Contracts, Host-State "Commitments" and the Myth of Stability in International Law*
- KOBRIN, S., *Political Risk: A Review and Reconsideration* (Journal of International Business Studies, Vol. 10, No. 1. 1979)
- LI, Q., RESNICK, A., *Reversal of fortunes: democratic institutions and foreign direct investment inflows to developing countries* (2003)
- LLOYD B., *Political Risk Management*
- NEUMAYER & SPESS, *Do bilateral investment treaties increase foreign direct investment to developing countries?*
- NEWCOMBE, A. and PARADELL L., *Law and Practice of Investment Treaties, Standards of Treatment*, Kluwer Law International
- POULSEN, L. N. S., *The Importance of BITs for Foreign Direct Investment and Political Risk Insurance: Revisiting the Evidence* (2010)
- ROBOCK, S. H., *Political Risk: Identification and Assessment* (1971)
- RODRIGUEZ, R. M., and CARTER, E. E., *International Financial Management*
- ROOT, Franklin R., *Attitudes of American Executives Towards Foreign Governmental Investment Opportunities*. (1968)
- SUDER, G. G. S., *Corporate Strategies Under International Terrorism and Adversity* (2006)
- WEI, S.-J., 2000. *How taxing is corruption on international investors?* *Review of Economics and Statistics* 82
- WESTON, V. F. and SORGE, B.W., *International Managerial Finance* (1972)
- YACKEE, Jason Webb, *Political Risk and International Investment Law* (2014)
- ZINK, DOLPH Warren, *The Political Risks for Multinational Enterprise in Developing Countries*. (1973).