



# Estados e investidores estrangeiros: é possível alcançar cooperação?

STATES AND FOREIGN INVESTORS: IS IT POSSIBLE TO FIND SOME COOPERATION?

Ana Rachel Freitas da Silva<sup>1</sup>

## Resumo

Uma parcela significativa de países, com dificuldades para financiar sua própria economia, tem buscado atrair capital estrangeiro para desenvolver atividades produtivas em seus territórios. Contudo, essas relações entre Estados e investidores estrangeiros são marcadas, historicamente, por conflitos. Estados e investidores, como agentes racionais, estão sempre buscando maximizar suas retribuições. Nesse contexto, conflitam as expectativas de ganhos futuros resultantes dos investimentos com os ganhos imediatos decorrentes de uma expropriação. Entretanto, como essa relação se perpetua no tempo, pode haver alguma cooperação entre as partes. O Direito é um dos elementos, nessa estrutura de incentivos, que pode possibilitar maior cooperação entre Estados e investidores estrangeiros. O presente artigo reúne considerações da literatura estrangeira em Análise Econômica do Direito, que utilizam a perspectiva da escolha racional e a teoria dos jogos, para analisar o papel dos Acordos de Proteção e Promoção de Investimentos e da arbitragem investidor-Estado instituída por esses acordos, nas relações entre Estados e investidores estrangeiros.

## Palavras-chave

Investimentos estrangeiros; retribuições; teoria dos jogos; escolha racional; incentivos.

## Abstract

*A significant number of countries facing difficulties in financing their own economies are trying to attract foreign investments to develop productive activities in their territories. However, these relations between States and foreign investors are historically characterized by conflicts. States and investors, as rational agents, are always trying to maximize their payoffs. In this context, there are conflicts between expectations of future payoffs that will result from investments and immediate gains obtained with an expropriation. As this relation perpetuates in time, some cooperation can be achieved. Law is one of the elements in this incentive's structure, which can help to achieve bigger cooperation between States and foreign investors. This article brings considerations of the foreign literature in the Economic Analysis of Law that uses the rational choice theory and the game theory to explain the role of the International Investment Agreements and the investment arbitration in the relations between States and foreign investors.*

## Keywords

*Foreign investment; payoffs; game theory; rational choice; incentives.*

## INTRODUÇÃO

A realização de investimentos por estrangeiros pode trazer benefícios tanto para o investidor quanto para o Estado que recebe esses investimentos. Lucros e dividendos, acesso a mercados, mão de obra e recursos naturais, tributos, empregos, aumento das exportações, acesso a novas tecnologias são variáveis que compõem as retribuições percebidas por Estados e investidores estrangeiros. Contudo, os benefícios percebidos pelos Estados com os investimentos podem parecer inferiores aos valores que poderiam ser obtidos caso o Estado se apropriasse da porção do investidor: aquela que já lhe pertence e aquela que espera obter.

Como agentes racionais, Estados e investidores buscam maximizar seus interesses, avaliando que retribuições alcançariam com cada decisão. Assim, os investidores avaliam o que podem receber com os investimentos em detrimento do risco de uma expropriação e, se considerarem alta esta probabilidade, decidirão não investir. O Estado receptor, por sua vez, compara as retribuições presentes e futuras obtidas com a acomodação do investimento estrangeiro e os ganhos auferidos com a tomada da propriedade privada.

O presente artigo busca traçar um panorama geral do comportamento de Estados e investidores estrangeiros sob a perspectiva da escolha racional e da teoria dos jogos. A literatura estrangeira, em especial a norte-americana, aplica, tradicionalmente, tais conceitos e ferramentas da Análise Econômica do Direito (AED). O trabalho compila e traz ao público de língua portuguesa uma discussão pouco difundida no país. A utilização da AED pela comunidade jurídica brasileira ainda é bastante pontual como reconhecem Ribeiro e Caiado (2015). Igualmente também não se encontram muitas obras nacionais sobre o tratamento internacional dos investimentos estrangeiros contido em tratados e jurisprudência de tribunais arbitrais. Talvez o fato do Brasil não ter ratificado Acordos de Proteção e Promoção de Investimentos (APPs) nem ser parte do Centro Internacional para a Solução de Controvérsias de Investimentos (ICSID) possa explicar o pouco interesse na matéria.<sup>1</sup>

Apesar de suas limitações, o presente trabalho pode contribuir para difundir a abordagem da escolha racional no meio jurídico brasileiro. Pretende apresentar uma introdução ao tema, convidando a comunidade jurídica a pensar como o Direito influencia as relações entre investidores e Estados. A discussão argumentativa é utilizada, em detrimento de fórmulas matemáticas e conceitos complexos. Acreditamos que a AED pode contribuir para o debate do Direito Internacional como defendem Dunoff e Tratchman (1999).

A análise considera que Estados e investidores estrangeiros age racionalmente, buscando aumentar suas retribuições (*payoffs*). Essa lógica orienta as relações entre esses agentes. Assumimos que se trata de uma relação não cooperativa em que as partes, em especial o Estado, têm incentivos para não cooperar. Contudo, ainda que o resultado esperado seja

...

1 Para entender melhor a evolução da proteção internacional dos investimentos e a participação ou ausência brasileira, conferir José Augusto Fontoura Costa (2010).

o comportamento desviante, alguns mecanismos podem alterar os incentivos, favorecendo a cooperação. Além das garantias, utilizadas para conseguir uma simultaneidade artificial das ações, o Direito pode ser um mecanismo importante para a cooperação, na medida em que torna mais custoso para o Estado um comportamento desconforme.

A proteção prevista na legislação interna dos Estados receptores do investimento pode ampliar a confiança dos investidores, contudo, como o Estado é, ao mesmo tempo, interessado e terceiro garantidor, tem incentivos para alterar as regras do jogo, impondo obrigações mais gravosas ao investidor depois que o investimento foi feito. Para evitar esse problema, vários Estados têm firmado instrumentos de direito internacional que preveem a proteção dos investidores estrangeiros. O sistema é completado com a presença de cláusulas de arbitragem internacional para permitir que tribunais fora da jurisdição dos Estados receptores apreciem o caso. A execução dessas decisões arbitrais pode ser feita em países terceiros, caso os Estados receptores se recusem ou dificultem o recebimento dos valores arbitrados pelos tribunais.

## I ESTRUTURA DE INCENTIVOS ENVOLVENDO ESTADO RECEPTOR DE INVESTIMENTOS E INVESTIDOR ESTRANGEIRO — A INCONSISTÊNCIA DINÂMICA OU TEMPORAL

Para analisar a estrutura de incentivos que envolve o Estado receptor de investimentos e o investidor estrangeiro, utilizaremos a teoria da escolha racional. Esta teoria entende que os agentes envolvidos numa relação, inclusive os Estados, agem racionalmente, buscando maximizar seus interesses. Entende ainda que esses interesses são passíveis de serem determinados e conhecidos.<sup>2</sup>

Muitos países, com dificuldades de financiar o desenvolvimento de atividades econômicas, buscaram atrair o capital estrangeiro.<sup>3</sup> Os investidores, por outro lado, observaram oportunidades lucrativas além de suas fronteiras nacionais, em países com abundante oferta de recursos naturais, mão de obra barata e mercado consumidor ainda inexplorado. À

...

- 2 Existem críticas à aplicação da teoria da escolha racional para explicar o comportamento dos Estados. A principal delas diz respeito à determinação dos “interesses dos Estados”, uma vez que são desconsiderados as divergências internas e o processo que leva à adoção de determinada postura. Sobre o assunto, ver: Aaken (2010).
- 3 Existem questionamentos a respeito de que ganhos teria um Estado ao proteger empresas nacionais, principalmente se considerarmos que alguns investidores protegidos por esses acordos têm pouca ou quase nenhuma relação com os países que oferecem essa proteção. Contudo, vamos assumir que um Estado que decide celebrar um tratado com o fim de proteger seus investidores tem, de alguma forma, benefício nessa decisão, até porque, como ente racional, suas ações são sempre orientadas no sentido de maximização das retribuições.

medida que a economia mundial se tornava mais interdependente, Estados e investidores se davam conta que poderiam perceber benefícios dessa relação.

Contudo, essa percepção de benefícios mútuos não é unívoca e sofre variações no decorrer do tempo. Além dos riscos econômicos associados às atividades empresariais, uma das maiores preocupações dos investidores é o risco político. As ações governamentais podem interferir nos negócios, mudar os termos dos acordos ou resultar em expropriação total ou parcial da propriedade. Ainda que o Estado esteja comprometido inicialmente em proteger os investimentos, ele pode mudar as regras se entender que as novas disposições lhe serão mais favoráveis. Uma vez que o investimento é feito, o Estado tem incentivos para expropriar,<sup>4</sup> seja para si mesmo, seja para redistribuir. Esse problema é conhecido como inconsistência dinâmica (GUZMAN, 1998, p. 658) ou inconsistência temporal (SASSE, 2011).

O investidor, ao decidir se investe ou não, vai avaliar os ganhos que espera obter com o investimento, considerando também os riscos de sofrer prejuízos, depois de feito o investimento.<sup>5</sup> O Estado, da mesma forma, vai avaliar o que pode obter de imediato com a expropriação dos ativos do investidor e o que pode ganhar se não fizer a expropriação e acomodar o investimento. Como a relação se prolonga no tempo, a avaliação dos *payoffs* deve

...

- 4 Apesar do instituto da “expropriação” possuir um conceito legal específico no Direito brasileiro, que difere de sua utilização mais ampla no Direito Internacional dos Investimentos, utilizaremos o termo “expropriação” para referir às medidas governamentais que tenham por consequência a privação, total ou parcial, do investidor em relação à propriedade de forma ampla, seja ela imobiliária ou imobiliaria, tangível ou intangível. Desapropriação (direta) pode ser entendida como a tomada da propriedade privada, pelo Estado, com a transferência dos direitos para outro titular, mediante compensação. No caso *S.D. Meyers, Inc v. Governo do Canadá* (2000, § 180), o Tribunal considerou que “*the term ‘expropriation’ carries with a view to transferring ownership of that property to another person, usually the authority that exercised its de jure or de facto power to do the ‘taking’*”. Contudo, a interferência no direito de propriedade também pode se dar sem a transferência formal do título, por medidas “equivalentes” à desapropriação, conhecida como desapropriação indireta. Ao interpretar o artigo 1.110 do Acordo NAFTA, o Tribunal Arbitral no caso *Metalclad v. Estados Unidos Mexicanos* (ICSID, 2000a, § 103) entendeu que desapropriação incluiria não apenas a tomada direta e consciente da propriedade com a transferência formal dos títulos, mas interferências que impediriam o proprietário, de forma total ou significativa, do uso ou benefício econômico razoavelmente esperado da propriedade, ainda que não houvesse o benefício para o Estado anfitrião com a medida. Consideraremos, contudo, que as ações governamentais que resultem em expropriação direta ou indireta, sempre são conscientes e orientadas para a tomada da propriedade privada.
- 5 Certas atividades implicam num custo inicial muito elevado para o investidor como aquelas ligadas à exploração de petróleo e de minérios em geral. Nesses casos, o investidor estará muito mais susceptível à ação estatal, já que, apenas num momento posterior, após realizados os investimentos, será possível começar a obter lucros com a atividade. Essas atividades envolvem um custo inicial alto e irrecuperável (*high sunk costs investment*) (MONALDI, 2002).

incluir uma variável chamada taxa de desconto. A taxa de desconto permite avaliar o valor de determinado *payoff* no futuro. Se a taxa de desconto for elevada, significa que determinado *payoff* futuro terá menor valor, ou seja, que o agente não valoriza tanto os ganhos que pode ter no futuro. Por outro lado, se o agente valoriza os *payoffs* obtidos no futuro, a taxa de desconto será menor (BAIRD; GERTNER; PICKER, 1994, p. 168).

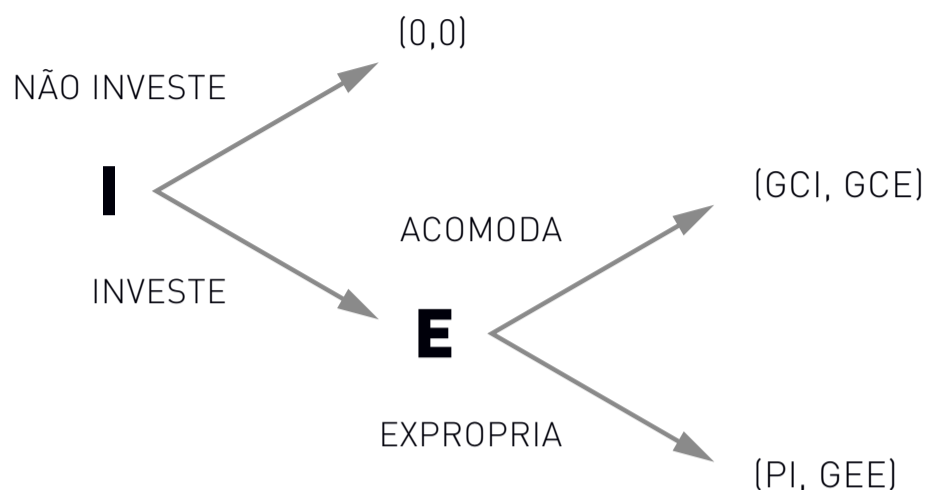
Essa relação entre investidor e Estado receptor pode ser compreendida com a utilização de conceitos da Teoria dos Jogos. A interação que resulta da decisão de investir e de acomodar contém elemento de confiança. A decisão de cada uma das partes vai depender da decisão tomada pela outra parte no momento anterior. As partes podem analisar e antecipar o comportamento uma da outra e, assim, decidir qual será sua melhor estratégia. Essa estratégia vai sendo revista e atualizada à medida que o jogo prossegue e a parte adversa demonstra determinado comportamento.<sup>6</sup>

Inicialmente, o investidor deverá decidir se realiza ou não o investimento.<sup>7</sup> Ele pode considerar que os riscos de uma expropriação são maiores do que os ganhos e decidir não investir ou pode considerar que esses riscos são menores e fazer o investimento. Se o investimento não for feito, os *payoffs* das partes serão iguais a zero. Uma vez consumado o investimento, o Estado receptor pode acomodar ou expropriar o investimento. Nessa decisão, o Estado receptor vai avaliar o quanto esse investimento vale. Certamente, se o valor do investimento for alto, o Estado terá maiores incentivos para expropriar. Essa relação pode ser resumida da forma expressa no Gráfico 1.

- ...
- 6 Em jogos de informação incompleta, é importante considerar as crenças dos jogadores, crenças que determinarão suas ações. Para prever essas crenças, partimos de dois princípios: o primeiro é que os jogadores racionais modificam suas crenças em razão das ações dos demais e esses agentes vão agir de forma consistente com suas crenças. Um equilíbrio bayesiano é perfeito quando as ações são ótimas, considerando não apenas as ações, mas também as crenças dos participantes (BAIRD; GERTNER; PICKER, 1994). Nos investimentos, investidores e Estados agem de conformidade com suas crenças a respeito do comportamento alheio e essas crenças são modificadas como resultado das ações dos participantes.
  - 7 Utilizaremos uma definição ampla de investimento, como sói ocorrer em muitos acordos internacionais de investimento. Nesses acordos, a definição é baseada no conceito de ativo (*asset-based*), incluindo não apenas os físicos, ações e patrimônio tangível. O conceito alcança direitos de propriedade intelectual e concessões contratuais e permite a solução interpretativa para abarcar novas formas de investimento (MUCHILINSKI; ORTINO; SCHREUER, 2008, p. 19).



## GRÁFICO 1 – INCENTIVOS (INVESTIDOR-ESTADO)



PAYOFFS: INVESTIDOR, ESTADO.

I = INVESTIDOR

E = ESTADO RECEPTOR

GCI = GANHOS DE COOPERAÇÃO PARA O INVESTIDOR

GCE = GANHOS DE COOPERAÇÃO PARA O ESTADO

PI = PERDAS PARA O INVESTIDOR

GEE = GANHOS DO ESTADO COM A EXPROPRIAÇÃO

Fonte: elaborado pela autora a partir de dados da pesquisa.

A decisão estatal, após realizado o investimento, irá considerar duas variáveis: Ganhos de Cooperação para o Estado (GCE) *versus* Ganhos do Estado com a Expropriação (GEE). Se  $GCE > GEE$ , o Estado irá acomodar o investimento. Por outro lado, se  $GEE > GCE$ , o Estado irá expropriar o investimento. O investidor, por sua vez, pode antecipar o comportamento do Estado.<sup>8</sup> Em muitos casos, é mais provável que os ganhos imediatos com a expropriação

...

<sup>8</sup> Para explicar o comportamento dos agentes, podemos partir dos resultados finais no diagrama e fazer uma indução regressiva da sequência de atos (*backwards induction*). Por esse método, a comparação dos resultados finais dos *payoffs* dos agentes possibilita que se olhe para um momento anterior e descubra qual será o caminho a ser tomado. No caso específico que estamos tratando, ao compararmos os *payoffs* de Estado e investidor, se considerarmos que os *payoffs* do Estado forem maiores no caso de expropriação, o investidor, ao antecipar esse resultado, deixará de investir. Nesse sentido, a utilização de uma indução regressiva levará à conclusão de que o equilíbrio do jogo será a não realização do investimento (BAIRD; GERTNER; PICKER, 1994).

pareçam mais atraentes para o Estado ( $GEE > GCE$ ) e, nesse caso, antecipando a ação estatal, o investidor decidirá não investir.

Apesar dos investimentos estrangeiros denotarem, aparentemente, benefícios para Estados e investidores, interesses conflitantes existem nessa relação. Os investidores que querem maximizar seus lucros e os Estados querem obter maiores vantagens dessa relação, seja em forma de tributos, de exigências de performance e comprometimento com determinados objetivos, seja com a obtenção de um pedaço maior na divisão dos lucros do investidor. No dilema do prisioneiro existe um conflito de interesses e uma dificuldade em obter cooperação. Ao buscarem seus interesses, as partes vão decidir não cooperar, mas, se ambos assim o fizerem, o resultado será o pior possível. Ao se comportarem de forma cooperativa, ganha o Estado que recebe investimentos e ganha o investidor cujos ativos são protegidos.<sup>9</sup>

Utilizamos aqui o dilema do prisioneiro para explicar que, apesar da melhor estratégia para as partes ser a cooperação, estas, ao perseguirem seus interesses, realizam escolhas que levam ao pior resultado possível. Contudo, no dilema do prisioneiro, as partes realizam suas escolhas de forma simultânea, sem saber o que a outra parte irá fazer. No caso dos investimentos, essas escolhas são, em sua maioria, sucessivas, mas podem envolver decisões simultâneas como nos casos em que o investidor continua a investir mesmo sem saber se o Estado irá expropriar.

Devemos considerar que existem alguns fatores que podem afetar o resultado desse jogo, alterando os *payoffs*. O Estado pode considerar que pode ter maiores benefícios com a continuidade do investimento. O investidor pode trazer conhecimentos tecnológicos e organizacionais, impulsionar atividades econômicas complementares, gerar renda e aumentar a arrecadação, o que pode ser mais vantajoso que o valor expropriado. Além disso, podem ser ofertadas garantias pelas partes envolvidas, de forma que uma decisão não cooperativa gere um custo maior do que aquele previsto inicialmente.

Outro aspecto importante a ser considerado é que a relação entre Estado e investidor se perpetua no tempo e o dilema de cooperar ou não cooperar é repetido inúmeras vezes. Assim, diferentemente de uma análise de um jogo singularizado, em que as partes consideram

...

<sup>9</sup> O dilema do prisioneiro é um dos exemplos mais conhecidos da teoria dos jogos, formulado inicialmente por Tucker em 1950. São citados dois ladrões que foram capturados e acusados do mesmo crime. O dilema consiste no fato de que as provas existentes são fracas e não são suficientes para condená-los pelo crime mais grave, exceto se os prisioneiros delatam. Não existe comunicação entre os prisioneiros e cada um deles deve escolher se entrega o comparsa ou se permanece silente. Se nenhum deles entregar o outro, ambos receberão pena de um ano. Caso contrário, se um deles confessar e o outro negar, aquele que confessou receberá pena mínima de um ano e o que negar receberá pena de 10 anos. Por fim, se ambos confessarem, ambos serão condenados a cinco anos de prisão. Nesse contexto, ao pensar no benefício próprio, o ladrão optará pela confissão e pela entrega do comparsa e, se ambos agirem dessa forma, contribuirão para alcançar o resultado que será pior para os dois (SARTINI, 2004, p. 6-7).

apenas os *payoffs* imediatos, em um jogo envolvendo várias decisões (*multiple shot game*), as partes consideram resultados futuros de suas decisões imediatas (BAIRD; GERTNER; PICKER, 1994). Nessa situação, é possível ampliar ainda mais os conhecimentos sobre o comportamento da outra parte, transformando a reputação num ativo valioso.

## 2 BUSCANDO A COOPERAÇÃO: MECANISMOS ESTÁTICOS E DINÂMICOS

Conforme mencionamos nos parágrafos anteriores, ainda que Estados e investidores estejam diante de um dilema a respeito da cooperação e, considerando que os incentivos para a expropriação são, na prática, bastante significativos, alguns mecanismos podem ser utilizados para alterar os *payoffs* e, assim, induzir a cooperação.

Kronman (1985) propõe alguns mecanismos que poderiam induzir determinados comportamentos numa situação em que as partes não estariam submetidas a um poder com força suficiente para exigir a performance, o que ele chama de “estado da natureza”. Dentre esses mecanismos, cabe destacar os *hostages* (como “reféns”) e *collaterals* (garantias *lato sensu*), que seriam tomados como espécie de garantia até que a outra parte complete sua ação. Realizada a performance, os “reféns” ou “garantias” seriam devolvidos. Tais mecanismos são utilizados com o objetivo de se alcançar uma “simultaneidade artificial”, já que as decisões são tomadas uma após a outra.

Os “reféns” são diferenciados das “garantias” porque os primeiros teriam valor apenas para aquele que os oferece, no caso o Estado, enquanto o segundo teria valor para ambas as partes. Do ponto de vista do Estado, os *payoffs* não sofrem alteração, independentemente do caso tratar de uma ou outra espécie. Entretanto, do ponto de vista do investidor, existe uma diferença: se receber uma garantia e não um “refém”, seu valor poderá ser acrescentado aos *payoffs* percebidos num caso de desapropriação, podendo mitigar e até anular as perdas percebidas (PI).

Numa situação específica, um investidor, que deve performar em primeiro lugar, pode exigir do Estado um “refém” ou “garantia” para assegurar que este cumpra sua parte no acordo, não realizando a expropriação. A garantia deve ser importante para que o Estado se sinta compelido a cooperar. A ameaça do investidor de não restituir a garantia deve ser crível. O Estado, por outro, também sabe que o investidor terá incentivos para não cumprir a ameaça porque, ao executar a garantia, não restaria mais um “refém” que pudesse compelir o Estado a cooperar.

Esses mecanismos foram utilizados no contexto da indústria petrolífera venezuelana, na primeira metade do século XX (MONALDI, 2002). O governo venezuelano já havia realizado expropriações no passado e a legislação nacional apresentava várias limitações para a exploração de petróleo por estrangeiros. Como a indústria petrolífera demanda custos iniciais praticamente irrecuperáveis, o governo precisava sinalizar uma redução dos riscos da operação para os investidores. Para incentivar o investimento estrangeiro, o governo

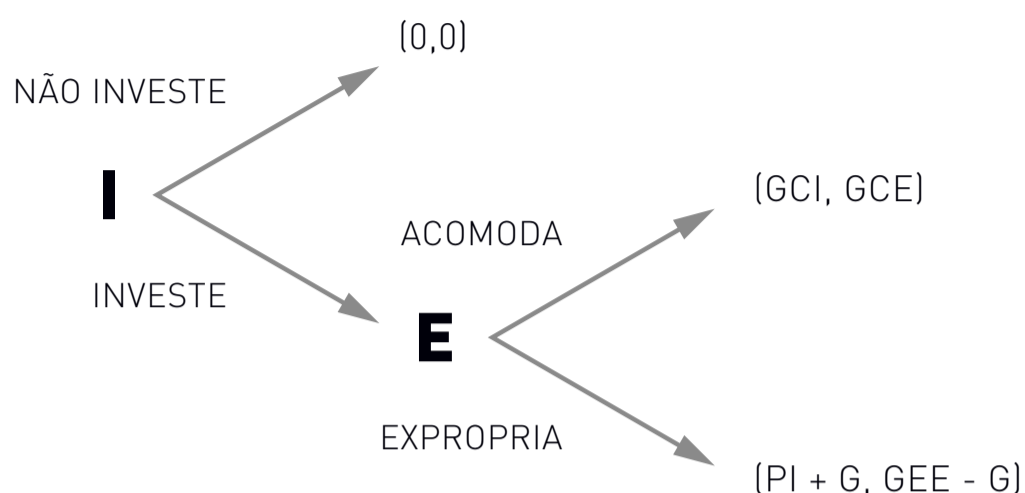


venezuelano firmou acordos com investidores, detalhando as condições para o investimento. Posteriormente, a estatal venezuelana Petróleos de Venezuela S. A. (PDVSA) concordou em compensar os investidores estrangeiros se esses acordos fossem desrespeitados pelo governo. Ativos de propriedade da PDVSA na Europa e nos Estados Unidos foram dados como garantia para eventual indenização dos investidores, ativos estes que não estavam protegidos pela imunidade estatal. Por fim, para evitar a influência governamental no judiciário local, foram previstas cláusulas de arbitragem internacional.

Nos casos em que um Estado oferece uma garantia para assegurar sua performance cooperativa, o valor a ser auferido com a expropriação sofre uma alteração porque deverá ser subtraído o valor do “refém” perdido ( $G$ ). Considerando que o valor da garantia já pertence ao Estado, vamos considerar apenas sua perda no caso da expropriação, não acrescentando esse valor aos *payoffs* do Estado, caso este coopere. A acomodação do investimento, portanto, considerará que a garantia é igual a zero, ou seja, o Estado nem irá ganhar, nem irá perder o valor da garantia. Assim, ao decidir acomodar o investimento, o Estado fará jus ao GCE. Por outro lado, se decidir expropriar o investimento, o Estado receberá uma retribuição de  $GEE - G$ . Se  $G \neq 0$ , a retribuição com a expropriação será menor do que aquela percebida inicialmente, sem a garantia. Portanto, o Estado terá menos incentivos para expropriar.

O investidor, por sua vez, terá como *payoffs* GCI ou PI, caso receba um “refém” por parte dos Estados. Suas retribuições não são alteradas já que o “refém” não tem valor para si. Contudo, se o investidor recebe uma garantia que lhe acrescente valor, perceberá GCI, caso o Estado acomode o investimento, ou  $PI + G$ , caso aconteça uma expropriação. Enquanto PI constitui um valor negativo,  $G$  constitui um valor positivo. O resultado final percebido pelo investidor poderia representar um prejuízo, caso  $PI > G$ , ou ser neutro, caso  $PI = G$ . A garantia poderia ainda ser superior aos prejuízos de uma expropriação ( $PI < G$ ), com resultados positivos para o investidor expropriado. Essa última hipótese parece difícil de acontecer, pois, se a garantia dada for superior aos investimentos, o Estado dificilmente irá expropriar. Contudo, não podemos esquecer que os cálculos de perdas do investidor envolvem ainda expectativas de ganhos futuros que deixaram de ocorrer por causa da expropriação (lucros cessantes).

## GRÁFICO 2 – INCENTIVOS (INVESTIDOR-ESTADO COM GARANTIAS)



PAYOFFS: INVESTIDOR, ESTADO.

I = INVESTIDOR

E = ESTADO RECEPTOR

GCI = GANHOS DE COOPERAÇÃO PARA O INVESTIDOR

GCE = GANHOS DE COOPERAÇÃO PARA O ESTADO

PI = PERDAS PARA O INVESTIDOR

GEE = GANHOS DO ESTADO COM A EXPROPRIAÇÃO

G = GARANTIA

Fonte: elaborado pela autora a partir de dados da pesquisa.

Além de mecanismos estabelecidos voluntariamente pelas partes, a cooperação pode ser alcançada espontaneamente pela própria repetição do jogo no tempo. A continuidade da cooperação entre Estado e investidor gera confiança entre as partes e permite que elas possam ir colhendo os benefícios dessa relação. Elas podem, inclusive, ir ajustando as expectativas relativas a ganhos futuros. O investimento é realizado inicialmente e, havendo a acomodação, o investimento é mantido e ampliado até que haja uma mudança no comportamento estatal (SASSE, 2011).

A cooperação pode ser sustentada pela interação repetida, mesmo que a relação envolva outros investidores. O comportamento estatal repetido pode gerar entre potenciais investidores a expectativa de que haverá acomodação caso realizem novos investimentos. Trata-se de um dos efeitos da reputação, que pode ser definida como “julgamento sobre o

comportamento passado de um ator usado para prever o comportamento futuro” (MILLER, 2003, p. 42).<sup>10</sup>

Essa relação, contudo, não é linear e absoluta. Nem toda ação desviante trará uma consequência equivalente à reputação de um Estado, assim como nem todo comportamento cooperativo implicará em ganhos na mesma medida. A reputação está intimamente relacionada à expectativa dos outros atores (GUZMAN, 2008). Um Estado que goza de reputação de honrar seus compromissos com investidores poderá sofrer maiores danos, caso descumpra, do que ter maiores benefícios, caso coopere. A acomodação do investimento, nesse caso, será a atitude esperada e provavelmente contribuirá apenas para manter aquela reputação. Por outro lado, a desapropriação de ativos do investidor estrangeiro poderá trazer dúvidas a respeito da atitude daquele Estado no futuro, trazendo desconfiância para os investidores.

É importante destacar que, mesmo considerando a reputação como valiosa, na prática nem todas as ações de um Estado com boa reputação podem ser consideradas cooperativas. Além disso, dado que as relações entre Estado e investidores perpassam mudanças no sistema de decisão estatal, diferentes posturas podem ser adotadas e até camufladas. Estados podem alternar suas estratégias entre acomodação e expropriação. Podem adotar um comportamento de cooperação com vistas a atrair os investimentos estrangeiros. Uma vez feitos esses investimentos, a postura pode mudar, já que, para muitos investidores, seria impossível reaver os investimentos feitos, logo, estariam mais dispostos a aceitar condições mais onerosas impostas pelo Estado.

Essa alternância nas decisões, que refletem os interesses estatais, pode ser mitigada, ainda que minimamente, pela interação das múltiplas instituições que são responsáveis pela tomada de decisão do Estado. A existência de estruturas de freios e contrapesos dentro dos Estados dificulta a mudança repentina das ações estatais, pois as decisões passam a envolver vários órgãos e indivíduos com interesses muitas vezes conflituosos. O Poder Judiciário, como guardião dos direitos individuais, poderá ser invocado pelo investidor prejudicado pelas ações estatais. Na área internacional essa situação também se observa, ainda que sua força seja menor. Instituições jurídicas, sejam elas nacionais ou internacionais, contribuem para alcançar a cooperação na área de investimentos internacionais.

O Direito altera os *payoffs* porque torna mais custoso o descumprimento das promessas estatais. O ponto principal para explicar o cumprimento das normas é o custo de violação (DUNOFF; TRATCHMAN, 1999). O custo de violação deve considerar os danos (valor a ser compensado pela quebra do compromisso) e a probabilidade das instituições envolvidas imporem o pagamento desses danos. Essa, por sua vez, seria afetada pela capacidade

...

10 No original, “a judgment about an actor’s past behavior that is used to predict future behavior”.

de (i) se identificar um comportamento ilícito, e de (ii) se provar sua existência perante o tribunal competente. Se a resultante da multiplicação das variáveis *valor* e *probabilidade* for demasiadamente baixa, o Estado terá incentivos baixos para o cumprimento das obrigações firmadas. Os tratados de investimentos com cláusulas como nação mais favorecida, tratamento nacional, tratamento justo e equitativo facilitam a identificação de comportamentos ilícitos. Além disso, a ação dos tribunais arbitrais, independentemente do aval dos Estados, torna mais fácil a condenação de Estados, com a possibilidade de execução da sentença em território distinto do Estado condenado.

### 3 BUSCANDO A COOPERAÇÃO: O DIREITO

As relações entre Estado e investidor estrangeiro são caracterizadas pela assimetria. Não existe terceiro neutro com poder suficiente para garantir que ambas as partes cooperem quando o próprio Estado é parte interessada. O Direito é um mecanismo que pode favorecer a cooperação, impondo às partes custos pelo descumprimento do avençado. O investimento estrangeiro direto conta com proteção na legislação interna da maioria dos Estados, podendo o investidor pleitear seus direitos junto ao judiciário do país receptor do investimento. Em alguns casos, os investidores podem contar também com o Direito Internacional, recorrendo a tribunais localizados fora do território do Estado receptor.

No âmbito interno, o grau de confiabilidade das instituições de um Estado, considerando aqui principalmente a independência e imparcialidade do Poder Judiciário, é variável importante a ser considerada pelos investidores. Nos casos em que não existem instrumentos internacionais de proteção aos investidores, estes podem recorrer ao Judiciário local, pleiteando a proteção da propriedade privada que é garantida em praticamente todas as constituições modernas. Esse é o caso brasileiro, em que se prevê a proteção constitucional da propriedade privada e regras específicas para a desapropriação.<sup>11</sup>

O Direito altera os *payoffs* envolvidos na relação entre Estado e investidor, reduzindo o valor que o Estado receberá pela expropriação. Nesses casos, o Poder Judiciário ou a corte arbitral irá arbitrar o valor a ser ressarcido ao investidor. Os custos da violação são alocados *ex post*, ou seja, após perpetrada a ação violadora por parte do Estado (ELKINS; GUZMAN; SIMMONS, 2006). O valor da condenação poderá, inclusive, ser superior ao

...

11 O art. 5º, XXIV da Constituição Federal prevê “a lei estabelecerá o procedimento para desapropriação por necessidade ou utilidade pública, ou por interesse social, mediante justa e prévia indenização em dinheiro, ressalvados os casos previstos nesta Constituição”. São ressalvados os casos de pagamento em títulos da dívida pública de emissão previamente aprovada pelo Senado Federal, no caso de área urbana não edificada, subutilizada ou não utilizada (art. 182, § 4º, III, CF) e pagamento em títulos da dívida agrária no caso da Reforma Agrária por interesse social (art. 184, CF).

valor dos ativos expropriados, até porque são computados, em geral, não apenas os danos emergentes, mas também os lucros cessantes. Em outras ocasiões, esse valor é ainda maior, agregado de componente punitivo, cujo objetivo é dissuadir comportamentos desviantes futuros. Os *payoffs*, nesse caso, funcionarão como a garantia discriminada no tópico anterior, entretanto, seu valor só será determinado posteriormente e dependerá do sucesso da demanda processual.

Os países receptores de investimento, em geral, possuem leis que asseguram o cumprimento dos acordos celebrados entre Estados e investidores. Contudo, o Estado receptor, nessa situação, desempenha duplo papel: é terceiro garantidor do cumprimento dos contratos e parte interessada. Essa estrutura impede que as partes alcancem um acordo ótimo. Como o investidor não pode confiar nas estruturas legais nacionais, que podem ser mudadas pela outra parte (Estado) a qualquer momento, a opção que lhe resta é recorrer ao Direito Internacional, levando seu caso a uma corte internacional independente.

Um investimento que conte apenas com as garantias previstas na legislação do Estado receptor pode facilitar a inconsistência dinâmica. Isso porque o Estado tem incentivos para mudar as regras do jogo (por exemplo, impondo tributos que havia prometido isentar), já que pode considerar que, para o investidor, será mais custoso retirar o investimento feito do que pagar os tributos aplicados (GUZMAN, 1998). Por essa razão, um acordo internacional que garanta respeito aos direitos do investidor (obrigando, por exemplo, ao cumprimento de cláusula contratual que disponha sobre facilidades tributárias), poderá ser apresentado a um tribunal internacional que poderá condenar o Estado a compensar o investidor.

Existem normas de proteção ao investidor em tratados bilaterais e multilaterais, além do chamado Direito Internacional Consuetudinário dos Investimentos (LOWENFELD, 2008). Esta última categoria gera alguma divergência quanto a sua existência e aplicabilidade. A ideia de que a apropriação de propriedade privada pelo poder público deveria ser indenizada parece ter sido compreendida como uma espécie de obrigação legal costumeira. Contudo, os movimentos de descolonização e socialização das propriedades privadas ressaltaram a máxima de que a proteção da propriedade privada deveria estar subordinada ao bem comum. Além disso, ganhou espaço a chamada “Doutrina Calvo”, que entendia que estrangeiros não deveriam ter mais direitos que os cidadãos do país receptor do investimento. Como consequência, investidores estrangeiros não poderiam obter proteção diplomática de seus Estados nem receber tratamento mais favorável (SORNARAJAH, 2010, p. 21).<sup>12</sup>

...

12 Santiago Montt (2007) analisa a evolução da doutrina Calvo e defende sua atualização. Os defensores da doutrina Calvo combatiam a ideia de que os estrangeiros deveriam ter um tratamento diferenciado, independentemente dos padrões aplicados por determinado Estado. Eles defendiam que o Estado deveria



Nesse contexto, a chamada “fórmula Hull”, que defendia um *standard* mínimo de proteção aos investidores estrangeiros, ganhou destaque. Essa fórmula foi utilizada, primeiramente, em 1930, em correspondência diplomática entre o Secretário Americano Cordell Hull e o Embaixador Mexicano nos Estados Unidos e descrevia que a compensação pela expropriação deveria ser pronta, adequada e efetiva (STERN, 2003).

Contudo, tal fórmula, juntamente com outras normas entendidas como costumeiras, foram objeto de questionamento e negação pelos países em desenvolvimento (PEDs). A Resolução da Assembleia Geral da Organização das Nações Unidas (ONU) sobre “soberania permanente sobre recursos naturais” é fruto desse momento de questionamento dos países em desenvolvimento que culminou com as propostas da Nova Ordem Econômica Internacional, também no âmbito daquela instituição.<sup>13</sup> Em razão desses questionamentos, nos parece que a proteção outorgada pelo Direito Consuetudinário dos Investimentos não seja tão efetiva. Os acordos funcionariam, nesse contexto, como um meio de estabelecer um compromisso crível entre o Estado receptor e o Estado de nacionalidade do investidor, “garantindo a manutenção das condições do investimento e padrões de tratamento e proteção do investidor internacional” (HASTREITE; WINTER, 2015, p. 289).

A incerteza dessa proteção ou a própria concorrência entre os países em desenvolvimento pelo investimento estrangeiro incentivou uma corrida pela celebração de Acordos Bilaterais ou Acordos de Promoção e Proteção de Investimentos (GUZMAN, 1998). O autor citado defende que os APPIs firmados concederam mais direitos aos investidores, que já contavam com a proteção do Direito Costumeiro. Contudo, à medida que os PEDs firmavam APPIs com países investidores, aqueles que não tinham acordos se sentiam impelidos a fazê-lo também, sob pena de perderem competitividade. A união de propósitos defendida na Assembleia Geral da ONU e nas negociações de acordos multilaterais foram minadas pelos acordos bilaterais. A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico

...

outorgar o mesmo tratamento para estrangeiros e nacionais e a licitude desse tratamento deveria ser avaliada pelas cortes locais. Para Montt, não existe uma incompatibilidade entre o tratamento isonômico previsto na doutrina e a proteção dos investidores estrangeiros por intermédio dos APPIs. A atualização demandaria que os APPIs se limitassem a reproduzir disposições legais semelhantes àquelas adotadas por países desenvolvidos, consideradas como legislação modelo por investidores estrangeiros. Adotados os padrões legais dos países desenvolvidos, os países em desenvolvimento poderiam estender essas proteções aos investidores nacionais, evitando que os APPIs se tornem privilégios dos estrangeiros.

13 A Nova Ordem Econômica Internacional foi inaugurada com as Resoluções adotadas pela Assembleia Geral da ONU na VI Sessão Especial em 1974, englobando a “Declaração sobre o Estabelecimento de Nova Ordem Econômica Internacional” e o “Programa de Ação sobre o Estabelecimento de Nova Ordem Econômica Internacional”. Essas resoluções enfatizavam a soberania dos países sobre os recursos naturais e defendiam sua livre disposição para buscar o desenvolvimento (CANÇADO TRINDADE, 1984).

(OCDE) chegou a lançar uma iniciativa para a negociação de um acordo multilateral de investimentos (MAI), porém não foi possível alcançar consenso.

Bubb e Rose-Ackerman (2007) discordam que a corrida dos países em desenvolvimento para assinar os APPIs tenha sido motivada pela concorrência e que tenha sido mais danosa para esses países do que a proteção advinda do direito costumeiro como defendido por Guzman (1998). Para esses autores, a melhor estratégia para esses países era aproveitar a recém-adquirida independência para desapropriar (como foi feito em alguns casos) e posteriormente utilizar a assinatura dos acordos de investimento como sinal de comprometimento. Essa mudança de postura teria reflexos na reputação do país, como trataremos nos parágrafos seguintes.

Os APPIs,<sup>14</sup> que na prática se preocupam quase que exclusivamente com a proteção, também são produto da escolha racional dos Estados. Nessa relação, de forma majoritária, uma das partes está mais interessada em garantir os direitos de indivíduos ou empresas que ostentam sua nacionalidade (*home State*), enquanto a outra parte objetiva mostrar-se mais atraente para os investidores do Estado contratante (*host State*). Este seria o caso de um APPI típico, celebrado entre um Estado exportador de capital e um Estado receptor de investimentos. Contudo, é claro que esses acordos podem ser firmados entre Estados exportadores de capital ou entre Estados receptores de capital, ou ainda com diferentes combinações dessas características, casos em que as motivações serão mistas, podendo prevalecer uma ou outra posição.

Cabe considerar que a submissão de controvérsias em matéria de investimentos a julgamento por instância arbitral internacional é cláusula comum nos APPIs. Além da preocupação de proteger o investidor, garantindo seu acesso a um tribunal neutro, essa previsão buscou “despolitizar” o processo, permitindo que o investidor pudesse acionar diretamente a Corte arbitral e defender seus direitos sem que fosse necessário que seu Estado encampasse sua demanda (SORNARAJAH, 2010).

Um APPI não pode ser tomado como um acordo de cooperação já que os Estados teriam razões relevantes para não cooperar. Os APPIs compreendem interesses conflitantes: uma das partes quer assegurar a proteção dos interesses de seus investidores (de não serem expropriados sem compensação financeira pronta e justa, não serem discriminados em relação aos nacionais e estrangeiros de terceiros Estados, assegurarem a remessa de capital ao

...

14 Apesar da multiplicidade de acordos assinados e suas evoluções históricas, algumas disposições são comumente encontradas nesse tipo de acordo. Costa (2010, p. 129) cita alguns princípios e cláusulas comuns nas estruturas dos APPIs, como as definições de investimento e investidor, cláusulas de nação mais favorecida e tratamento nacional, tratamento justo e equitativo, disposições sobre desapropriação e compensação, autorização para livre transferência de capitais, solução de controvérsias entre Estados e entre investidores e Estados para citar algumas.

país-sede, terem acesso a um tribunal internacional neutro, entre outros), enquanto o Estado que recebe os investimentos quer ter maior controle sobre esses ativos, submetendo as controvérsias tão somente aos órgãos competentes internos, incluindo aí o judiciário local.

Por fim, ao firmar um APPI, um Estado sinaliza aos investidores (e também ao mercado em geral) sua intenção em garantir os direitos elencados naquele instrumento, entre eles, aceitar o julgamento de suas ações, em relação àqueles investidores, por uma instância arbitral fora de seus quadros institucionais. Essa sinalização é refletida, de forma mais ou menos intensa, na reputação daquele Estado perante os investidores.

As consequências na reputação dependerão, basicamente, do quanto essa ação estatal será capaz de influenciar o comportamento desses investidores.<sup>15</sup> Por essa razão, em geral, Estados que gozam de baixa reputação, em decorrência de suas dificuldades institucionais no julgamento das lides, costumam ter ganhos mais significativos ao admitir outra jurisdição. Por outro lado, Estados que demonstram maior confiabilidade, imparcialidade e eficiência das Cortes locais costumam ter menor alteração nos *payoffs* (ELKINS; GUZMAN; SIMMONS, 2006).

Além da reputação, a reciprocidade e a retaliação são utilizadas para explicar porque os Estados observam normas de Direito Internacional. Esses mecanismos foram chamados por Guzman (2008) de *three Rs of compliance* (GUZMAN, 2008). Os três erres podem ser usados para analisar por que os Estados firmam e observam acordos internacionais de investimento e se submetem à arbitragem nesses casos (SILVA, 2015).

A violação de um acordo de investimento por um Estado pode levar ao fim da garantia de proteção aos investidores do Estado violador. Contudo, a reciprocidade exercerá pouca influência no comportamento de um Estado que não tem investidores a proteger. Considerando os fluxos de capital de países ricos para países pobres, um país que seja, precipuamente, destinatário de investimentos poderá não ser convencido a cooperar apenas pela possibilidade de ter encerrada a concessão de tratamento favorável aos ausentes investidores nacionais (SILVA, 2015).

Na retaliação, o Estado que sentiu prejudicado pelo descumprimento do acordo pode atuar ativamente, impondo sanções ao Estado violador. A imposição de sanções a um país que deixasse de proteger um estrangeiro era comum antes da popularização dos APPIs, que visavam, entre outros, despolitizar o processo. A interferência do Estado de origem foi reduzida com a limitação da proteção diplomática e a legitimidade ativa do investidor. Poderíamos,

...

15 Existem questionamentos sobre os efeitos dos APPIs na atração do capital estrangeiro. Estudos econométricos colacionados pela UNCTAD (2009) apresentam resultados divergentes, o que dificulta a conclusão sobre o quanto essa ação estatal influencia o comportamento dos investidores. O Brasil, por exemplo, seria um caso paradigmático porque o país não possui nenhum APPI em vigor e ocupa lugar de destaque entre os países que recebem investimentos estrangeiros.

talvez, argumentar que esse mecanismo tenha sido transferido para as cortes arbitrais, que, pelas condenações financeiras, contribuem para dissuadir um Estado de violar um acordo internacional (SILVA, 2015).

A proteção de investimentos via acordos internacionais tem sua eficiência questionada, em razão principalmente da falta de autoridade superior que possa garantir o cumprimento do avençado entre Estados. Apesar disso, grande parte dos Estados, motivados talvez pelo interesse em se manter atraentes aos investidores, cumpre as decisões finais dos órgãos julgadores. Os laudos emitidos por tribunais arbitrais internacionais, a exemplo do ICSID, contam com mecanismo de execução forçada que pode ter lugar em terceiros países.<sup>16</sup> Esse mecanismo pode evitar que o Estado executado realize manobras para evitar o cumprimento dos laudos. Ao decidir acomodar ou expropriar um investimento o Estado deverá considerar também os custos de uma sentença arbitral desfavorável, ainda que esses custos sejam mitigados pelas limitações decorrentes do processo de execução.

Os APPIs, interpretados e aplicados por tribunais arbitrais, têm restringido a conduta dos Estados, que fica sujeita à apreciação compulsória da arbitragem internacional. Van Harten e Loughlin (2006) consideram a arbitragem com fundamento em tratado de investimento uma espécie de Direito Administrativo Global por conta de quatro características: i) permitem que seja requerida compensação por danos; ii) permitem que os investidores processem os Estados sem exaurir recursos locais; iii) permitem que as decisões sejam executadas perante as cortes locais (sem a supervisão das cortes do país condenado); e iv) permitem que os investidores utilizem disposições de tratados que lhes sejam mais favoráveis (*fórum shopping*).

O desenvolvimento do Direito Internacional dos Investimentos traz mais confiança ao investidor de que as circunstâncias presentes no momento do investimento não serão alteradas pelo Estado anfitrião e atenderão as legítimas expectativas do investidor. Essa proteção, contudo, não pode ser absoluta a ponto de configurar um seguro para decisões equivocadas por parte do investidor, como ficou consignado no caso *Maffezzini v. Espanha* (ICSID, 2000a, § 64). Também deve ser resguardado algum espaço para o exercício do poder de regular, por parte dos Estados, sob pena de desincentivar os Estados a firmar e observar as disposições dos APPIs.<sup>17</sup>

...

16 A Convenção de Washington que criou o ICSID, de 18 de março de 1965, dispõe sobre a execução dos laudos emitidos segundo os procedimentos previstos naquela Convenção. Para os laudos emitidos pelas regras do Mecanismo Adicional do ICSID, utilizado para os casos em que apenas uma das partes é membro da instituição, é utilizada a Convenção de Nova York sobre o Reconhecimento e a Execução de Sentenças Estrangeiras, de 1958.

17 Críticas à arbitragem de investimentos são feitas por Gomez (2010).



## CONCLUSÃO

Como agentes racionais, Estados e investidores estrangeiros buscam ampliar suas retribuições, o que resulta em dificuldades de conseguir cooperação entre eles. O Estado receptor de investimentos pode considerar mais vantajoso apropriar-se dos bens do investidor, total ou parcialmente, do que esperar por retribuições futuras muitas vezes expressas em variáveis difusas como crescimento econômico, empregos, tributos. Como é agente interessado e garantidor ao mesmo tempo, o Estado tem incentivos para agir de forma inconsistente, alterando as regras em benefício próprio.

Apesar desses incentivos, é possível alcançar a cooperação entre Estados e investidores. Alguns mecanismos são utilizados para alterar os *payoffs*, tornando mais custoso para o Estado agir de forma não cooperativa. Os Estados podem conceder garantias de que cumprirão sua parte no avençado, contudo, o mais importante é que essas garantias possam ser executadas sem que haja a intervenção do Estado. Por essa razão, são depositadas em terceiros países e eventuais decisões envolvendo sua execução são delegadas a cortes neutras.

O Direito também pode ser chamado para alterar o comportamento dos agentes e induzir a cooperação. No âmbito interno, a existência de instituições fortes, principalmente um judiciário independente, contribui para aumentar a confiança dos investidores. Entretanto, pode haver uma pressão muito intensa para que o interesse estatal prevaleça ou a realização de manobras para evitar a satisfação do crédito do investidor. Esses inconvenientes poderiam ser evitados se os procedimentos fossem deslocados para esfera fora da influência do Estado.

Os investidores estrangeiros passaram a contar com proteção prevista em instrumentos do Direito Internacional. Para alguns, os investidores poderiam contar com o Direito Consuetudinário dos Investimentos. Contudo, essa discussão parece de menor importância, se considerarmos o aumento significativo tanto do número de acordos bilaterais quanto dos direitos previstos nesses acordos. Os tratados para a proteção de investimentos foram além do que se assegurava usualmente por costume e trouxeram ainda questionamentos sobre sua aplicabilidade a terceiras partes, pela interpretação de que os APPIs passariam a integrar o Direito Consuetudinário dos Investimentos.

Esses tratados contêm, em sua maioria, previsão para que a apreciação a respeito do descumprimento do acordo e a compensação do investidor sejam julgadas por um tribunal neutro, independentemente do Estado envolvido. Tribunais arbitrais *ad hoc* ou institucionalizados têm decidido várias demandas de investidores estrangeiros contra Estados, proferindo condenações vultosas.

Esse sistema ainda está longe de adquirir a neutralidade e eficiência desejáveis, mas pode ser visto como um avanço em relação à alternativa única de acesso ao judiciário do país receptor. Em alguns casos, os investidores, munidos de um laudo arbitral favorável, encontram bens estatais não sujeitos à imunidade localizados no exterior e cortes estrangeiras favoráveis à execução. Essa possibilidade deve ser adicionada aos cálculos dos *payoffs*, reduzindo os incentivos para o comportamento estatal desviante. Essas alterações nas retribuições contribuem



para que Estados e investidores alcancem cooperação. Contudo, é importante garantir que os APPIs não imponham um custo excessivo aos Estados anfitriões de forma a desestimular a assunção e manutenção desses compromissos.

## REFERÊNCIAS

AAKEN, Anne van. Opportunities for and limits to an economic analysis of international law. In: SOCIETY OF INTERNATIONAL ECONOMIC LAW (SIEL), SECOND BIENNIAL GLOBAL CONFERENCE, 2010, Barcelona, University of Barcelona. *U. of St. Gallen Law & Economics Working Paper*, 2010. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1635390](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1635390)>. Acesso em: 14 nov. 2014.

BAIRD, Douglas G.; GERTNER, Robert H.; PICKER, Randal C. *Game theory and the law*. Cambridge: Harvard University, 1994.

BUBB, Ryan. J.; ROSE-ACKERMAN, Susan. BITs and bargains: strategic aspects of bilateral and multilateral regulation of foreign investment. *International Review of Law and Economics*, v. 27, p. 291-311, 2007. Disponível em: <[https://www.researchgate.net/publication/222308835\\_BITS\\_and\\_Bargains\\_Strategic\\_Aspects\\_of\\_Bilateral\\_and\\_Multilateral\\_Regulation\\_of\\_Foreign\\_Investment](https://www.researchgate.net/publication/222308835_BITS_and_Bargains_Strategic_Aspects_of_Bilateral_and_Multilateral_Regulation_of_Foreign_Investment)>. Acesso em: 1 jul. 2016.

CANÇADO TRINDADE, Antônio Augusto. As Nações Unidas e a nova ordem econômica internacional (com atenção especial aos estados latino-americanos). *Revista de Informação Legislativa*, v. 21, n. 81, p. 213-232, jan./mar. 1984. Disponível em: <<http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/186371/000406294.pdf?sequence=4>>. Acesso em: 6 jul. 2015.

COSTA, José Augusto Fontoura. *Direito Internacional do investimento estrangeiro*. Curitiba: Juruá, 2010.

DUNOFF, Jeffrey L.; TRATCHMAN, Joel P. Economic analysis of international law. *Yale Journal of International Law*, v. 24, n. 1, p. 1-59, 1999.

ELCKINS, Zachary; GUZMAN, Andrew T.; SIMMONS, Beth A.. Competing for capital: the diffusion of bilateral investment treaties, 1960-2000. *International Organization*, v. 60, n. 4, p. 811-846, 2006. Disponível em: <[https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3017499/Simmons\\_CompetingFor.pdf?sequence=2](https://dash.harvard.edu/bitstream/handle/1/3017499/Simmons_CompetingFor.pdf?sequence=2)>. Acesso em: 29 jun. 2016.

GOMEZ, Katia Fach. *Latin America and ICSID: David versus Goliath?* Zaragoza: University of Zaragoza, 2010. Research Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1708325>>. Acesso em: 29 jun. 2015.

GUZMAN, Andrew T. Why LDCs sign treaties that hurt them: explaining the popularity of bilateral investment treaties. *Berkeley Law Scholarship Repository*, 1998. Disponível em: <<http://scholarship.law.berkeley.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1903&context=facpubs>>. Acesso em: 5 set. 2014.

\_\_\_\_\_. *How international law works: a rational choice theory*. [Versão Ipad para Kindle]. Oxford: Oxford University Press, 2008.

HASTREITER, Michele Alessandra; WINTER, Luís Alexandre Carta. Racionalidade econômica e os acordos bilaterais de investimento. *Revista Brasileira de Direito Internacional Brasília*, v. 12, n. 2, p. 283-302, 2015.

ICSID. *Emilio Agustin Maffezini v. The Kingdom of Spain*. ICSID Case n. ARB/97/7. Award, 09 nov. 2000a. Disponível em: <<http://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/ita0481.pdf>>. Acesso em: 30 jul. 2016.

\_\_\_\_\_. *Metalclad Corporation v. United Mexican States*. ICSID Case n. ARB(AF)/97/1. Award, 30 ago. 2000b. Disponível em: <<http://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/ita0510.pdf>>. Acesso em: 30 jul. 2016.

KRONMAN, Anthony. Contract law and the state of nature. *Journal of Law, Economics & Organization*, v. 1, n. 1, p. 5-32, 1985. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/764905>>. Acesso em: 13 fev. 2015.

LOWENFELD, Andreas. *International economic law*. 2. ed. Oxford: Oxford University Press, 2008.

MILLER, Gregory D. Hypothesis on reputation: alliances choices and the shadows of the past. *Security Studies*, v. 12, p. 40-78, 2003. Disponível em: <[https://www.academia.edu/2285030/Hypotheses\\_on\\_Reputation\\_Alliance\\_Choices\\_and\\_the\\_Shadow\\_of\\_the\\_Past](https://www.academia.edu/2285030/Hypotheses_on_Reputation_Alliance_Choices_and_the_Shadow_of_the_Past)>. Acesso em: 25 ago. 2014.

MONALDI, Francisco. Government commitment using external hostages: attracting foreign investment to the Venezuelan oil industry. In: ANNUAL MEETING OF THE POLITICAL SCIENCE ASSOCIATION, 2002, Massachusetts. Disponível em: <[http://convention2.allacademic.com/one/apsa/apsa02/index.php?click\\_key=1#search\\_top](http://convention2.allacademic.com/one/apsa/apsa02/index.php?click_key=1#search_top)>. Acesso em: 15 jan. 2015.

MONTT, Santiago. What international investment law and Latin American can and should demand from each other. Updating the Bello/Calvo doctrine in the BIT generation. *Res Publica Argentina*, v. 3, p. 75-106, 2007. Disponível em: <<http://www.iilj.org/gal/documents/SantiagoMontt.gal.pdf>>. Acesso em: 2 jul. 2016.

MUCHILINSKI, Peter; ORTINO, Frederico; SCHREUER, Christoph. *The Oxford handbook of international investment law*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

RIBEIRO, Gustavo; CAIADO, José Guilherme Moreno. Por que uma análise econômica do Direito Internacional Público? Desafios e perspectivas do método no Brasil. *Revista de Direito Internacional*, Brasília, v. 12, n. 2, p. 245-261, 2015.

SARTINI, Brígida Alexandre et al. Uma introdução a Teoria dos Jogos. In: BIENAL DA SBM, 2, 2004, Salvador. Universidade Federal da Bahia, 2004. Disponível em: <<http://www.uspleste.usp.br/rvicente/IntroTeoriaDosJogos.pdf>>. Acesso em: 6 maio 2014.

SASSE, Jan Peter. An economic analysis of bilateral investment treaties. [Versão Ipad para Kindle]. In: BEHRENS, P. et al. (Orgs.) *Okonomische Analyse des Rechts*. Hamburg: Gabler Verlag, 2011.

S. D. MEYERS INC v. Government of Canada. *NAFTA Arbitration under UNCITRAL Rules*. Partial Award 13 nov. 2000. Disponível em: <<http://www.italaw.com/sites/default/files/case-documents/ita0747.pdf>>. Acesso em: 30 jul. 2016.

SILVA, Ana Rachel Freitas. Por que os Estados submetem controvérsias de investimentos à arbitragem internacional. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, v. 13, n. 52, p. 9-25, 2015.

SORNARAJAH, Muthucumaraswamy. *The international law on foreign investment*. [Versão Ipad para Kindle]. 3. ed. New York: Cambridge University Press, 2010.

STERN, Brigitte. *O contencioso dos investimentos internacionais*. Tradução de Maria Eugenia Chiampi Cortez. Versão de José Ignacio Coelho Mendes Neto. Barueri: Manole, 2003.

UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. *The role of international investment agreements in attracting foreign direct investment to developing countries*. New York; Geneva: United Nations Publications, 2009. Disponível em: <[http://unctad.org/en/docs/diaeia20095\\_en.pdf](http://unctad.org/en/docs/diaeia20095_en.pdf)>. Acesso em: 8 set. 2014.

VAN HARTEN, Gus; LOUGHLIN, Martin. Investment treaty arbitration as a species of global administrative law. *The European Journal of International Law*, v. 17, n. 1, p. 121-150, 2006.

*Ana Rachel Freitas da Silva*

DOUTORANDA EM DIREITO PELO CENTRO UNIVERSITÁRIO DE  
BRASÍLIA. PESQUISADORA VISITANTE NA AMERICAN UNIVERSITY  
WASHINGTON COLLEGE OF LAW. PROCURADORA DA FAZENDA  
NACIONAL COM ATUAÇÃO NA COORDENAÇÃO GERAL DE OPERAÇÕES  
FINANCEIRAS DA UNIÃO.

*anarachel.freitas@gmail.com*