

Luis Felipe Vidal Arellano

SÉRIE

Direito Financeiro

TEORIA JURÍDICA DO CRÉDITO PÚBLICO E OPERAÇÕES ESTRUTURADAS

Empréstimos públicos, securitizações,
PPPs, garantias e outras operações
estruturadas no direito financeiro



**TEORIA JURÍDICA DO CRÉDITO PÚBLICO
E OPERAÇÕES ESTRUTURADAS**

**Empréstimos públicos, securitizações, PPPs,
garantias e outras operações estruturadas
no direito financeiro**

Blucher

LUIS FELIPE VIDAL ARELLANO

**TEORIA JURÍDICA DO CRÉDITO PÚBLICO
E OPERAÇÕES ESTRUTURADAS**

**Empréstimos públicos, securitizações, PPPs,
garantias e outras operações estruturadas
no direito financeiro**

São Paulo
2020

Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas

© 2020 Luis Felipe Vidal Arellano

Editora Edgard Blücher Ltda.

Blucher

Rua Pedroso Alvarenga, 1245, 4º andar

04531-934 – São Paulo – SP – Brasil

Tel.: 55 11 3078-5366

contato@blucher.com.br

www.blucher.com.br

Segundo Novo Acordo Ortográfico, conforme 5. ed.

do *Vocabulário Ortográfico da Língua Portuguesa*,

Academia Brasileira de Letras, março de 2009.

É proibida a reprodução total ou parcial por
quaisquer meios sem autorização escrita da Editora.

Todos os direitos reservados pela Editora
Edgard Blücher Ltda.

FICHA CATALOGRÁFICA
Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
Angélica Ilacqua CRB-8/7057

Arellano, Luis Felipe Vidal

Teoria jurídica do crédito público e operações
estruturadas : empréstimos públicos, securitizações,
PPPs, garantias e outras operações estruturadas no
direito financeiro / Luis Felipe Vidal Arellano. – São
Paulo : Blucher Open Access, 2020.

296 p.

Bibliografia

ISBN 978-65-5550-006-6 (impresso)

ISBN 978-65-5550-010-3 (eletrônico)

1. Direito. I. Título

20-03890

CDD 340

Índice para catálogo sistemático:

1. Direito

*A Luis Fernando Stella Arellano, para que sirva de inspiração;
a João Vidal e a Pedro Arellano, para que sirva de agradecimento.*

AGRADECIMENTOS

O presente livro é resultado de mais de cinco anos de pesquisas, três dos quais regularmente matriculado no Programa de Pós-Graduação *stricto sensu* em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Passado tanto tempo, muitos são os agradecimentos que devem ser feitos. São pessoas e instituições que, à sua maneira, contribuíram com a elaboração do presente trabalho.

Começo por agradecer o apoio e a orientação do Prof. Dr. Luís Fernando Massonetto, que entre o ano de 2016 e 2018 orientou o presente trabalho, contribuindo de forma decisiva para a evolução dos meus estudos por meio da sugestão de abordagens e de leituras. Agradeço também aos Professores Dr. José Roberto Afonso da Silva (FGV-RJ), Dr. Danilo Tavares da Silva (UNIFESP), Dr. Heleno Taveira Torres (FD-USP), Dr. Gabriel Lochagin (FDRP-USP) e Dr. Flávio Rubinstein (FGV-SP), que compuseram a minha banca de defesa de Doutorado, contribuindo com o aperfeiçoamento do texto final que agora se apresenta ao público.

Agradeço também aos colegas da Prefeitura do Município de São Paulo e do atual Ministério da Economia, com quem tive a honra de debater alguns dos temas tratados na presente tese e que, por meio do seu esforço pessoal, ajudam a construir os precedentes que orientam o setor público brasileiro em matéria financeira.

Por fim, agradeço à minha família, sem a qual não teria sido possível o desenvolvimento do presente livro. Agradeço aos meus pais pelo incentivo, desde às primeiras letras, à perseverança nos estudos e no trabalho. Agradeço às minhas irmãs pela parceria e, finalmente, agradeço à minha esposa Carolina e ao meu filho Luis Fernando, que me fazem querer ser uma pessoa melhor.

São Paulo, março de 2020.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABGF	Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A.
ATRICON	Associação os Membros dos Tribunais de Contas do Brasil
BCB	Banco Central do Brasil
BID/IDB	Banco Interamericano de Desenvolvimento/ <i>International Development Bank</i>
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BM/WB	Banco Mundial/ <i>World Bank</i>
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BP	Balança de Pagamentos
BRL	Real brasileiro
BtS	<i>Built to Suit</i>
CAE	Comissão de Assuntos Econômicos
CCJ	Comissão de Constituição e Justiça
CC/02	Código Civil de 2002
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CF/67	Constituição Federal de 1967
CF/88	Constituição Federal de 1988
CGF	Conselho de Gestão Fiscal
CMN	Conselho Monetário Nacional
CN	Congresso Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
EC n. 1/69	Emenda Constitucional n. 1 de 1969
ESA	<i>European System of Integrated Economic Accounts</i>
ETF	<i>Exchange Traded Funds</i>
EUROSTAT	Gabinete de Estatísticas da União Europeia
FGIE	Fundo Garantidor de Infraestrutura
FGP	Fundo Garantidor de Parcerias

•• Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas

FIDC	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios
FIDC-NP	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizado
FII	Fundo de Investimentos Imobiliários
FIP	Fundo de Investimento em Participações
FMI/IMF	Fundo Monetário Internacional/ <i>International Monetary Fund</i>
GBP	Libra esterlina
GFSM	<i>Government Finance Statistics Manual</i>
ICMS	Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços
IFAC	<i>International Federation of Accountants</i>
IPC	Instrução de Pronunciamentos Contábeis
IPSAS	<i>International Public Sector Accounting Standards</i>
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LFT	Letra Financeira do Tesouro
LI	Lei do Inquilinato
LOA	Lei Orçamentária Anual
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
LREF	Lei de Recuperação de Empresas e Falências
LSA	Lei de Sociedades Anônimas
LTN	Letra do Tesouro Nacional
MCASP	Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público
MDF	Manual de Demonstrativos Fiscais da STN
MGDD	<i>Manual on Government Deficit and Debt</i>
MP	Medida Provisória
NTN	Nota do Tesouro Nacional
PGE	Procuradoria Geral do Estado
PGFN	Procuradoria Geral da Fazenda Nacional
PGM	Procuradoria Geral do Município
PIB/GDP	Produto Interno Bruto/ <i>Gross Domestic Product</i>
PII	Posição Internacional de Investimentos
PPA	Plano Plurianual
PPP	Parcerias Público-Privadas
PRS	Projeto de Resolução do Senado
RGF	Relatório de Gestão Fiscal
SF	Senado Federal
SFN	Sistema Financeiro Nacional
SOE	<i>State Owned Enterprise</i>

SPE	Sociedade de Propósito Específico
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
TCE	Tribunal de Contas do Estado
TCM	Tribunal de Contas do Município
TCU	Tribunal de Contas da União
UE	União Europeia
USD	Dólar americano
VR	Valor Residual
VRG	Valor Residual Garantido

CRÉDITO PÚBLICO, OPERAÇÕES ESTRUTURADAS E ENDIVIDAMENTO: A PRESERVAÇÃO E A CONSTRUÇÃO DO PATRIMÔNIO PÚBLICO SOB PERSPECTIVA INTER-REGIONAL E INTERGERACIONAL

O crédito público e o endividamento estão sem dúvida entre os assuntos mais relevantes, não apenas sob o ponto de vista acadêmico, mas também e principalmente social. A gestão da dívida pública cada vez mais se destaca como uma questão central do Estado, não só no Brasil, mas em todo o mundo. Seus reflexos são sentidos em todos os aspectos da vida em sociedade, pois a atividade financeira do Estado viabiliza as políticas públicas que vão concretizar as necessidades públicas. E o papel da gestão da dívida nessa atividade financeira tem sido cada vez mais intenso.

Um assunto ainda muito pouco estudado, o que é incompreensível e injustificável, dada a dimensão de importância para a sociedade e os altos valores financeiros envolvidos.

A dívida pública é uma área do conhecimento cujos conceitos mais básicos estão em construção; sua sistematização é incipiente, o que torna seu estudo tão mais difícil quanto desafiador. E ainda, como já escrevi, “repleto de lacunas, penumbras e zonas cinzentas, pois o que se encontra é uma diversidade e complexidade nas múltiplas definições”. Em matéria de dívida pública, ainda hoje “o que mais se encontra são perguntas, e o que menos se acha são respostas”¹.

Para aprofundar-se, é necessário compreender o que é e como se compõe a dívida, o que se entende por setor público, deparando-se com uma multiplicidade de conceitos e classificações importantes para compreender o tema, e que estão em construção, o que exige especial cuidado do pesquisador para que seu trabalho seja consistente.

Um tema interdisciplinar, com forte interesse prático e extremamente atual, que envolve aspectos de Direito Financeiro, Direito Econômico, Finanças Públicas, Economia, Administração Pública, Contabilidade Pública e várias outras áreas do conhecimento. Todas com o ponto em comum de não lhe dispensarem a devida atenção. E dotado de uma complexidade que seguramente afasta aqueles que não querem enfrentar o desafio de desvendar os mistérios do que configura uma verdadeira “caixa-preta” das ciências sociais aplicadas.

E faz dele um tema de conhecimento somente de alguns, e ainda pouco transparente, cujas normas nem sempre passam pelo crivo democrático do Poder Legislativo. E ficam nas mãos desses poucos que dominam um conhecimento técnico especializado, conferindo-lhes um poder que não condiz com os princípios da administração pública. Uma importante área da administração pública que convive com um déficit democrático e de transparência incompatível com os Estados modernos.

Colocar uma luz sobre a dívida pública, permitindo que todos possam compreendê-la e participar de suas decisões, é uma obrigação dos estudiosos do tema, o que torna o conteúdo deste trabalho especialmente relevante.

¹ *Levando o Direito Financeiro a Sério*, 3. ed., São Paulo, Blucher, p. 456-8.

Não é difícil imaginar as dificuldades do autor para tratar do assunto, aventurando-se no que já foi um verdadeiro “deserto doutrinário”, para traçar sua rota sem pontos seguros de apoio e indicativos da correta direção a seguir. É preciso ter o espírito e a responsabilidade dos desbravadores, pois darão os rumos dos que seguirão pelo caminho aberto, para o que esta obra dá uma colaboração inestimável.

São razões suficientes para merecidos elogios a Luis Felipe Vidal Arellano.

Conheci-o como aluno das disciplinas de pós-graduação em Direito Financeiro na USP, e desde então pude constatar sua seriedade, competência, dedicação aos estudos e espírito de pesquisador que busca a verdade a partir do conhecimento dos fatos.

É um raro caso de estudioso desse tema e que, além de sua dedicação acadêmica, também tem há anos vivência prática na gestão da dívida pública, o que justifica ter produzido esta obra, que não só preenche uma lacuna na doutrina jurídica, mas passa a ser referência indispensável e consulta obrigatória para todos que queiram conhecer o assunto.

Sua atuação profissional, que se voltou à área da dívida pública, como Procurador do Município e nos cargos administrativos ocupados, o levaram a ter o privilégio de atuar diretamente com o objeto de seu estudo, conferindo-lhe uma experiência ímpar em poder aliar a teoria com a realidade.

Com todas essas qualificações, não se poderia esperar outra coisa senão uma obra que, a partir de seus estudos para obter o mais que merecido título de doutor pela Faculdade de Direito da USP, puderam resultar neste livro, que enriquece a tão escassa bibliografia sobre a dívida pública.

Uma obra que se torna completa, pois expõe as principais questões envolvendo o endividamento público, com suas bases teóricas, contextualizando seu papel no desenvolvimento econômico, as dificuldades federativas e de equilíbrio intergeracional, permitindo que o tema central seja abordado com sólidos fundamentos.

Enfrentar o tema da intergeracionalidade, presente no objeto de sua pesquisa, exige redobrados cuidados para fazer respeitar a justiça entre gerações, uma vez que o proveito da geração atual poderá ser pago pela geração futura, aspecto tratado na tese com percuciência.

Vê-se que o autor se preocupa em esclarecer e aprofundar a análise dessas e de muitas outras questões sobre as quais se debruçam aqueles que se dedicam a estudar a dívida pública, e certamente terão de continuar a fazê-lo, pois, como já ressaltado, são conceitos em construção – mas que agora já têm mais uma valiosa contribuição para os estudiosos do assunto.

E que se mostram importantes para dar sustentação às ideias que se desenvolveram para a questão central, ao tratar das operações estruturadas.

Ao focar nas operações estruturadas, a complexidade do tema aumenta, pois estas, como ressalta o autor, não se limitam a operações de crédito, mas a um conjunto de operações que as incluem, abrangendo aspectos mais amplos de contratação e organização do setor público para atingir seus objetivos. E que não se subsomem facilmente ao regime de direito público, dada a intensa articulação com institutos de direito privado.

Já se pode deixar de ver a dívida pública e seus desdobramentos como um deserto doutrinário. Às poucas obras que tratam do assunto agrega-se esta que o leitor terá a seguir e que é prova disso, ao acrescentar valiosos conhecimentos e reflexões que colaboram para o aperfeiçoamento e a evolução da doutrina. Que venham mais obras com essa qualidade.

José Mauricio Conti

Professor da Faculdade de Direito da USP.

Livre-docente em Direito Financeiro.

A obra que o leitor tem em mãos é o resultado da tese de doutorado defendida pelo autor no ano de 2019. O trabalho, então intitulado *Crédito público, operações estruturadas e endividamento*: a preservação e a construção do patrimônio público sob perspectiva inter-regional e intergeracional, foi escrutinado meticulosamente em banca pública com várias horas de duração. Ao final do exaustivo trabalho, o então candidato foi aprovado e recebeu o honroso título de doutor em direito pela sua *alma mater* – a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

Conheci o autor na administração pública. À época, como Secretário de Negócios Jurídicos do Município, fui apresentado, sem surpresa, a servidores públicos extraordinários. Como o tempo cronológico de quem está à frente da máquina pública possui algumas peculiaridades, vou dizer que conheci o autor no longínquo ano de 2013. Luís Felipe era então um jovem auditor fiscal da Secretaria de Finanças e logo ocuparia posições relevantes na administração da cidade. Posteriormente, aprovado por concurso público, Luís Felipe mudaria de carreira, tornando-se procurador municipal.

A trajetória do autor no serviço público precisa ser destacada não apenas por revelar o brilhantismo da sua atuação junto ao Estado, mas principalmente por ser a base de experiência a partir da qual ele analisa o direito financeiro brasileiro e suas recentes transformações. Sem desvalorizar outros percursos acadêmicos, muito menos reivindicar um lugar de fala da reflexão jurídica, a presente obra revela a necessidade de maior diversidade na pesquisa jurídica, especialmente no campo do direito e das finanças públicas. Há muito existe uma lacuna no direito público brasileiro a ser preenchida por quem diariamente lida com os problemas do Estado, a partir da óptica da administração pública.

O direito financeiro é um subsistema normativo que foi profundamente modificado nas últimas décadas. A multiplicação de produtos financeiros privados que marca a dominância das finanças na regulação da economia impactou as finanças públicas, com o entrelaçamento progressivo do mundo financeiro e suas técnicas específicas de gestão, distribuição de riscos, transparência e controle. O crescimento das chamadas “operações estruturadas”, objeto da investigação do presente trabalho, e seus impactos sobre o endividamento público estão na ordem do dia, desafiando o federalismo fiscal, a relação entre o direito orçamentário e o direito patrimonial e tornando mais complexa a contabilidade pública.

Conhecedor da execução orçamentária e, sobretudo, da gestão do tesouro municipal, o autor aborda com precisão questões que são de difícil apreensão para quem está distante dos problemas concretos das finanças municipais. Tal precisão faz do trabalho ora publicado uma reflexão obrigatória para a compreensão de questões como o endividamento e as decisões financeiras de longo prazo, o tratamento jurídico das dívidas e operações de crédito público e, por fim, as operações estruturadas no setor público, com destaque para as operações de securitização de créditos públicos, a constituição de fundos de investimentos, além dos modernos contratos *built to suit*, esquemas *sell and lease back*, estruturas de *project finance* e PPP.

•• *Teoria jurídica do crédito público e operações estruturadas*

Neste sentido, não tenho dúvidas de que a tese do autor é um marco nas reflexões sobre o que há algum tempo chamei, talvez com imprecisão, de um possível novo paradigma do direito financeiro. Que não se basta mais como uma dimensão jurídica da contabilidade pública, muito menos como uma promessa de materialização, viabilizado por certo fetiche do planejamento, do nosso Estado social inconcluso. O que o leitor tem em mãos é um convite para examinar a dinâmica do financiamento do Estado, que entrelaça a dimensão jurídica das finanças públicas com a expansão dos instrumentos financeiros privados e as possibilidades de conexão estrutural de outras racionalidades de financiamento, seja por meio de instituições financeiras (públicas ou privadas), seja por meio do mercado de capitais.

São Paulo, 11 de maio de 2020. Quarentena.

Luis Fernando Massonetto

Professor-doutor da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo,
vinculado ao Departamento de Direito Econômico, Financeiro e Tributário.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	9
APRESENTAÇÃO	13
PREFÁCIO	15
INTRODUÇÃO.....	19
1 ENDIVIDAMENTO E DECISÕES FINANCEIRAS DE LONGO PRAZO	23
1.1 Desenvolvimento, financeirização e investimentos públicos.....	23
1.1.1 Elementos das teorias do desenvolvimento e endividamento público	23
1.1.2 A limitação brasileira de capitais e a estratégia de crescimento com	
endividamento.....	31
1.1.3 A mundialização financeira e seus impactos sobre a superação do	
subdesenvolvimento.....	36
1.2 Déficit fiscal e dívida pública.....	48
1.2.1 A dinâmica da dívida pública.....	48
1.2.2 Déficit público e formas de mensuração	62
1.3 Aspectos político-institucionais e justiça inter-regional na dinâmica do	
endividamento.....	79
1.3.1 A “tragédia dos comuns” e a competição federativa.....	79
1.3.2 Descentralização e equilíbrio federativo	87
1.3.3 Controle nacional do endividamento	94
1.4 Aspectos político-institucionais e justiça intergeracional na dinâmica do	
endividamento.....	104
1.4.1 O problema da representação das futuras gerações. Existe um	
princípio de equilíbrio intergeracional?.....	104
1.4.2 O mecanismo de deslocamento dos gastos pelo endividamento	
e a competição intergeracional.....	115

2 TRATAMENTO JURÍDICO DAS DÍVIDAS E OPERAÇÕES DE CRÉDITO PÚBLICO: ELEMENTOS, ATRIBUTOS CONSTITUIDORES E A NECESSIDADE DE PRECISA DEFINIÇÃO	121
2.1 O controle do crédito público na Constituição.....	121
2.1.1 A fixação de competências pela Constituição de 1988.....	121
2.1.2 O não pagamento da dívida: efeitos consequências econômicas, políticas e jurídicas.....	124
2.2 Os limites e condições ao endividamento público nas resoluções do Senado Federal.....	134
2.2.1 O exercício da competência privativa pelo Senado.....	134
2.2.2 Limites e condições ao montante da dívida consolidada e às operações de crédito	137
2.2.3 Autorização para crédito externo.....	147
2.3 Equilíbrio fiscal, endividamento e operações de crédito na Lei Complementar n. 101/2000.....	154
2.3.1 Mecanismos de estabilização fiscal e a lei de responsabilidade fiscal brasileira	154
2.3.2 Endividamento e operações de crédito: proposta de conceito doutrinário	164
3 OPERAÇÕES ESTRUTURADAS: CONCEITO, OPORTUNIDADES E IMPACTOS NAS FINANÇAS PÚBLICAS.....	181
3.1 Proposta de conceito de operações estruturadas para o Direito Financeiro	181
3.2 Operações estruturadas no setor público e impactos fiscais.....	186
3.2.1 Operações envolvendo empresas estatais.....	186
3.2.2 Operações de securitização de créditos públicos.....	200
3.2.3 Constituição de fundos de investimentos e fundos públicos especiais.....	225
3.2.4 Contratos <i>built to suit</i> e esquemas <i>sell and lease back</i>	237
3.2.5 <i>Project finance</i> e PPPs.....	245
3.2.6 Concessão de garantias.....	268
CONCLUSÕES.....	281
REFERÊNCIAS.....	283

INTRODUÇÃO

"If I owe you a pound, I have a problem; but if I owe you a million, the problem is yours."

John Maynard Keynes

"Blessed are the young, for they shall inherit the national debt."

Herbert Hoover

"As glórias de empréstimo, se não valem tanto como as de plena propriedade, merecem sempre algumas mostras de simpatia."

Machado de Assis

O Estado não é uma entidade estática, apresentando-se em constante evolução juntamente à sociedade da qual é produto. Sendo assim, também a atividade financeira do Estado se modifica no tempo, adquirindo novas características. No centro desta atividade, intimamente relacionada à própria formação do Estado, está a ideia de dívida pública.

Ora vista como algo a ser evitado, ora como a solução definitiva para o desenvolvimento econômico, a dívida pública é tema de controvérsias em todo o mundo, fazendo parte da história de todos os países. Parte da polêmica está relacionada à ideia de que a dívida se apresenta como instrumento para o deslocamento no tempo e no espaço dos custos dos gastos públicos, provocando discussão a respeito da justiça entre gerações e dos custos do deslocamento de certos gastos no tempo.

O endividamento público pode ter diversas origens, resultando de um comprometimento, jurídico ou não, de riqueza futura de um povo. Se, por um lado, a doutrina jurídica está relativamente acostumada a tratar do tema sob a ótica das operações de crédito, o mesmo não é verdade quanto ao que chamamos no presente trabalho de "operações estruturadas", as quais podemos definir, em uma primeira aproximação do tema, como negócios jurídicos complexos, por meio dos quais o Estado mobiliza capitais, gerando conse-

quências econômicas de longo prazo para o patrimônio público. Entre as operações estruturadas, destacamos no presente trabalho as operações de securitização, as parcerias público-privadas, a constituição de fundos de investimento públicos, a realização de operações por meio da constituição de empresas estatais, as operações de locação por encomenda e as operações de arrendamento mercantil.

É esse, portanto, o tema a ser estudado no presente livro, estudo esse que se faz sob a influência do seguinte conjunto de perguntas:

- Quais os limites do conceito jurídico de operação de crédito em face das operações financeiras estruturadas?
- Qual a relação do conceito jurídico de operação de crédito com a ideia de justiça entre gerações e entre populações de diferentes regiões em uma federação como o Brasil?
- A legislação brasileira leva em consideração as distinções ontológicas entre empréstimos públicos puros e operações financeiras estruturadas para fins de aplicação de limites de endividamento e monitoramento dos custos sobre as gerações futuras de decisões de gastos passados?
- Quais os pressupostos que devem estar presentes para que o Poder Público possa recorrer a operações estruturadas como meio de financiamento da ação do Estado e sob quais condições essas operações devem observar limites ao endividamento público?

Busca-se responder a essas perguntas a partir de uma análise que, ao mesmo tempo em que aceita a natureza interdisciplinar do tema, preserva a natureza jurídica da pesquisa, diferenciando-se de trabalhos voltados à questão do endividamento público nas áreas de Economia e de Ciências Contábeis.

Com essa finalidade, organizamos o trabalho em três capítulos, de maneira a conferir maior racionalidade para a apresentação do tema. No primeiro, encontra-se a discussão de ordem econômica sobre o crédito público, estabelecendo-se de forma crítica os conceitos e o cenário fundamentais para o desenvolvimento da tese nos capítulos seguintes, e de ordem jusfilosófica sobre os princípios de justiça intergeracional e inter-regional.

Na análise das diversas teorias econômicas que circundam o tema, buscamos o tanto quanto possível apresentar de forma objetiva as visões existentes na literatura, de maneira a mais bem situar a discussão jurídica, livre de preconceitos de qualquer natureza. Se é verdade que a solução dos problemas dos países em desenvolvimento deve ser formulada a partir de um diagnóstico próprio, sem subserviência às ideias elaboradas no contexto dos países centrais, também é verdade, como salienta Raúl Prebisch, que a ignorância quanto às teorias econômicas existentes, por mais que constituídas em contextos diferentes dos nossos, não contribui com o avanço do conhecimento econômico necessário à superação da condição de subdesenvolvimento dos países periféricos¹.

¹ PREBISCH, Raúl. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais, p. 80: “Difícilmente se poderia pretender, na verdade, que os economistas dos grandes países, empenhados em gravíssimos problemas próprios, viessem a dedicar sua atenção preferencialmente ao

No segundo capítulo, encontra-se a discussão específica sobre o direito positivo brasileiro, tanto em âmbito constitucional como infraconstitucional, apresentando os atores políticos e também jurídicos e suas competências no processo de autorização e implementação do recurso ao crédito público. Ainda neste capítulo, propomos um conceito doutrinário de operações de crédito a partir da legislação nacional, que será utilizado em confronto à tipologia de operações estruturadas, de maneira a permitir ora aproximar, ora distinguir tais operações.

No terceiro e último capítulo, parte-se para a análise detalhada da ideia de operações estruturadas, iniciando-se pela proposição de uma definição para a expressão. A partir de então, segue o capítulo com a avaliação de diferentes espécies de operações estruturadas, optando-se por analisar aquelas que, com maior frequência, têm sido encontradas na prática dos entes estatais no Brasil e no exterior, tais como as que envolvem a utilização de empresas estatais, a constituição de fundos de investimentos, a concessão de garantias a projetos, a securitização de recebíveis e as que tratam de parcerias público-privadas.

Em todo o trabalho, o dilema existente entre o endividamento público e os interesses possivelmente conflitantes entre gerações e populações de diferentes regiões é analisado diante das soluções jurídicas existentes no ordenamento nacional. Ao mesmo tempo, busca-se demonstrar o fato de que a interpretação a ser dada às regras financeiras existentes não pode conduzir à produção de empecilhos ao cumprimento pelo Estado de sua missão constitucional, retirando-lhe a possibilidade de utilização de instrumentos financeiros que podem servir ao atingimento mais eficaz de objetivos constitucionalmente fixados.

Por se tratar de tema com pontos de contato não só com a Economia, mas também com as Ciências Contábeis, faz-se necessário um alerta antes de prosseguir. Os objetivos da Contabilidade não coincidem com os objetivos do Direito. A Contabilidade é o conjunto de conhecimentos e técnicas voltados ao registro de fatos com impacto sobre o patrimônio de uma organização. Seu interesse principal é na geração de informações, por meio de relatórios, que reflitam da maneira mais fiel possível o valor do patrimônio da organização em todas as suas componentes.

O Direito, por sua vez, tem como um de seus valores fundamentais a ideia de segurança e de estabilização das expectativas na sociedade, visando à pacificação dos conflitos. Nesse contexto, embora se trate de ramos do conhecimento que, com frequência, se cruzam, não é correto, do ponto de vista metodológico, pretender extrair de procedimentos contábeis consequências definitivas em matéria jurídica. Esse equívoco, muito comum na área do Direito Financeiro, Comercial, Econômico e Tributário, tende a conduzir a conclusões juridicamente equivocadas, baseadas em uma petição de princípio (*petitio principii*).

estudo dos nossos. Compete primordialmente aos próprios economistas latino-americanos o conhecimento da realidade econômica da América Latina. Somente se viermos a explicá-la racionalmente e com objetividade científica é que será possível obtermos fórmulas eficazes de ação prática.

Nem por isso se deve entender, todavia, que esse propósito seja movido por um particularismo excludente. Pelo contrário, só será possível realizá-lo mediante um sólido conhecimento das teorias elaboradas nos grandes países, com sua grande profusão de verdades comuns. Não se deve confundir o conhecimento ponderado do que é do outro com uma submissão mental às ideias alheias, submissão esta de que estamos muito lentamente aprendendo a nos livrar.”

Entendemos necessário tal alerta, pois, em nossa pesquisa para a preparação do presente livro, observamos que parte das dificuldades encontradas pelos administradores públicos, órgãos de controle e comentadores para a identificação dos efeitos jurídicos de determinadas operações estruturadas decorre da frequente confusão entre normas e práticas da atividade contábil e normas jurídicas. Sem essa adequada distinção, não se mostra possível a missão da identificação do fenômeno das operações estruturadas do ponto de vista jurídico, bem como a identificação do conjunto de normas aplicáveis a essas operações.

Por fim, entendemos ser incorreta a apresentação do problema da dívida como um conflito entre as instituições financeiras credoras e os devedores. Isto, pois as instituições financeiras, sejam elas bancos, fundos de investimento, seguradoras ou outras instituições investidoras, são organizações intermediárias dos verdadeiros credores, quais sejam, os indivíduos depositantes, poupadores ou segurados².

Nesse contexto, a decisão jurídica a respeito de quais interesses privilegiar em uma situação de estresse da dívida pública (os do Estado devedor ou os dos credores) não se mostra como uma escolha simples entre privilegiar o interesse público ou o interesse privado da instituição financeira credora, e sim como uma decisão de alocação justa de recursos entre diferentes grupos de indivíduos, decisão, portanto, que envolve o cerne do que se pretende chamar de “jurídico”.

Diante disso, pensamos ser inescusável a pouca atenção que a doutrina jurídica, sobretudo a brasileira, vem dando ao tema do endividamento público, fazendo parecer ora se tratar de um tema exclusivamente econômico, ora de um tema de menor importância diante da discussão relativa à tributação. Pretendemos, assim, por meio da presente tese, contribuir para o desenvolvimento do tema na ciência jurídica brasileira, por meio de análise específica do endividamento público nas operações estruturadas e o seu impacto sobre a preservação e a construção do patrimônio público sob uma perspectiva inter-regional e intergeracional.

² WOOD, Philip R. *Law and practice of international finance*, p. 12: “Financial institutions are essentially intermediaries. They are in substance conduits through which money passes from depositor to borrower. The real creditor is ultimately the depositor – there is an ultimate see-through to individuals who place their money in banks or who own shares in companies which do so. This is also true for bonds and shares if one sees through the institutions, pension funds and the like who are holders, to the ultimate beneficiaries – individuals. Thus individuals may be: (1) depositors with the main creditors (banks) or (2) shareholders in the main debtors (companies). Sovereign states are also large creditors and debtors. Hence the real conflicts expressed in financial law are ultimately not between nominal creditors and debtors but between the groups of people ultimately interested in the nominal creditors and debtors.”

ENDIVIDAMENTO E DECISÕES FINANCEIRAS DE LONGO PRAZO

1.1 DESENVOLVIMENTO, FINANCEIRIZAÇÃO E INVESTIMENTOS PÚBLICOS

1.1.1 Elementos das teorias do desenvolvimento e endividamento público

A teoria econômica do desenvolvimento evoluiu ao longo do século XX no sentido de considerar o processo de desenvolvimento como o processo de transformação da estrutura socioeconômica que permite a elevação da produtividade da economia, melhorando a qualidade de vida da população³. No entendimento de Joseph Schumpeter, um dos precursores da ideia de desenvolvimento econômico como um processo interno do capitalismo⁴, essa transformação ocorre mediante a conjugação de três elementos: i) a inovação; ii) o crédito bancário gerador de poder de compra; e, iii) o agente transformador⁵.

Schumpeter, embora sublinhe a centralidade de outros aspectos para o desenvolvimento, tais como o surgimento de novas técnicas, produtos e mercados, não descarta o papel desempenhado pela acumulação de capitais⁶ e, principalmente, o papel desempe-

³ Sobre o tema, ver VINER, Jacob, *A economia do desenvolvimento*, p. 48: “5. Uma definição mais adequada de país subdesenvolvido é a que diz tratar-se de um país que tem boas perspectivas em potencial de utilizar mais capital, mais mão de obra ou mais recursos naturais, ou as três coisas ao mesmo tempo, a fim de elevar o nível de vida de sua população atual ou, caso seu nível de renda *per capita* já seja elevado, de manter uma população maior com um nível de vida não inferior.”

⁴ SCHUMPETER, Joseph A. *The theory of economic development*, p. 64: “(...) Development in our sense is a distinct phenomenon, entirely foreign to what may be observed in the circular flow or in the tendency towards equilibrium. It is spontaneous and discontinuous change in the channels of the flow, disturbance of equilibrium, which forever alters and displaces the equilibrium state previously existing. Our theory of development is nothing but a treatment of this phenomenon and the processes incident to it.”

⁵ SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, *passim*.

⁶ SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, p. 68: “(...) That rudiment of a pure economic theory of development which is implied in the traditional doctrine of the formation of capital always refers merely to sa-

nhado pelo crédito para o processo de desenvolvimento⁷, especialmente o crédito de natureza bancária, em razão da possibilidade de criação de moeda escritural pelos bancos, por meio de sua atividade creditícia⁸.

A acumulação de capitais⁹ é parte essencial do processo de desenvolvimento¹⁰, na medida em que permite o incremento de produtividade da economia¹¹. Historicamente,

ving and to the investment of the small yearly increase attributable to it. In this it asserts nothing false, but it entirely overlooks much more essential things. The slow and continuous increase in time of the national supply of productive means and of savings is obviously an important factor in explaining the course of economic history through the centuries, but it is completely overshadowed by the fact that development consists primarily in employing existing resources in a different way, in doing new things with them, irrespective of whether those resources increase or not. In the treatment of shorter epochs, moreover this is even true in a more tangible sense. Different methods of employment, and not saving and increases in the available quantity of labor, have changed the face of the economic world in the last fifty years. The increase of population especially, but also of the sources from which savings can be made, was first made possible in large measure through the different employment of the then existing means.”

⁷ SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, p. 70: “(...) For it is as clear a priori as it is established historically that credit is primarily necessary to new combinations and that it is from these that it forces its way into the circular flow. (...)” E na página 71: (...) the problem of detaching productive means (already employed somewhere) from the circular flow and allotting them to new combinations. This is done by credit, by means of which one who wishes to carry out new combinations outbids the producers in the circular flow in the market for the required means of production. (...)”

⁸ SCHUMPETER, Joseph A. *Op. cit.*, p. 72-3. E na página 107: “In this sense, therefore, we define the kernel of the credit phenomenon in the following manner: credit is essentially the creation of purchasing power for the purpose of transferring it to the entrepreneur, but not simply the transfer of existing purchasing power. The creation of purchasing power characterises, in principle, the method by which development is carried out in a system with private property and division of labor. By credit, entrepreneurs are given access to the social stream of goods before they have acquired the normal claim to it. It temporarily substitutes, as it were, a fiction of this claim for the claim itself. Granting credit in this sense operates as an order on the economic system to accommodate itself to the purposes of the entrepreneurs, as an order on the goods which he needs: it means entrusting him with productive forces. It is only thus that economic development could arise from the mere circular flow in perfect equilibrium. And this function constitutes the keystone of the modern credit structure.”

⁹ Na teoria de Joseph Schumpeter (*Op. cit.*, p. 116), o conceito de capital é explicado como “... *nothing but the lever by which the entrepreneur subjects to his control the concrete goods which he needs, nothing but a means of diverting the factors of productions to new uses, or of dictating a new direction to production.* This is the only function of capital, and by it the place of capital in the economic organism is completely characterised.” (*itálico* no original) E mais uma vez o conceito é resumido na página 122: “We shall define capital, then, as that sum of means of payment which is available at any moment for transference to entrepreneurs.

¹⁰ LEWIS, W. A. O desenvolvimento econômico com oferta ilimitada de mão-de-obra, pp. 428-9: “O problema central na teoria do desenvolvimento econômico é compreender o processo pelo qual uma comunidade que anteriormente não poupava nem investia mais de 4% ou 5% de sua renda nacional e ainda menos se transforma numa economia em que a poupança voluntária se situa por volta de 12% ou 15% da renda nacional ou mais. Esse é o problema central porque o fator principal do desenvolvimento econômico é a acumulação rápida do capital (incluído no capital os conhecimentos e as capacitações). Não se pode explicar nenhuma revolução ‘industrial’ (como pretendem fazer os historiadores econômicos) enquanto não se explique por que houve um relativo aumento da poupança em relação à renda nacional.”

¹¹ Neste cenário reforça-se o papel da poupança BALEEIRO, Aliomar. *Op. cit.*, p. 76: “Como a formação de capital é condição *sine qua non* de desenvolvimento, dado que este pressupõe investimentos cada vez

esse acúmulo de capitais pode ocorrer a partir de atividades econômicas específicas, espraçando-se posteriormente a outras atividades¹². Pode ainda a formação inicial de capitais ocorrer por meio de transferência de capitais e rendas externos, normalmente via exportações, ou por meio do recurso ao crédito externo, seja na forma de empréstimos, seja na forma de investimentos¹³.

Com relação ao crédito externo, este se apresenta como mecanismo para que um Estado possa se socorrer da poupança externa de maneira a desenvolver a infraestrutura econômica e social necessária ao desenvolvimento¹⁴. Isto é especialmente relevante no caso

maiores, a Política Fiscal deverá ser orientada no sentido de incentivar a poupança, o autofinanciamento e a entrada de capitais estrangeiros.”

- ¹² BALEEIRO, Aliomar. *Op. cit.*, p. 68: “Os Estados Unidos formaram capitais, em parte, por empréstimos estrangeiros, mas sobretudo poupando parte considerável das rendas provenientes da produção primária, e só quando este setor ficou saturado de investimentos foi que eles se dirigiram substancialmente para as indústrias. Essa observação de Brozen coincide com o que se passou e ainda se passa no Brasil, onde a indústria paulista se levantou sobre os alicerces das poupanças possibilitadas pelas grandes safras e altos preços do café, quer para os fazendeiros, quer para os exportadores.”
- ¹³ PREBISCH, Raúl. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais, p. 77: “Naturalmente, para formar o capital necessário à industrialização e ao progresso técnico da agricultura, não parece indispensável refrear o consumo das grandes massas, que em geral é extremamente baixo. Além da poupança atual, seria possível que investimentos estrangeiros bem encaminhados contribuíssem para o aumento imediato da produtividade por trabalhador. Assim, atingida essa melhora inicial, uma parte importante do aumento da produção serviria para a formação de capitais, em vez de se destinar a um consumo prematuro.” Contudo, sem uma economia capaz de obter divisas por meio de exportações, o acesso ao crédito externo, seja na forma de empréstimos e financiamentos, seja na forma de investimentos diretos ou em portfólio, torna-se reduzido, em razão da baixa probabilidade de que o país venha a possuir, no momento do vencimento de sua dívida ou no momento de pagamento dos rendimentos do capital estrangeiro no país, divisas suficientes para honrar tais pagamentos. Na mesma linha vai o próprio Prebisch (*Op. cit.*, p. 115): “Enquanto se resolver o problema fundamental do comércio exterior, será preciso providenciar para que as inversões de capital em dólares, se não for possível aplicá-las no desenvolvimento das exportações nessa mesma moeda, sejam empregadas para reduzir, direta ou indiretamente, as importações em dólares, a fim de facilitar o futuro pagamento dos serviços correspondentes.” Ademais, conforme descrito pelo modelo de dois hiatos, a necessidade de importação de bens de capital, proporcionada pelo processo de desenvolvimento tende a pressionar a balança de pagamentos, resultado em investimento abaixo do que seria o investimento potencial considerando-se a poupança interna. Sobre o modelo de dois hiatos, ver CHENERY, H.; BRUNO, M. *Development alternatives in an open economy: the case of Israel, passim*. Para uma crítica do modelo no caso brasileiro, ver SERRANO, Franklin; SOUZA, Luiz Daniel Willcox. *O modelo de dois hiatos e o supermultiplicador, passim*.
- ¹⁴ DA ROCHA, Dinir Salvador Rios. *Contrato de empréstimo internacional*, p. 22: “Muito se discutiu acerca da função e importância do crédito na economia em geral. Neste sentido, uma das fontes de divisas para economias em países em desenvolvimento e subdesenvolvidos têm sido os empréstimos internacionais, principalmente devido ao fato de que tais países não têm uma taxa de poupança interna adequada que possibilite financiar projetos sociais ou de infraestrutura. Basicamente, os fundamentos macroeconômicos de um país assentam-se na poupança interna (quanto maior, melhor), divisas em moedas fortes (adquiridas mediante investimentos estrangeiros, balanço de pagamentos positivo, internalização de capital advindo de empréstimos etc.) e baixo déficit público. Como os países subdesenvolvidos e alguns em desenvolvimento, em sua grande maioria, não possuem sólidos fundamentos macroeconômicos, qualquer fonte de divisas em moedas fortes torna-se muito importante e os empréstimos internacionais constituem-se em relevantes fontes de divisas para tais países”;

de países que não passaram de maneira completa por fase de acumulação de capital suficiente para a sustentação do crescimento econômico no longo prazo.

O risco do endividamento externo, porém, consiste na necessidade de geração de divisas no futuro para o pagamento dos serviços dessa dívida. Nesse cenário, quando os recursos mobilizados do exterior não são aplicados em investimentos produtivos, geradores de capacidade adicional interna de produção, reduzindo a necessidade de importações e ampliando a capacidade de oferta de bens para exportação, as probabilidades de dependência externa, com o risco de crises no balanço de pagamentos tornam-se maiores¹⁵.

Segundo lição de Arthur Lewis¹⁶, seguida por grande parte da literatura econômica do desenvolvimento, a transformação da estrutura socioeconômica dada pela industrialização ocorre com frequência a partir do emprego dos capitais excedentes de setores tradicionais agrícolas e do emprego da mão de obra “ilimitada” nestes setores, cuja produtividade é baixa ou nula.

Neste contexto, estabelecida a centralidade do processo de acumulação de capitais e do crédito público para o desenvolvimento, a polêmica que se instaura consiste em identificar o papel que deve ser exercido pelo Estado nesse processo¹⁷. Partindo-se da ideia de que a in-

Ver também BALEEIRO, Aliomar. *Op. cit.*, pp. 76-7: “Ao lado da formação de capitais pela poupança interna, um país pode acelerar seu desenvolvimento pela importação de fundos estrangeiros, quer sob a forma de empréstimos ao Estado ou a empresas privadas, quer sob a modalidade de investimentos diretos, associação de fundos estrangeiros com firmas nacionais etc. Grande parte da expansão brasileira, desde a independência até a Primeira Grande Guerra, proveio de uma corrente de empréstimos ao Tesouro Imperial, as províncias e até aos municípios, além de investimentos ferroviários, portuários etc., sob a forma de concessões, às vezes com garantia de juros, outras com cláusula de revisão etc.”

¹⁵ PREBISCH, Raúl. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais, p. 75: “Ninguém discute que o desenvolvimento econômico de certos países da América Latina e sua rápida assimilação da técnica moderna, em tudo o que lhes possa ser proveitoso, dependem em alto grau dos investimentos estrangeiros. Esse problema não é nada simples, por todas as implicações que contém. Entre seus fatores negativos, convém lembrar, antes de mais nada, o descumprimento dos serviços financeiros durante a grande depressão dos anos 1930. É opinião geral que isso não deve repetir-se. Encontramos aí a mesma raiz do problema anterior. Os serviços financeiros dessas inversões de capital, quando não se efetuam outras para compensá-los, têm que ser pagos com exportações na mesma moeda; e, quando estas não crescem correlativamente, surge, no correr do tempo, o mesmo tipo de dificuldades, sobretudo quando as exportações sofrem uma queda violenta, como sucedeu naquela época. Por isso, e enquanto não se chega à referida solução fundamental, cabe indagar se não seria prudente orientar os investimentos para aplicações produtivas que, ao reduzirem direta ou indiretamente as importações em dólares, permitam atender regularmente aos serviços financeiros.”

¹⁶ LEWIS, W. A. *Op. cit.*, p. 425: “Até o momento não fizemos mais que preparar o cenário. Agora daremos início à peça. Podemos começar a seguir o processo de expansão econômica. A chave do processo é a utilização que se faz do excedente capitalista. À medida que este é revestido a fim de criar novo capital, o setor capitalista se amplia, transferindo-se um maior número de indivíduos do setor de subsistência para o setor capitalista. O excedente torna-se, então, ainda maior, a formação de capital aumenta ainda mais e, assim, o processo continua até que o excedente de mão de obra desapareça.”

¹⁷ Arthur Lewis, por exemplo, entende que “[s]e o setor capitalista fosse mais amplo, os lucros representariam uma parte maior da renda nacional e a poupança e o investimento também seriam relativamente maiores (o Estado capitalista pode acumular capital de forma mais rápida que o capitalista privado, já que pode se valer não só dos lucros do setor capitalista, mas também do que consiga ou extraia do setor de subsistência por meio de impostos).” (*Op. cit.*, p. 432).

dustrialização se apresenta como marco no processo de transformação da estrutura socioeconômica capaz de prover o desenvolvimento, Raúl Prebisch argumentava que a industrialização das economias latino-americanas até o primeiro quarto do século XX havia se dado de forma espontânea e desorganizada, sendo aconselhável um maior envolvimento do Estado, de maneira a dinamizar e organizar o processo de industrialização¹⁸, o qual teria como resultado um aumento da renda em todos os setores, inclusive no setor primário¹⁹.

Para que a industrialização nascente pudesse ocorrer, no entanto, seria necessário que o país fosse capaz de importar bens de capital do exterior. Neste contexto, considerando-se a fragilidade externa da maioria dos países não industrializados, dados os preços relativos dos seus produtos exportados, a única forma de assegurar a existência de divisas suficientes para a importação dos bens de capital necessários à produção industrial seria por meio da limitação das importações de bens de menor necessidade, isto é, bens de consumo²⁰, devendo esse processo ser favorecido pela ação do Estado.

Verifica-se, outrossim, que, ao contrário do que, por vezes, se afirma, Raúl Prebisch não se mostra como defensor de políticas protecionistas, mas ressalta a dependência de uma posição externa compatível com a geração de superávits comerciais, de maneira a assegurar as divisas necessárias à importação dos bens de capital necessários ao processo de industrialização, o qual teria por resultado a elevação da renda de todos os setores da economia²¹.

Na linha do defendido por Rosenstein-Rodan, o processo de industrialização na forma “crescimento equilibrado” seria coordenado e promovido pelo Estado, por meio da ação de planejamento e indução das atividades industriais²², dentro da lógica de “econo-

¹⁸ PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 78-9 e *passim*.

¹⁹ PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 89: “Não haveria razão para nos determos em assinalar esse fato, se ele não desse um exemplo bastante ilustrativo do tipo de ajuste que a progressiva industrialização da América Latina irá necessariamente provocar. A industrialização, ao aumentar a produtividade, fará subirem os salários e encarecerá relativamente o preço dos produtos primários. Desse modo, ao elevar sua renda, a produção primária irá captando gradativamente a parte do fruto do progresso técnico que lhe teria competido pela baixa dos preços. Como no caso dos grupos sociais atrasados, é claro que esse ajuste significará uma perda de renda real nos setores industriais, perda esta que será tão menor quanto menor for seu coeficiente de importações; no final das contas, entretanto, essa perda poderia ser generosamente compensada pelo fruto de sucessivas inovações técnicas.”

²⁰ PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 119: “Há que admitir, portanto, como já foi explicado, a possibilidade de que seja preciso reduzir o coeficiente de importações, seja em seu conjunto ou em dólares, reduzindo ou eliminando os artigos não essenciais, para dar lugar a importações maiores de bens de capital. Seja como for, a necessidade de modificar a composição das importações parece indispensável para dar prosseguimento à industrialização.”

²¹ PREBISCH, Raúl. *Op. cit.*, p. 119: “É preciso compreender com clareza o que isso significa. Trata-se de uma mera adaptação das importações à capacidade de pagamento conferida pelas exportações. Se estas crescessem suficientemente, não seria necessário pensar em restrições, a não ser que se quisesse, mediante essas restrições, intensificar o processo de industrialização. Mas as exportações da América Latina dependem das variações da renda dos Estados Unidos e da Europa, principalmente, e de suas respectivas quotas de importação de produtos latino-americanos. Por conseguinte, elas escapam à determinação direta da América Latina: essa é uma condição de fato, que só poderia ser modificada por decisão da outra parte.”

²² ROSENSTEIN-RODAN, P. N. Problemas de industrialização da Europa do leste e do sudeste, pp. 267-8: “É claro que essa forma de industrialização é muito preferível à autárquica. É um grande empreendimento, quase sem precedentes históricos. Não há nenhuma analogia com o processo de industrialização do início

mias externas”²³. Em linha oposta, sustentava A. Hirschman que o desenvolvimento seria promovido por meio de desequilíbrios e não a partir de uma ação organizada e planejada²⁴, cabendo ao Estado ser agente promotor dos desequilíbrios na estrutura de oferta ou demanda de bens e serviços, forçando o ajuste transformador das estruturas econômicas²⁵.

Nesta ordem de considerações, Karl Marx, já no século XIX reconhecia a essencialidade da dívida pública para o processo de acumulação primitiva necessário à constituição do capitalismo²⁶ e para o próprio surgimento do moderno sistema tributário²⁷. Não seria

do século XIX, por uma série de razões que podem ser brevemente mencionadas antes de ser examinadas em mais detalhes: (...) (e) os riscos políticos dos investimentos internacionais são muito maiores hoje que no século XIX, quando se supunha que certas coisas ‘não se fazem’. A supervisão e a garantia do Estado podem, portanto, reduzir substancialmente os riscos e, por esse motivo, representam *conditio sine qua non* para o investimento internacional na ampla escala necessária. A participação ativa do Estado na vida econômica é um fator que precisa ser levado em consideração como um dado novo; (...)”.

²³ ROSENSTEIN-RODAN, P. N. *Op. cit.*, p. 269: “A criação planejada de um sistema de indústrias complementares desse tipo reduziria o risco de insuficiência da procura e, como o risco pode ser considerado um custo, reduziria os custos. É, nesse sentido, um caso especial de ‘economia externa’.”

²⁴ Hirschman resume da seguinte maneira a doutrina do desenvolvimento equilibrado, para posteriormente contraditá-la (Estratégia do desenvolvimento econômico, p. 85): “Por isso, argumenta-se: para possibilitar o desenvolvimento é necessário começar, de uma só vez e ao mesmo tempo, uma grande quantidade de indústrias novas, que serão clientes umas das outras, através das compras feitas pelos operários, empregados e proprietários. Por esse motivo, a teoria foi também agora anexada à teoria do grande impulso.”

²⁵ HIRSCHMAN, A. *Estratégia do desenvolvimento econômico*, p. 108: “Explicando melhor, o nosso objetivo deve ser antes conservar do que eliminar os desequilíbrios, de que são sintomas os lucros e as perdas na economia competitiva. Se a economia se desejar manter ativa, o papel da política desenvolvimentista é conservar as tensões, as desproporções e os desequilíbrios. Tal pesadelo da economia do equilíbrio, essa trama infinitamente tecida, é a espécie de engrenagem que devemos considerar como um inestimável auxílio para o processo do desenvolvimento.” E na p. 306: “Dessa forma, a nossa divisão das atividades governamentais nestas duas funções *induzidas* e *indutoras* ou *incentivadores*, ou ainda *geradoras de desequilíbrios* e *geradoras de equilíbrio*, parece ser útil em muitos casos. Não se sugere que os governos nomeiem um Ministro da Instalação do Desenvolvimento e um Ministro do Restabelecimento do Equilíbrio; mas raciocinar tomando por base essas duas tarefas talvez sirva para dar aos Ministros e ao governo uma ideia mais nítida das suas funções e no processo desenvolvimentista. A falta de clareza, que prevalece frequentemente nestes assuntos, constitui um visível *handicap* não só para a coexistência pacífica e para a colaboração entre os setores públicos e privados, como também para a eficácia da ação governamental.”

²⁶ MARX, Karl. *O capital, livro I: o processo de produção do capital*, p. 824: “A dívida pública torna-se uma das alavancas mais poderosas da acumulação primitiva”; OCTAVIANI, Alessandro. *Op. cit.*, p. 1191: “Essa bênção para a contínua expansão do capital enquanto relação social capaz de subordinar todas as demais relações sociais, fundada na indústria, cujo fulcro é a extração da mais-valia, foi identificada por Marx como um dos elementos da fase da acumulação primitiva. Mas a dívida continuou a cumprir seu papel ao longo do tempo. É dizer: a dívida pública é a base histórica e ao mesmo tempo parte da lógica presente da acumulação do capital.”

²⁷ MARX, Karl. *Op. cit.*, pp. 825-6: “Com as dívidas públicas surgiu um sistema internacional de crédito, que frequentemente encobria uma das fontes da acumulação primitiva neste ou naquele povo. Desse modo, as perversidades do sistema veneziano de rapina constituíam um desses fundamentos ocultos da riqueza de capitais da Holanda, à qual a decadente Veneza emprestou grandes somas em dinheiro. O mesmo se deu entre a Holanda e a Inglaterra. Já no começo do século XVIII, as manufaturas holandesas estavam amplamente ultrapassadas, e o país deixara de ser a nação comercial e industrial dominante. Um de seus negócios principais, entre 1701 e 1776, foi o empréstimo de enormes somas de capital à sua

correto, portanto, apresentar a dívida pública como simples “acidente”, posto que ela se encontraria intimamente ligada à própria formação do sistema de produção capitalista²⁸.

O crédito público ganhou maior aceitação na literatura econômica como fonte comum de obtenção de recursos para o Estado, mesmo em épocas de paz e normalidade, por conta da influência marcante das ideias de J. M. Keynes relativas ao papel do gasto público na elevação da demanda agregada e, consequentemente, no favorecimento do crescimento econômico²⁹. Essa tendência observou-se após os anos 1930, tendo perdido força após a década de 1970, em decorrência de crises orçamentárias experimentadas por governos superendividados³⁰. Também no Brasil observou-se esse comportamento.

poderosa concorrente, a Inglaterra. Algo semelhante ocorre hoje entre Inglaterra e Estados Unidos. Uma grande parte dos capitais que atualmente ingressam nos Estados Unidos, sem certidão de nascimento, é sangue de crianças que acabou de ser capitalizado na Inglaterra.

Como a dívida pública se respalda nas receitas estatais, que têm de cobrir os juros e demais pagamentos anuais, etc., o moderno sistema tributário se converteu num complemento necessário do sistema de empréstimos públicos. Os empréstimos capacitam o governo a cobrir os gastos extraordinários sem que o contribuinte o perceba de imediato, mas exigem, em contrapartida, um aumento de impostos. Por outro lado, o aumento de impostos, causado pela acumulação de dívidas contraídas sucessivamente, obriga o governo a recorrer sempre a novos empréstimos para cobrir os novos gastos extraordinários. O regime fiscal moderno, cujo eixo é formado pelos impostos sobre os meios de subsistência mais imprescindíveis (portanto, pelo encarecimento desses meios), traz em si, portanto, o germe da progressão automática. A sobrecarga tributária não é, pois, um incidente, mas, antes, um princípio. Razão pela qual na Holanda, onde esse sistema foi primeiramente aplicado, o grande patriota de Witt o celebrou em suas máximas como o melhor sistema para fazer o trabalhador assalariado uma pessoa submissa, frugal, aplicada e... sobrecarregada de trabalho. A influência destrutiva que esse sistema exerce sobre a situação dos trabalhadores assalariados importa-nos aqui, no entanto, menos que a violenta expropriação do camponês, do artesão, em suma, de todos os componentes da pequena classe média. Sobre isso não há divergência, nem mesmo entre os economistas burgueses. Sua eficácia expropriadora é ainda reforçada pelo sistema protecionista, uma de suas partes integrantes.”

²⁸ OCTAVIANI, Alessandro. *Op. cit.*, p. 1192: “O Estado está no centro do processo histórico de formação do capitalismo e continua sua função, mesmo depois, na fase em que a lógica de acumulação pode desprender-se dos fatores que lhe possibilitaram a existência. Aqui, na operação da dívida pública permitindo a industrialização, financeirização internacional e guerras imperiais, pode-se dizer que Braudel está plenamente inspirado em Marx: ‘O capitalismo é o Estado’”.

²⁹ A influência das ideias de Keynes, neste ponto, deve ser tomada em linha com a ressalva apontada por CHICK, Victoria. Uma questão de relevância: a Teoria Geral na época de Keynes e na nossa, p. 49: “O ‘keynesianismo’ é associado, no senso comum, com ‘intervenção governamental’ e ‘gerenciamento da demanda’. É surpreendente, portanto, para aqueles que leem a Teoria Geral pela primeira vez, constatar quão pouca análise essa obra contém do governo nessa função. Há, por certo, a defesa de obras públicas em momentos de baixa, e uma importante advertência: a política monetária deveria garantir que o financiamento desses programas não elevasse a taxa de juros e ‘expulsasse’ o investimento privado; mas não há páginas sobre os multiplicadores das despesas do governo, multiplicadores fiscais etc., elementos que os leitores de manuais keynesianos passaram a esperar encontrar. (...)”

Há um papel adicional proposto ao governo, um novo papel com poderes abrangentes: pois Keynes sugere que o Estado deveria envolver-se diretamente em decisões de investimento. Isso acontecera apenas em um grau limitado. Porém, Keynes parece não ter previsto o que tem sido uma característica distintiva das economias ocidentais desde a Segunda Guerra Mundial: o incremento do governo como empregador e fonte de demanda permanentes.”

³⁰ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, p. 24-5.

Do ponto de vista econômico, uma das formas de canalização pelo Estado dos capitais acumulados, de maneira a maximizar os seus efeitos transformadores sobre a estrutura produtiva, ocorre mediante o emprego de recursos públicos no financiamento da implantação de infraestrutura pública. Tais investimentos justificam-se sobretudo diante da evidência de que investimentos em infraestrutura apresentam importantes externalidades positivas³¹⁻³². Ao lado deste fato, a defasagem temporal entre a realização dos investimentos e a fruição dos seus benefícios, na maior parte dos casos, justifica que as inversões públicas em infraestrutura ocorram por meio do recurso ao crédito público, em operações de financiamento.

Um dos elementos que favoreceriam uma melhora da infraestrutura de um país e, por consequência, das condições para o desenvolvimento, segundo a literatura econômica, seria a urbanização, na medida em que esta geraria maior demanda por investimentos públicos essenciais para a vida nas cidades, tais como saneamento, mobilidade e habitação, mas também na medida em que demandaria investimentos em canais de escoamento de bens essenciais, como alimentos, dos campos para as cidades.

A teoria do desenvolvimento tradicional informa que a urbanização seria o resultado do diferencial de salários entre indústria e agricultura, decorrente da industrialização da economia e, conseqüentemente, da maior produtividade dos trabalhadores nas cidades. Além disso, a migração para os centros urbanos seria favorecida por uma melhor oferta de serviços públicos, que permitiriam melhora na qualidade de vida da população destas regiões³³.

Os últimos 60 anos testemunharam um aumento expressivo da urbanização no mundo. Essa urbanização ocorreu de forma muito acelerada nos países da América Latina

³¹ CENTER FOR GLOBAL DEVELOPMENT. *Working paper n. 402: Guarantees, Subsidies, or Paying for Success? Choosing the Right Instrument to Catalyze Private Investment in Developing Countries*, p. 3: “Basic economic theory dating back to Pigou (1920) shows that if there are social benefits from a project that are not captured by the private sector, private investment will be sub-optimally low. If the private sector is more risk averse than the public sector, or misperceives the risks attached to projects, then this drives private investment down further, increasing the gap between the observed private level of investment and the socially optimal level of investment.”

³² EHLERS, Torsten. *BIS Working Papers n. 454: understanding the challenges for infrastructure finance*, p. 4: “Even though the direct payoffs to an owner of an infrastructure project may not cover its costs, the indirect externalities can still be hugely beneficial for the economy as a whole. Externalities include large benefits of infrastructure services to a wide range of other sectors. Such benefits are fundamentally difficult to measure. Even if they can be measured, charging for them may not be feasible or desirable.”

³³ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Sostenibilidad urbana en America Latina y el Caribe*, pp. 4-5: “Las teorías del desarrollo tradicionalmente dedicaron una atención especial a la urbanización. Postulaban que la industrialización de la actividad económica lleva a una brecha entre la productividad laboral urbana y rural, la cual, a su vez, se refleja en un diferencial salarial entre las dos áreas, que presiona la migración rural-urbana. Este fenómeno se ve reforzado por una caída en la participación de los productos agropecuarios en la demanda a favor de la producción de los sectores industrial y de servicios. De igual manera, la urbanización se expresa en mejores indicadores de bienestar para los residentes de centros urbanos en comparación con los habitantes de las zonas rurales, pues disfrutaban de una mayor cobertura en bienes públicos y de ingresos más altos. Estas fuerzas del desarrollo económico generan una migración del campo a la ciudad que resulta en los grados de urbanización observados en las últimas décadas.”

e do Caribe (ALC), que atingiram níveis de urbanização próximos ao de países do mundo desenvolvido³⁴. Contudo, esse nível elevado de urbanização não representou para os países da ALC um maior nível de desenvolvimento econômico ou de desenvolvimento humano, ao contrário do que previsto pelas principais teorias econômicas³⁵.

Os diferentes papéis que o Estado pode assumir como indutor do desenvolvimento, seja no papel de empresário, seja no papel de mobilizador de capitais para investimentos em infraestrutura, nas cidades e no campo, reforça a importância do estudo da atividade financeira do Estado, sendo esse o foco do presente trabalho. Neste contexto, busca-se uma análise que incorpore as características de um Estado federal e os interesses intergeracionais como variáveis do problema.

1.1.2 A limitação brasileira de capitais e a estratégia de crescimento com endividamento

O Brasil é um país de industrialização tardia. O seu processo de acumulação de capitais para a industrialização deu-se inicialmente em virtude do relativo sucesso de sua agricultura de exportação³⁶. Ao longo do século XX o país sofreu com episódios de crises em sua

³⁴ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 3: “En los últimos 60 años se experimentó un significativo avance de la urbanización en el mundo. El porcentaje de población residente en zonas urbanas pasó de representar el 29% de la población total en 1950 a equivaler al 51% en 2010. Esta tendencia tuvo lugar con una alta asimetría. Mientras los países desarrollados lograron un grado de urbanización cercano al 75% en 2010, aquellos en desarrollo llegaron al 45%. Una excepción dentro de este último grupo lo constituye ALC, en donde se alcanzó un promedio de urbanización cercano al 80%. De acuerdo con las proyecciones de las Naciones Unidas (2008), el proceso de urbanización se profundizará en las próximas décadas, y en 2050 el promedio mundial ascenderá al 69% y en el caso de ALC al 89%.”

³⁵ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, pp. 5-6: “Sin embargo, esta teoría no refleja necesariamente el patrón de desarrollo de los países de ALC ni explica por qué presentan niveles de urbanización sustancialmente mayores que otras regiones del mundo. El crecimiento de la población urbana en ALC no necesariamente ha redundado en mejores condiciones de vida para sus habitantes. Aun cuando la región muestra uno de los más altos porcentajes de población viviendo en las áreas urbanas en el mundo, su ingreso per cápita promedio se mantiene por debajo de los observados en los países desarrollados.”

³⁶ GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco Antonio; TONETO Jr., Rudinei. *Economia brasileira contemporânea*, p. 344: “Não se pode dizer que a indústria teve suas origens quando da crise do café. A origem do setor industrial está justamente nas atividades do complexo cafeeiro. Dado que a participação do capital estrangeiro no setor é pequena, a origem do capital industrial é um vazamento do capital cafeeiro e ela surge para atender, em parte, às necessidades da economia cafeeira. Os primeiros industriais brasileiros são tanto pessoas direta ou indiretamente ligadas ao setor cafeeiro – como é o caso da família Prado, que possuía vidrarias e curtumes –, como imigrantes, que, em sua maioria, começaram com atividades de comércio, depois passaram a atividades de assistência a seus consumidores, acabando por produzir parte dos produtos antes importados. (...)”. No mesmo sentido NUNES, José Avelás. *Industrialização e desenvolvimento – a economia política do ‘modelo brasileiro de desenvolvimento’*, p. 194: “(...) E não há dúvida de que esse desenvolvimento da atividade industrial foi possível graças às condições criadas pela expansão do setor primário exportador que permitiu a criação de uma rede de transportes e outras infraestruturas, promoveu a distribuição de rendimentos que alimentaram mercados

balança de pagamentos³⁷, denotando a baixa capacidade do país de geração de divisas, levando-se em consideração, inicialmente, a pouca diversidade da sua pauta de exportações e, após a década de 1970, o elevado endividamento externo do país³⁸. As dificuldades na obtenção de divisas³⁹, aliada a baixa poupança interna, historicamente, apresentaram-se como fatores limitantes do desenvolvimento nacional, tendo sido superadas, de certa maneira, apenas em tempos mais recentes possibilitada pela elevação das reservas nacionais.

O Brasil tem longa história de endividamento público, história essa que se inicia com a própria formação do Brasil como nação independente⁴⁰, muito embora se possa voltar

internos suficientemente amplos e atractivos e propiciou as divisas necessárias para pagar as máquinas, equipamentos, combustíveis e produtos intermédios importados, sem os quais não teria sido possível desenvolver a actividade industrial.”

³⁷ Em grande parte devido à insistência à adoção de políticas monetárias equivalentes ao padrão-ouro, ao menos até a década de 1930. Ver FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*, pp. 228-9: “Nas economias dependentes, a crise se apresenta de forma totalmente distinta, tendo início com uma queda no valor das exportações, em razão de uma redução seja no valor unitário dos produtos exportados, seja nesse valor e no volume total das exportações. É necessário que passe algum tempo para que a contração do valor das exportações exerça seu pleno efeito sobre a procura de importações, sendo portanto de esperar que se crie um desequilíbrio inicial na balança de pagamentos. Por outro lado, a queda dos preços das mercadorias importadas (produtos manufaturados) se faz mais lentamente e com menor intensidade que a dos produtos primários exportados, isto é, tem início uma piora na relação de preços do intercâmbio. A esses dois fatores vêm acumular-se os efeitos da rigidez do serviço dos capitais estrangeiros e a redução na entrada desses capitais. Em tais condições, é fácil prever as imensas reservas metálicas que exigiria o pleno funcionamento do padrão-ouro numa economia como a do apogeu do café no Brasil. À medida que a economia escravista-exportadora era substituída por um novo sistema, com base no trabalho assalariado, tornava-se mais difícil o funcionamento do padrão-ouro.”

³⁸ GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco Antonio; TONETO Jr., Rudinei. *Op. cit.*, pp. 322-5.

³⁹ Para uma visão resumida da história dos regimes cambiais no Brasil e as restrições financeiras do país na obtenção de divisas, ver SIQUEIRA, Geraldo Magela. *Câmbio e capitais internacionais: o relacionamento financeiro do Brasil com o exterior*, pp. 43-122.

⁴⁰ ASSONI FILHO, Sérgio. *Empréstimos públicos e sua natureza*, p. 804: “Um exemplo disso é o Brasil, pois, como país politicamente independente, teve sua origem ligada à realização dos empréstimos públicos, visto que sua independência da metrópole portuguesa ocorreu mediante a assinatura pelo príncipe regente de um Decreto, em 1822, que autorizava o chamado “empréstimo de independência”, de modo que o país iniciou sua vida política atrelada ao convívio com a dívida pública, que, aliás, só fez crescer até os dias de hoje, com a constante aquisição de empréstimos públicos internos e externos.”; OLIVEIRA, Regis Fernandes de. *Dívida pública e operações de crédito*, pp. 207-8. Também em CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, pp. 82-3; no mesmo sentido BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 589: “Enviou o imperador a Londres, como plenipotenciários ad hoc, encarregados de levantar um empréstimo de £ 2.000.000, Felisberto Caldeira Brant Pontes, futuro marquês de Barbacena, e M.R. Gameiro Pessoa, que, naquela praça, a 20.08.1824, celebraram com algumas firmas inglesas o primeiro contrato de nossa dívida externa. (...) Àquela operação inicial de £ 2.000.000 de se acrescentou logo, por efeito do Tratado de 29.08.1825, pelo qual Portugal reconheceu a independência do Brasil, uma outra de £ 2.000.000, em virtude de ter o jovem Império, a título de indenização, assumido o empréstimo que a ex-metrópole contraía em Londres, em 1823, para resistir a sua rebeldia.” Para uma análise histórica das negociações diplomáticas para o reconhecimento da independência brasileira, ver o clássico LIMA, Oliveira. *O reconhecimento do Império: história da diplomacia brasileira, passim*.

mais na história brasileira até o ponto de identificar no empreendimento colonizatório do Brasil a origem de parcela de nossa dívida⁴¹. Esta relação antiga com o endividamento público não chega, porém, a ser sinal característico do Brasil, sendo, ao contrário, compartilhado com a maior parte dos países⁴².

As bases financeiras do Estado brasileiro em sua forma atual foram forjadas no âmbito do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG), de Roberto Campos e Octávio Gouvêa de Bulhões, na década de 1960, período no qual foi reformado o sistema monetário, bancário e creditício, assim como o sistema tributário brasileiro⁴³. A criação de um mercado voluntário de dívida pública foi um dos projetos de modernização econômica integrantes do PAEG, em 1965. Neste sentido, a Lei n. 4.728/1965, que veio tratar do mercado de capitais no Brasil, explicitamente tratou dos títulos públicos no ambiente bursátil⁴⁴.

Deve-se lembrar, ainda, neste período, a centralização das receitas tributárias na União Federal cristalizada na edição do Código Tributário Nacional. Neste período, os governadores e prefeitos não eram eleitos, mas sim indicados, coincidindo, portanto, o centralismo fiscal com a concentração do poder político existente naquele período⁴⁵, que correspondeu à primeira década do regime militar instaurado em 1964.

Na década de 1970, a posição de endividamento do Brasil, em linha com o cenário internacional⁴⁶, se acelerou, como parte de um modelo de “crescimento com endividamento”, o que levou, na década seguinte, a uma necessidade de maior cautela com relação ao endividamento público. Tal modelo mostrou seu esgotamento em 1987 com a decretação da moratória à dívida externa pelo governo brasileiro.

⁴¹ ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, pp. 173-4: “No Brasil não foi diferente. A colonização deu origem a diversas operações de crédito que Portugal foi obrigado a realizar para financiar as despesas com os navegadores e militares que prestavam serviços à Coroa. Há registros de que até o início do século XX ainda circulavam títulos públicos correspondentes às dívidas assumidas em remuneração a Vasco da Gama. Antes mesmo de separar-se da metrópole, há relatos de que os governadores da colônia já contraíam empréstimos, remontando ao final do século XVI e início do XVII. Após a independência, diversos empréstimos externos foram celebrados ao longo do Império, sendo o primeiro empréstimo público externo brasileiro no ano de 1824, em Londres, seguido por outros quinze empréstimos externos até o fim do Império. Com a proclamação da república houve expansão da dívida, com o intuito de aparelhar o país de serviços essenciais que não existiam, já que não havia um sistema tributário eficaz até então. Além disso, passaram a realizar tais operações os Estados e Municípios. Até as últimas décadas do século XX, o Brasil fez amplo uso do empréstimo público para financiar suas obras, investimentos e aparelhamento.”

⁴² Ver, por exemplo, o relatório apresentado por Alexander Hamilton ao Congresso Americano em 1790, HAMILTON, Alexander. *First report on public credit*, *passim*.

⁴³ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica*, pp. 60-1.

⁴⁴ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 162.

⁴⁵ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Endividamento subnacional em um contexto federativo: o caso brasileiro*, p. 74.

⁴⁶ STREECK, Wolfgang. *The Politics of Public Debt. Neoliberalism, Capitalist Development, and the Restructuring of the State*, p. 1: “From the 1970s on, public debt increased more or less steadily in most, if not all, OECD countries as never before in peacetime. The rapid rise in public indebtedness was a general, not a national phenomenon.”

Ao mesmo tempo em que se ampliou o endividamento externo, na década de 1970 iniciaram-se os esforços para aumentar o controle sobre os gastos públicos, sobretudo os decorrentes da atuação do Estado por meio das empresas estatais, o que foi realizado por meio da Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST), pelo Decreto n.º 84.128, de 29 de outubro de 1979⁴⁷. Ainda assim, importante aumento do endividamento dos estados e municípios ocorreu na década de 1970, em linha com a estratégia nacional de crescimento com endividamento externo.

Na década de 1980, por sua vez, importantes medidas adicionais foram adotadas, com a segregação definitiva da política fiscal e da política monetária, ficando a primeira a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional, criada em 1986⁴⁸, e a última ao Banco Central do Brasil, de maneira exclusiva⁴⁹, o que em definitivo se estabeleceu apenas com a privatização dos bancos estaduais na década de 1990⁵⁰.

Com relação à estratégia de endividamento, já no início da década de 1980, tal estratégia mostrava os seus riscos em razão das restrições existentes no cenário externo com a elevação da taxa de juros nos Estados Unidos alguns anos antes e com a moratória de-

⁴⁷ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 63.

⁴⁸ Para um interessante histórico da criação da Secretaria do Tesouro Nacional e a sua importância para a reestruturação fiscal do país, ver FERREIRA, Alcides. *Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional*, pp. 99-116.

⁴⁹ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 64: “Com a redemocratização, a crise econômica profunda herdada pela Nova República leva à aceleração do processo de reestruturação financeira. Em 1986 é criada a Secretaria do Tesouro Nacional, que passa a administrar os fundos e programas de fomento até então gerenciados pelo Banco Central. Por meio do Voto n. 45/86, promulgado em 31 de janeiro de 1986 pelo CMN, é congelado o saldo da conta-movimento do Banco do Brasil, que, na prática, tem encerrada suas atividades, e, em 1987, com o “Plano Bresser” (Decretos n. 94.443 e n. 94.444, ambos de 12 de Junho de 1987), e o Decreto-Lei n. 2.376, de 25 de Novembro de 1987, a gestão da dívida pública sai da esfera de competências do Banco Central, passando para o Ministério da Fazenda. Além disto, o Banco Central também deixa de ser financiador do Tesouro Nacional e são extintas suas funções de fomento, medidas que, posteriormente, seriam consolidadas no artigo 164 da Constituição de 1988.”

⁵⁰ Tal medida foi de imensa importância, pois como ensina Alkimar R. Moura, a dinâmica das operações dos bancos estaduais com os seus controladores e a fragilidade do mecanismo de liquidação de pagamentos e acompanhamento das posições permitia, na prática, uma expansão da base monetária do país, por ação desses bancos, MOURA, Alkimar R. *Notas sobre a independência operacional e a supervisão bancária do Banco Central*, p. 94: “Na questão do financiamento da dívida estadual, vale lembrar que os maiores estados da Federação captavam recursos voluntários com os investidores do mercado financeiro mediante a venda de títulos públicos estaduais em leilões primários, os quais eram administrados pelas distribuidoras de valores de propriedade dos estados. Na eventualidade de uma colocação apenas parcial de um lote no mercado, o resíduo era transferido à carteira própria da distribuidora estadual, que mantinha suas disponibilidades financeiras depositadas no banco controlado pelo estado. Se o caixa da distribuidora fosse insuficiente para acomodar as necessidades de financiamento, o próprio banco estadual cobria aquele desequilíbrio mediante a utilização de suas reservas, o que novamente configurava a situação de empréstimo ao controlador.

Em situações limite, se o banco estadual tivesse que recorrer à assistência financeira de liquidez com o Banco Central, poderia ocorrer uma expansão da base monetária para acomodar o financiamento da dívida pública estadual. Verifica-se, portanto, que alguns bancos estaduais funcionavam como emissores de base monetária, ou seja, de fato operavam como bancos centrais regionais, competindo com o monopólio institucionalmente atribuído ao Banco Central do Brasil.” BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, pp. 65-6.

clarada pelo México em 1982. Diante da maior restrição de financiamento externo e da necessidade de manutenção de um nível elevado de gastos que se estabeleceu ao longo das décadas anteriores, os estados membros da federação passaram a recorrer com maior frequência aos bancos por eles controlados com a finalidade de obter financiamento⁵¹.

A Constituição de 1988, embora configure retorno à descentralização fiscal em relação ao período anterior, aprofundou as dificuldades fiscais de estados e municípios por decorrência da imposição de maior rigidez orçamentária e de divisão de competências pouco clara entre esferas federativas, o que levou a uma série de superposições e arranjos pouco eficientes em termos de políticas e gastos públicos. Assim, o final da década de 1980 prenunciaria a agenda principal dos anos 1990, qual seja, a agenda do ajuste fiscal⁵², começando justamente pelos entes subnacionais⁵³.

A reestruturação fiscal de estados e municípios se iniciou ainda na década de 1980, com a Lei n. 7.614/87, cujo propósito central fora a renegociação das dívidas internas de responsabilidade desses antes. No ano de 1989, passou-se à renegociação das dívidas externas, com base na Lei n. 7.976/89. As dívidas com entes controlados pela União Federal, por sua vez, foram refinanciadas com base na Lei n. 8.727/93. Finalmente, passo relevante foi dado com a Lei n. 9.496/97, voltada primordialmente ao refinanciamento da dívida mobiliária dos estados, e com a Medida Provisória n. 2.185-35/2001, voltada ao refinanciamento da dívida mobiliária dos municípios⁵⁴.

No caso dos estados, o ajuste proporcionado na década de 1990 foi mais profundo do que em relação aos municípios, por conta da exigência de contrapartidas negociadas para a renegociação de suas dívidas, estabelecendo-se uma dinâmica de assinatura e acompanhamento de Programas de Ajuste e Reestruturação Fiscal, que vigoram até os dias de hoje. Contudo, o passo mais dramático desse ajuste na década de 1990 certamente ocorreu por meio da já mencionada redução da participação dos estados no setor bancário, com o saneamento e posterior privatização da maior parte dos bancos estaduais⁵⁵. Tal medida teve por finalidade reduzir a utilização de tais bancos como fonte de financiamento dos entes subnacionais⁵⁶, o

⁵¹ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, pp. 73-84.

⁵² Agenda essa que corresponde ao chamado “Consenso de Washington”, termo esse apresentado inicialmente por John Williamson em artigo publicado para Seminário Internacional promovido pela Institute for International Economics, buscando elencar os itens que corresponderiam a consenso entre as instituições financeiras internacionais e oficiais do governo americano sediados em Washington, para uma agenda de reformas nos países da América Latina favorecidos pelo Plano Brady de reestruturação de dívidas. O consenso descrito seria formado por dez medidas, a saber: (i) disciplina fiscal; (ii) reorganização das prioridades de gastos públicos; (iii) reforma tributária; (iv) liberalização das taxas de juros; (v) taxas de câmbio competitivas; (vi) liberalização comercial; (vii) liberalização de ingresso de investimentos estrangeiros diretos; (viii) privatizações; (ix) desregulamentação; (x) proteção à propriedade industrial. Sobre o tema ver WILLIAMSON, John. *A short history of the washington consensus*, pp. 3-4.

⁵³ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Idem, ibidem*.

⁵⁴ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Idem, ibidem*.

⁵⁵ Sobre a privatização dos bancos estaduais, ver NOGUEIRA, Fernando. Brasil dos bancos, pp. 133-188.

⁵⁶ FRANCO, Gustavo H. B. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais, p. 62: “Os bancos estaduais seguiram crescendo de forma viciosa como instrumentos de financiamento ao déficit dos estados controladores, tal como se reproduzissem na esfera estadual o mecanismo da conta movimento que viam funcionar na esfera federal.”

que se entendia provocar riscos para a solidez do sistema financeiro nacional e também para a condução da política macroeconômica no nível nacional⁵⁷. Mais recentemente, a Lei Complementar n. 159, de 19 de maio de 2017, mais uma vez previu o refinanciamento de dívidas de Estados, estabelecendo regime rigoroso de contrapartidas.

Essa evolução do controle e do ajuste das finanças subnacionais na década de 1990 culminou na aprovação da Lei Complementar n. 101/2000, na qual se firmou o pacto federativo de não mais haver refinanciamentos entre entes federados, sob a forma da proibição contida no artigo 35 desta lei. Entretanto, o equilíbrio dos elementos postos não era estável, de maneira que as renegociações realizadas ao final da década de 1990 e início de 2000 se mostraram ao mesmo tempo muito severos para os estados e municípios diante da mudança das variáveis macroeconômicas observadas nos anos 2000 – especialmente o custo do financiamento federal *vis a vis* o custo das dívidas de estados e municípios – e também insuficientes para evitar a contratação de gastos excessivos por parte de alguns desses entes, especialmente com base em novas dívidas contraídas para realização de obras, com anuência do governo federal. Este é o contexto que levou à nova rodada de refinanciamentos de dívidas de entes federados na década de 2010.

Em tempos mais recentes, a dívida pública gerada para a realização de empréstimos ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os custos associados a essa estratégia são elementos claros que evidenciam a relação entre o tema do endividamento público e os investimentos, não apenas públicos, mas também privados, necessários à formação de capital para o desenvolvimento. Essa estratégia, porém, vem sendo criticada pelos órgãos de controle, não necessariamente pelo seu mérito, mas antes pela ausência de transparência e de adequada análise dos benefícios em relação aos custos⁵⁸.

1.1.3 A mundialização financeira e seus impactos sobre a superação do subdesenvolvimento

A chamada “mundialização financeira” refere-se às ligações observadas entre os sistemas monetários e os sistemas financeiros nacionais, resultantes de medidas de desregulamentação nas últimas décadas do século XX, com destaque para a liberalização ocorrida

⁵⁷ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Idem, ibidem*.

⁵⁸ BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Acórdão 1798/2015, p. 19: “89. O aumento da intervenção da União na atividade econômica por meio da acumulação de ativos e passivos mantém a DLSP sob controle. No entanto, como apontado anteriormente, carrega para o Tesouro Nacional a carga fiscal representada pela diferença entre a taxa pela qual a União vende seus títulos (Selic) e a taxa que a União recebe das instituições financeiras oficiais e de outros programas de fomento (Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP). 90. Conforme indicado em relatório de levantamento do TCU (Acórdão 3.071/2012-TCU-Plenário), a expectativa do governo em que se basearam as operações para concessão de crédito ao BNDES era de um cenário de convergência entre as taxas de remuneração dos títulos da dívida pública (custo de captação) e de remuneração do financiamento concedido ao BNDES, de modo que os subsídios implícitos à operação tendessem a zero. Entretanto, esse cenário esperado não se concretizou ao longo dos anos, pois a Selic se manteve em uma média de 10% a.a. entre 2008 e 2014 e a TJLP se manteve em uma média de 5,7% a.a. no mesmo período. Desse modo, os subsídios implícitos alcançaram montantes bastante expressivos, tornando as operações junto ao BNDES extremamente onerosas para o governo federal.”

nos EUA e no Reino Unido. Esse fenômeno, segundo François Chesnais, apresentaria três características essenciais: (i) forte hierarquia, com papel de centralidade desempenhado pelo sistema financeiro dos Estados Unidos; (ii) ausência de instâncias centralizadas de supervisão e controle; e, (iii) unidade garantida pelos operadores financeiros⁵⁹.

Um importante aspecto da globalização do final do século XX consistiria no seu caráter concentrado, não sendo correto afirmar que a maior liberdade de capitais resultou em maior democratização dos investimentos ou melhores oportunidades de recursos externos para investimentos em países em desenvolvimento⁶⁰. Outro aspecto relevante consistiria no aparente descolamento dos ativos financeiros em relação aos ativos reais da economia, sendo estes últimos os reais responsáveis pela geração de emprego, renda e bem-estar à população⁶¹.

Ao longo da segunda metade do século XX e especialmente nos anos 1970, a partir da reciclagem dos “petrodólares” no mercado dos “eurodólares”, o mundo assistiu a uma elevação sem precedentes das dívidas dos países subdesenvolvidos, entre os quais o Brasil, resultando, na visão desse autor, na formação do mecanismo de transferência de renda que permitiu consolidar a esfera de influência do capital financeiro e a sua mundialização⁶². Este instrumento global, que se pode chamar de “dívida pública financeira”, operaria, por meio das engrenagens do sistema tributário, verdadeira transferência, em escala global, de recursos do sistema produtivo, onde a renda e os empregos são gerados, para o sistema financeiro internacional⁶³.

O funcionamento deste maquinário de transferência de renda poria em marcha o discurso potencialmente autodestrutivo da austeridade e do equilíbrio, como forma de tornar possível a perpetuação do mecanismo de transferência de renda, sem interrupções. Autodestrutivo, pois implicaria, com frequência, na necessidade de sacrificar o crescimento real da economia e da renda, tornando ainda mais grave e severa a necessidade de ajuste e de corte de gastos públicos⁶⁴.

⁵⁹ CHESNAIS, François. Introdução geral, pp. 10-1.

⁶⁰ CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 13: “A ideia de uma irradiação do planeta pelos capitais não corresponde à realidade do mundo contemporâneo, onde existe uma correlação estreita entre a taxa de investimento e a taxa de poupança nacional de cada país.”

⁶¹ CHESNAIS, François. *Op. cit.*, pp. 13-4.

⁶² CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 15: “Os créditos fornecidos aos países em vias de desenvolvimento criaram o primeiro mecanismo de transferência de riquezas a grande escala no período contemporâneo. A reciclagem dos ‘petrodólares’, operada pelo mercado dos eurodólares, permitiu aos países da OCDE ultrapassar a recessão de 1974-1975 ao aumentar rapidamente as suas exportações. Mas essa reciclagem deu também, e sobretudo, origem à dívida esmagadora que muitos países do Terceiro Mundo arrastam como um fardo de há vinte anos para cá. As transferências operadas a favor das instituições financeiras dos países capitalistas avançados, a título dos juros dos créditos bancários sindicados que lhes foram propostos, permitiram consolidar ainda mais a esfera financeira. (...)”

⁶³ CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 16: “(...) A formação dos mercados obrigacionistas, o aumento significativo da dívida pública e o crescimento cada vez mais rápido da proporção de orçamentos dos países da OCDE, consagrada ao serviço da dívida, significam que o mecanismo de captação e de transferência mais importante passa a ser aquele que transita através do imposto directo e indirecto dentro desses países”.

⁶⁴ CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 20: “Será que esta situação não conduzirá os países da OCDE, para não falar de outros, a deixarem-se arrastar por uma engrenagem infernal na qual a austeridade os enteria por efeito acumulativo interno e externo na depressão?”

No final da década de 1970, a inflação elevada nos países centrais, decorrência do abandono do regime monetário de dólar-ouro adotado desde *Bretton Woods*, recebeu como resposta a elevação das taxas de juros nesses países, modificando as condições de financiamento em todo o mundo⁶⁵ e agravando as consequências sociais do mecanismo de transferência implementado pelo capital financeiro⁶⁶.

A desregulamentação financeira teria favorecido, por intermédio do aumento dos juros reais que se observou em paralelo à desregulamentação, os interesses do capital financeiro na distribuição da renda mundial, aumentando a parcela de renda transferida ao setor financeiro, em comparação a parcela transferida ao setor produtivo na forma de salários e lucros⁶⁷.

Essa dinâmica incrementaria os ganhos do chamado “capital financeiro fictício”, compreendido na lição de Karl Marx, como aquele cujo valor decorre unicamente da capitalização do seu próprio rendimento, sem contrapartida direta em capital produtivo⁶⁸. Esse capital financeiro fictício contrastaria com o capital financeiro real, ligado ao financiamento de médio e longo prazo de investimentos⁶⁹.

⁶⁵ Já tratamos neste capítulo das consequências desse evento econômico de repercussões mundiais sobre a economia brasileira, em resumo: (i) redução do crédito disponível internacionalmente; (ii) elevação do custo de financiamento; (iii) moratória; (iv) financiamento monetário do déficit público; e, (v) escalada da inflação na década de 1980.

⁶⁶ BRUNHOFF, Suzanne. A instabilidade monetária internacional, p. 62: No final da década de 1970, a inflação elevada nos países centrais, também uma decorrência do abandono do regime monetário de dólar-ouro adotado desde Bretton Woods, recebe a resposta da elevação das taxas de juros, modificando as condições de financiamento em todo o mundo. “A inflação, como forma da crise de acumulação, nos anos 70, havia-se tornado intolerável para as finanças internacionais. No decorrer dos anos 70, as taxas de juro dos créditos, deflacionadas pelo índice de preços, eram negativas, em detrimento dos credores. Em 1979, deu-se um golpe de freio político à inflação nos Estados Unidos (medidas Volcker) e no Reino Unido (medidas Thatcher), em 1979, isto é, no país de maior poder financeiro e no do maior mercado internacional de câmbios. A grande subida das taxas de juro, difundida por toda a parte pela mobilidade dos capitais e pelas políticas neoliberais dos grandes Estados capitalistas, modificou as condições do financiamento interno e externo das economias nacionais.”

⁶⁷ GUTTMANN, Robert. As mutações do capital financeiro, pp. 95-6: “Os níveis elevados de taxa de juro, desde 1981, podem, pois, ser interpretados como o resultado da desregulamentação. Esta permitiu aos credores uma reclamação constante de prêmios, contra o risco e contra a inflação, mais elevados do que na época em que a determinação dos preços se encontrava ainda sob o controle do Estado. Essa transferência no poder de mercado produziu uma redistribuição dos rendimentos em detrimento dos salários e dos lucros e a favor do juro, escavando ao mesmo tempo o diferencial de rendimento e de distribuição de riqueza patrimonial entre os detentores de activos financeiros e aqueles que não os possuem.”

⁶⁸ MARX, Karl. O rendimento e suas fontes: a economia vulgar, p. 267: “De todas as formas, entretanto, o capital a juros constitui o fetiche mais completo. Encontramos aqui o primeiro ponto de partida do capital – o dinheiro – e a fórmula $D - M - D'$, é reduzida aos seus dois extremos $D - D'$. Dinheiro que cria mais dinheiro. É a fórmula mais originária e geral do capital concentrada num resumo sem sentido.” E na página 268: “No capital a juros se completa esse fetiche automático, de um valor que se valoriza a si mesmo, de um dinheiro que faz dinheiro, de sorte que, nesta forma, não traz mais o estigma de seu nascimento. A relação social se completa como relação da coisa [dinheiro, mercadoria] consigo mesma.”

⁶⁹ GUTTMANN, Robert. *Op. cit.*, pp. 100-1: “Há já um século que Marx [1894] estabeleceu uma distinção entre dois tipos de capital financeiro, a saber os empréstimos a médio ou longo prazo com juro, e aquilo que denominou ‘capital fictício’.

O capitalismo democrático exige a intervenção do Estado para ofertar aos cidadãos serviços públicos essenciais à preservação de direitos fundamentais. Assim, o Estado atua de forma corretiva em relação ao mercado, tornando-o menos agressivo aos cidadãos do que seria se deixado à sua própria dinâmica. Ao assim proceder, o Estado auxilia na própria preservação do modelo, tornando a sociedade capitalista aceitável em face das decisões democraticamente estabelecidas⁷⁰.

Ou seja, a ideia de democracia capitalista ou capitalismo democrático consiste na existência de intervenções pontuais do Estado na economia, com a finalidade de assegurar estabilidade e justiça social, de maneira a evitar que, deixado à sua própria evolução, o mercado termine por levar a sociedade à uma situação que seja inaceitável para a maioria votante.

Neste contexto, o direito financeiro ganha protagonismo na medida em que o papel do Estado sobre a economia passa a ser cada vez mais ativo. Assim, o direito financeiro deixa de ser disciplina meramente instrumental para, aliado ao direito econômico, apresentar-se como estratégico na conformação e na organização do capitalismo⁷¹.

Esse papel de destaque, contudo, vem sendo questionado, juntamente à alegada “falência do Estado de Bem-Estar Social”, sob o pressuposto teórico-ideológico⁷² de que a ação do Estado sob a economia seria neutra, sendo incapaz de gerar riquezas de fato, com o risco de levar a resultados pouco democráticos⁷³. Neste contexto⁷⁴, abandona-se a pers-

Segundo Marx, este compreendia os créditos passíveis de troca contra compromissos futuros de tesouraria (títulos), cujo valor era inteiramente derivado da capitalização do rendimento antecipado sem qualquer contrapartida directa em capital produtivo. Marx identificou, enquanto principais fontes de capital fictício, as componentes de fundos próprios (acções) cotadas na Bolsa, os títulos da dívida pública e a moeda de crédito propriamente dita.”

⁷⁰ STREECK, Wolfgang. *The Politics of Public Debt. Neoliberalism, Capitalist Development, and the Restructuring of the State*, p. 2: “In democratic capitalism, or capitalist democracy, governments are expected to intervene in markets to secure social justice and stability as defined and demanded by a voting majority. The underlying assumption is that without political correction of a Keynesian and Beveridgean kind, markets tend to give rise to cumulative advantage, also known as the “Matthew effect” (Merton 1968), which would make them unacceptable to a democratically empowered citizenry.”

⁷¹ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica*, pp. 58-9: “Concebido inicialmente como uma disciplina jurídica instrumental, o direito financeiro, ao longo do século XX, assumiu uma íntima conexão com o direito econômico, abandonando a pretensa neutralidade do período anterior. Nesta perspectiva, a evolução do direito financeiro refletiu o protagonismo do Estado na organização do capitalismo no segundo pós-guerra, denotando a integração progressiva entre a economia e as finanças públicas e legitimando a participação ativa do Estado no domínio econômico.”

⁷² A respeito dessa virada, a qual ocorreu por meio de um resgate dos trabalhos do economista Friedrich August von Hayek e da influência do economista Milton Friedman, vale a leitura de WAPSHOTT, Nicholas. *Hayek’s counterrevolution: Friedman, Goldwater, Thatcher, and Reagan, 1963-88. In: Keynes Hayek the clash that defined modern economics*, pp. 247-265.

⁷³ HAYEK, F. A. *O caminho da servidão*, pp. 78-9: “Só podemos contar com um acordo voluntário para orientar a ação do estado na medida em que este se limite às esferas onde tal acordo existe. Mas não é só quando o estado assume o controle direto em campos onde esse acordo não existe que ele acaba por suprimir a liberdade individual. Infelizmente não é possível estender de modo contínuo a esfera da ação comum sem reduzir ao mesmo tempo a liberdade do indivíduo em sua própria esfera. Quando o setor público, em que o estado controla todos os meios, excede certa parte do todo, os efeitos de suas ações

pectiva dirigente, retornando-se a um instrumentalismo financeiro anódino⁷⁵. Essa virada ideológica inicia-se na década de 1970, aprofundando-se nas décadas de 1980 e 1990.

dominam o sistema inteiro. Embora o estado só controle diretamente o uso de uma grande parte dos recursos disponíveis, os efeitos de suas decisões sobre a parte restante do sistema econômico se tornam tão acentuados que, de forma indireta, ele passa a controlar quase tudo. Quando as autoridades centrais e locais controlam diretamente o uso de mais de metade da renda nacional (como sucedia, por exemplo, na Alemanha já em 1928, onde as estimativas oficiais computavam essa proporção em 53 por cento), acabam controlando indiretamente quase toda a vida econômica da nação. Poucos serão, assim, os objetivos individuais cuja realização não dependa da ação estatal; quase todos eles serão abrangidos pela ‘escala social de valores’ – que orienta a ação do estado.

Não é difícil perceber o que acontece quando a democracia dá início a uma linha de planejamento cuja execução exige um consenso muito maior do que na realidade existe. É possível que o povo tenha concordado com a adoção de um sistema de economia planificada por ter-se deixado persuadir de que tal sistema contribuirá para criação uma grande prosperidade. Nos debates que conduziram à decisão, o objetivo do planejamento foi talvez designado por algum termo como ‘bem-estar comum’, termo que apenas oculta a ausência de um verdadeiro acordo sobre tal objetivo. (...)” Em sentido contrário, ver POLANYI, Karl. *A grande transformação*, p. 162: “Focalizemos o assunto. Concorde-se que o movimento liberal, preocupado em difundir o sistema de mercado, foi enfrentado por um contramovimento protetor que se empenhava em restringi-lo. Esse pressuposto está de fato implícito em nossa tese do duplo movimento. Enquanto afirmamos, porém, que o absurdo inerente à ideia de um sistema de mercado autorregulável teria destruído a sociedade, eventualmente, o liberal acusa os elementos variados de haverem destruído uma grande iniciativa. Incapaz de acrescentar a prova de qualquer esforço conjunto para dissolver o movimento liberal, ele recai na hipótese praticamente irrefutável da ação oculta. Este é o mito da conspiração antiliberal que, de uma forma ou outra, é comum a todas as interpretações liberais dos acontecimentos das décadas de 1870 e 1880. A forma mais comum é atribuir ao nascimento do nacionalismo e do socialismo o crédito de agente principal nessa mudança de cenário; as associações e os monopólios de fabricantes, os interesses agrários e os sindicatos profissionais são os vilões da peça. Assim, na sua forma mais espiritualizada, a doutrina liberal consubstancia o funcionamento de alguma lei dialética na sociedade moderna, invalidando os empenhos da razão esclarecida, enquanto na sua versão mais crua ela se reduz a um ataque à democracia política como fonte presumível do intervencionismo. O testemunho dos fatos contradiz decisivamente a tese liberal. A conspiração antiliberal é pura invenção. A grande variedade de formas nas quais surgiu o contramovimento ‘coletivista’ não foi devida a qualquer preferência pelo socialismo ou pelo nacionalismo por parte dos interesses sociais vitais afetados pela expansão do mecanismo de mercado. Isto justifica as reações quase universais, de caráter eminentemente prático, convocadas pela expansão desse mecanismo. Os modismos intelectuais não desempenharam qualquer papel nesse processo; de fato, não havia lugar para o preconceito que o liberal vê como força ideológica por trás do desenvolvimento antiliberal. Embora seja verdade que as décadas de 1870 e 1880 têm sua raiz nesse período, seria incorreto dizer que a mudança para um protecionismo social e nacional fosse devida a qualquer outra causa além da manifestação das fraquezas e perigos inerentes a um sistema de mercado antirregulável. Isto pode ser demonstrado em mais de uma forma.”

⁷⁴ Como reflexo dessa virada, observa-se que o economista liberal Friedrich v. Hayek foi contemplado com o prêmio Nobel de economia no ano de 1974. Atualmente, tendo-se passado mais de quatro décadas e tendo-se passado pela crise econômica mundial de 2008-2009, é possível avaliar de forma mais equilibrada os resultados obtidos pelas políticas adotadas nas décadas de 1940, 50, 60 e primeira metade de 1970, com os resultados econômicos obtidos nas décadas seguintes. Também é possível realizar uma comparação, com dados em painel, de países que adotaram políticas de bem-estar social no mesmo período (ex. países nórdicos), com países que adotam políticas liberais. Para uma crítica a Hayek sob esse ângulo, ver SACHS, Jefferey D. *Welfare States beyond Ideology*, *passim*.

⁷⁵ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 60: “Como consequência, a integração estruturante do paradigma dirigente foi substituída por um novo fenômeno, apto a organizar

Uma das explicações para os déficits públicos recorrentes é a utilizada pela linha econômica institucionalista, que, revisitando a chamada “Lei de Wagner”⁷⁶, credita o problema a uma falha do sistema de democracia representativa⁷⁷. Os defensores dessa teoria argumentam que os eleitores seriam ignorantes com relação aos efeitos de longo prazo dos benefícios concedidos pelos políticos com base em déficits ou seriam incapazes de observar a ligação direta entre despesas e carga tributária, levando à adoção de um comportamento oportunista de expansão do gasto público. Haveria, assim, uma tentação tanto de políticos quanto de eleitores a reforçar o déficit público, resultando no aumento do endividamento público⁷⁸. Não é certo, porém, afirmar que esta teoria apresente comprovação empírica⁷⁹.

Wolfgang Streeck põe em dúvida a interpretação institucionalista de que a elevação das dívidas públicas em nível global a partir da década de 1970 tenha ocorrido em razão das chamadas “falhas da democracia”. Estas estariam ligadas à ideia de que as pressões de curto prazo do eleitorado resultariam na tendência à ampliação de despesas públicas e dificuldades na criação e elevação de impostos que compensariam tais despesas. Streeck questiona essa interpretação a partir dos dados de participação política ao longo das últimas décadas, que demonstram redução do engajamento político nas principais democracias ocidentais⁸⁰.

o processo sistêmico de acumulação na fase atual do capitalismo. O que se viu então foi o recrudescimento dos aspectos instrumentais da constituição financeira e o ocaso da constituição econômica, invertendo o corolário programático do constitucionalismo dirigente.”

⁷⁶ Observação empírica formulada pelo economista alemão Adolf Wagner (1835 e 1917) a respeito do permanente crescimento das despesas públicas como resultado direto do desenvolvimento da sociedade.

⁷⁷ PEACOCK, Alan. WISEMAN, Jack. *The growth of public expenditure in the united kingdom*, pp. vii-viii: “(...) Our suggested explanation rested on a rudimentary theory of the political process and a rudimentary theory of social disturbance. There is an important difference between the market mechanism and the political process, as means of registering and implementing individual choices. For, while the market produces a simultaneity of gain and loss through the fact of exchange (the purchase of a good involves a loss of income to the purchaser), there is no such direct constraint in the case of the political mechanism. It is possible for the citizens involved in voting (e.g.) about what public goods their community should provide, to divorce their ideas of desirable levels of expenditure and their notions of the ‘tolerable’ tax burden to be levied upon themselves or upon particular social groups. There is room for great diversity of views as to who will or should bear the burden of provision of the public services, and who gains at the expense of others will be determined, at least in part and in the minds of voters, by the outcome of the political struggle.”

⁷⁸ STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 3: “Economic-institutionalist theories in the tradition of writers like James Buchanan attribute the increase in public debt since the 1970s to an inherent tendency of political democracy to overspend, caused by the short-sightedness of voters and the opportunism of politicians (Buchanan 1958; Buchanan/Tullock 1962, 1977; Buchanan/Wagner 1977). Where Public Choice amounts to a theory of democratic failure, the claim is that public deficits and public debt are due to majoritarian electoral pressure from below for redistribution through public spending.”

⁷⁹ STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 4. E também na página 8: “The 1990s, which may be described as a first period of fiscal consolidation, show that mass democracies, if placed under enough economic pressure and with voters sufficiently demobilized, are quite capable of curtailing social protection and generally imposing economic hardship on a majority of voters in the interest of ‘sound finance’.”

⁸⁰ STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 4: “This is because the growth of public debt was accompanied by a steady decline in both democratic mobilization and the distributional position of mass publics, pointing to a secular contraction of the power resources and redistributive capacities of the very democratic politics held responsible by theories of ‘public choice’ for the rise in public indebtedness since the 1970s.”

Neste sentido, argumenta Streeck que, ao se cotejar o momento histórico do crescimento da dívida pública e compará-lo ao comportamento do Estado no que se refere aos direitos sociais e econômicos, verificar-se-ia que o crescimento do endividamento público não foi um subproduto do Estado Social, mas antes da paulatina implantação do ideário neoliberal e da redução da taxa de crescimento das economias que se seguiu de forma paralela a ele⁸¹.

Ainda segundo Streeck, a dívida pública poderia ser encarada, de um ponto de vista da economia política, como uma disputa distributiva entre credores e cidadãos sobre o orçamento público. Aos cidadãos caberia a legitimidade do pleito baseado em direitos fundamentais assegurados pela ordem jurídica. Aos credores assistiria a legitimidade do pleito baseado na eficácia jurídica dos acordos assinados pelo Estado na condição de tomador de empréstimos. Se por um lado os cidadãos se defendem assegurando força constitucional aos direitos fundamentais e a vinculação de receitas públicas à sua implementação, de outro lado, os credores se movem no sentido de patrocinar legislações que assegurem a obrigatoriedade e a prioridade do pagamento da dívida pública, assim como que preservem um permanente estado de austeridade e consolidação fiscal que permita a manutenção da dívida pública em níveis administráveis⁸².

A essa visão poder-se-ia contra-argumentar com a ideia de que os credores, normalmente, são os próprios cidadãos de um país, na medida em que se reconheça que as principais instituições prestadoras, isto é, as instituições que frequentemente investem no mercado de dívida pública (e.g. bancos, seguradoras, fundos de pensão) não aplicam apenas recursos próprios em suas atividades, mas principalmente recursos de indivíduos/famílias, apresentando-se como meros intermediários financeiros. Nesta linha de argumen-

⁸¹ STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 6: “Summing up, the rise of public debt – the arrival of the debt state – was part of a neoliberal revolution in the postwar political economy. At a time when democratic-redistributive intervention in capitalist markets became ineffectual on many fronts, it is unlikely that increasing public debt can be explained by voters and workers exercising superior political power. Indeed, rather than electorates extracting unearned incomes from the economy, growing government indebtedness in OECD nations was accompanied by a lasting decline in both living conditions and the distributional position of popular majorities, which in turn was associated with a secular decay in the power resources (Korpi 1983) of redistributive democracy. (...) The parallel build-up of debt in capitalist democracies was produced by a variety of specific factors that, while often interrelated, differed between countries and over time. All of these proximate causes, however, point back to one common, ultimate cause, which is a secular decline in economic growth in the democratic-capitalist OECD world.”

⁸² Veja-se, por exemplo, o artigo 9º, § 2º da Lei de Responsabilidade Fiscal, que afasta a limitação de empenho destinado ao pagamento dos serviços da dívida. STREECK, Wolfgang. *Op. cit.*, p. 14: “The politics of public debt may be conceived in terms of a distributional conflict between creditors and citizens (Streeck 2013: 117-132). Both have claims on public funds in the form of contractual-commercial and political-social rights, respectively. In a democracy, citizens have the possibility of electing a government responsive to them but ‘irresponsible’ from the viewpoint of financial markets, in the extreme case a government that expropriates its creditors by annulling its debt. As accumulated debt increases, and investors are required to be more careful about where they put their money, creditors will seek guarantees that expropriation will not happen to them; in effect, that their claims will always be given priority over those of citizens, for example of pensioners demanding the pension that the state and employers promised them when they were workers.”

tação, a divisão, portanto, não se daria entre cidadãos e credores, mas entre diferentes grupos de cidadãos⁸³.

Bercovici e Massonetto chamam a atenção para o fato de que o processo de estabilização fiscal e de estruturação dos controles dos gastos públicos se deu sob uma premissa dogmática de neutralidade financeira do Estado, desconectando a “Constituição Financeira” da “Constituição Econômica” que, assim, passa a se ressentir da ausência de instrumentos adequados para eficácia de seus preceitos⁸⁴. O acerto da interpretação desses doutrinadores será demonstrado ao longo deste trabalho, assim como uma possível saída para a aparente antinomia entre a “Constituição Financeira” e a “Constituição Econômica”, especialmente em face das chamadas “operações estruturadas”.

Os mesmos autores ainda argumentam que o processo de prestígio das normas financeiras ligadas à boa gestão do endividamento público, resguardados os privilégios dos credores da dívida, e de desprestígio do papel indutor do Estado, seria o resultado de um processo maior de evolução do sistema capitalista, que passaria a prescindir, em função da evolução tecnológica, da existência de gastos públicos em direitos sociais, com a finalidade de manter a oferta de mão de obra necessária à produção capitalista. Assim, o foco do direito financeiro deslocar-se-ia das prestações estatais dirigidas aos cidadãos, para as normas de perpetuação das oportunidades de ganhos financeiros privados, baseados na dívida pública⁸⁵. A dívida pública seria, neste sentido, o instrumento fundamental de dominação financeira sobre as demais esferas econômicas e sociais⁸⁶. Por meio das regras de

⁸³ WOOD, Philip R. *Law and practice of international finance*, p. 12: “Financial institutions are essentially intermediaries. They are in substance conduits through which money passes from depositor to borrower. The real creditor is ultimately the depositor – there is an ultimate see-through to individuals who place their money in banks or who own shares in companies which do so. This is also true for bonds and shares if one sees through the institutions, pension funds and the like who are holders, to the ultimate beneficiaries – individuals.

Thus individuals may be: (1) depositors with the main creditors (banks) or (2) shareholders in the main debtors (companies). Sovereign states are also large creditors and debtors. Hence the real conflicts expressed in financial law are ultimately not between nominal creditors and debtors but between the groups of people ultimately interested in the nominal creditors and debtors.”

⁸⁴ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 66-8: “O problema deste processo de reestruturação das finanças públicas e da estrutura financeira do Estado brasileiro foi o fato de que a recomposição da capacidade de intervenção pública se esgotou na tentativa de controle sobre os gastos públicos. A constituição financeira de 1988, que deveria dar suporte para a implementação da constituição econômica de 1988, falhou nesta tarefa. Um dos motivos é a separação que a doutrina e a prática constitucionais pós-1988 promoveram entre a constituição financeira e a constituição econômica, como se uma não tivesse nenhuma relação com a outra e como se ambas não fizessem parte da mesma Constituição de 1988. A constituição financeira passou a ser interpretada e aplicada como se fosse ‘neutra’, meramente processual, com diretrizes e lógica próprias, separada totalmente da ordem econômica e social, esterilizando, assim, a capacidade de intervenção do Estado na economia. Separada da constituição financeira, a constituição econômica de 1988 foi transformada em mera ‘norma programática’.”

⁸⁵ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, pp. 67-9.

⁸⁶ CHESNAIS, François. *Op. cit.*, p. 38: “Se o movimento social viesse aplanar o terreno mais clara e profundamente do que começou a fazer em França, em Dezembro de 1995, o ‘impensável’ poderia também ser pensando no domínio econômico um por em causa do caráter sagrado da dívida pública, por exemplo, cuja aceitação é a pedra fundamental da dominação financeira à semelhança do que acontece em todas as outras esferas da vida social.”

direito financeiro, a ordem jurídica brasileira asseguraria verdadeira dominância monetária em relação ao orçamento fiscal, inobstante os custos dessa dominância em termos de direitos fundamentais inadequadamente providos pelo Estado⁸⁷.

Nesta ordem de considerações, o conjunto de normas financeiras constitucionais e também infraconstitucionais passariam a ser incompatíveis com as diretrizes e objetivos das normas econômicas da Constituição Federal, que asseguram ser o desenvolvimento econômico e social o objetivo final da atuação financeira do Estado. Transvestido de programa de responsabilidade, aprovar-se-ia verdadeiro arsenal de proteção de interesses rentistas contra a formulação de políticas econômicas que poderiam colocar em risco o pagamento da dívida pública, ainda que em remoto futuro⁸⁸. A esta inversão do programa econômico-constitucional promovido pelas normas financeiras Bercovici e Massonetto chamam “constituição dirigente invertida”⁸⁹.

A proposta brasileira de incluir na Constituição itens ligados à responsabilidade fiscal – tais como a proibição de anulação de dotações para pagamento dos serviços da dívida por emenda parlamentar à proposta orçamentária ou a fixação de limites para o crescimento de despesas –, porém, não é novidade nem particularidade brasileira, e está relacionada à ideia de “compromisso crível”, conceito esse trabalhado no âmbito da teoria da regulação. Trata-se da necessidade de o Estado que apresente baixa credibilidade na implementação de suas políticas de comunicar as suas intenções à sociedade por meio de estratégias que poderiam parecer drásticas de outro modo, tais como estabelecer como regra constitucional a paridade cambial, a impossibilidade de alterar regras relativas a

⁸⁷ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, pp. 69-70: “No Brasil pós-1988 há, portanto, a consolidação da supremacia do orçamento monetário, ou seja, a garantia do custo da moeda (definido pelo Banco Central e pelo Conselho de Política Monetária – COPOM, à margem do Congresso Nacional), voltado para a estabilidade monetária, sobre o orçamento fiscal.”

⁸⁸ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 71-2: “A ordem econômica intervencionista e dirigente da Constituição de 1988 é isolada de seus instrumentos financeiros, cuja efetividade é medida em si mesma, sem qualquer relação com os objetivos da política econômica estatal ou da ordem econômica constitucional. A Lei de Responsabilidade Fiscal e a insana proposta de emenda constitucional instituindo o déficit nominal zero são meios de excluir o orçamento da deliberação pública, garantindo metas de política monetária muitas vezes impostas de fora e em favor de interesses econômicos privados, que desejam uma garantia sem risco para seus investimentos ou para sua especulação financeira. A implementação da ordem econômica e da ordem social da Constituição de 1988 ficaram restritas, assim, às sobras orçamentárias e financeiras do Estado. A constituição financeira de 1988 foi, deste modo, ‘blindada’. A Lei de Responsabilidade Fiscal apenas complementa este processo, ao vedar a busca do pleno emprego e a implementação de outra política financeira. Neste processo, é importante ressaltar a edição da Lei n. 10.028, de 19 de outubro de 2000, que, dentre várias medidas draconianas, tipifica como crime a promoção do déficit público.”

⁸⁹ BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. *Op. cit.*, p. 73: “Por outras palavras: a constituição dirigente das políticas públicas e dos direitos sociais é entendida como prejudicial aos interesses do país, causadora última das crises econômicas, do déficit público e da ‘ingovernabilidade’; a constituição dirigente invertida, isto é, a constituição dirigente das políticas neoliberais de ajuste fiscal é vista como algo positivo para a credibilidade e a confiança do país junto ao sistema financeiro internacional. Esta, a constituição dirigente invertida, é a verdadeira constituição dirigente, que vincula toda a política do Estado brasileiro à tutela estatal da renda financeira do capital, à garantia da acumulação de riqueza privada.”

concessões públicas, ou a impossibilidade de alterar o equilíbrio econômico-financeiro de contratos com a Administração⁹⁰.

Conforme demonstrado anteriormente, a visão econômica neoliberal apresenta a dívida pública como um acidente, isto é, como o resultado de um desajuste entre arrecadação e despesas públicas⁹¹. Há, contudo, visão alternativa de que a dívida pública seja a própria fundadora do modo de produção capitalista e, em consequência, de uma economia monetária⁹². Nesta linha, afirma-se que a dívida pública foi elemento importante da própria constituição do Estado Moderno, a partir de uma aliança que se estabeleceu entre os príncipes, interessados na manutenção e no fortalecimento dos exércitos e do aparato burocrático que lhe garantiam o poder político e que demandavam recursos financeiros para ampliação, e os capitalistas, interessados na existência de uma estabilidade política e social que permitisse o desenvolvimento do comércio e a segurança das relações⁹³.

Ao longo de sua história, a tomada de crédito pelo Estado alterou-se. Atualmente, os títulos públicos não são mais, em sua grande maioria⁹⁴, emitidos na forma de documentos físicos. Não há mais, portanto, a cartularidade, que é característica essencial dos títulos de crédito. Ao contrário, os títulos públicos são emitidos de forma escritural e sua negociação

⁹⁰ CHANG, Ha-Joon. *The Economics and Politics of Regulation*, p. 713: “One interesting recent extension of this literature concerns the issue of ‘credible commitment’ in regulatory reform (for some recent examples, see Levy and Spiller, 1994; Willig, 1994). A government, it is argued, that suffers from a credibility problem (e.g., due to a past record of policy volatility) should deliberately take actions that limit its policy flexibility in order to make its commitment to reform credible – possible actions include things like bidding itself to some simple and rigid rules, setting up politically independent regulatory agencies, or even ‘borrowing’ the credibility of some external authorities (e.g., international financial institutions).”

⁹¹ CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 33: “A primeira constatação que surge naturalmente sobre o tema é que os empréstimos são necessários todas as vezes que os gastos do Estado superam sua arrecadação ou os recursos acumulados que ele detém.”

⁹² GRAEBER, David. *Dívida: os primeiros 5.000 anos*, p. 66: “Em 1694, uma associação de banqueiros ingleses fez um empréstimo de 1,2 milhão de libras ao rei. Como pagamento, eles ganharam o monopólio real sobre a emissão de cédulas. Na prática, isso significou que obtiveram o direito de repassar valores equivalentes a uma parte do dinheiro que o rei devia a eles para qualquer habitante do reino que quisesse realizar um empréstimo ou depositar o seu dinheiro no banco – com efeito, isso significou fazer circular ou ‘monetizar’ a dívida real recém-criada.” E mais a frente, na página 75: “Os governos usam impostos para criar dinheiro e conseguem fazer isso porque se tornaram os guardiões da dívida que todos os cidadãos têm uns com os outros. Essa dívida é a essência da própria sociedade. Ela existe muito antes do direito e dos mercados, e o dinheiro e os mercados em si não passam de modos de dividi-la em pedacinhos.”

⁹³ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 78: “Nos sécs. XIV e XV, o avanço da estrutura de Poder Público que veio a constituir o Estado demandou maiores gastos por parte dos príncipes de então. Até mesmo para impor a sua autoridade, fez-se necessária, de forma crescente, a manutenção de exércitos e a organização da burocracia. Por essa razão, o imperativo de obter recursos para fazer frente aos gastos públicos, e mesmo aos seus privados, fez tais príncipes recorrerem à classe de financistas que cada vez mais estabelecia laços com o Estado. Entre o setor financeiro e a nascente estrutura estatal estabelecem-se laços que vão cada vez mais, até os dias atuais, aprofundar-se.”

⁹⁴ Exceção feita a alguns títulos emitidos no século passado ainda não apresentados para troca ou pagamento – ver artigo 5º da Lei n. 10.179/2001 e Circular BACEN n. 3.587/2012.

ocorre por meio de sistema informatizado de liquidação e custódia⁹⁵, com consequências na abrangência do mercado de dívida pública e no funcionamento dos mercados globais.

A introdução da telemática na dinâmica dos negócios financeiros revolucionou a circulação dos valores mobiliários e também dos títulos públicos. A existência de títulos baseados em documentos físicos ao portador se tornou cada vez mais rara, considerando a redução expressiva dos custos de transação relacionados à existência de títulos meramente escriturais, cujo controle, custódia e transferência se dão de maneira informatizada. Ademais, a informatização resultou em melhorias na gestão da dívida pública, por meio da existência de informações mais seguras e tempestivas aos órgãos responsáveis por sua gestão⁹⁶.

A existência de títulos escriturais também reduz os riscos sistêmicos relacionados à liquidação de operações com títulos, na medida em que a telemática permite que as compensações e liquidações recíprocas ocorram de forma muito mais veloz do que ocorreriam caso necessária a liquidação com títulos físicos⁹⁷.

Essa revolução tecnológica ampliou o volume de negócios internacionais, com impactos sobre todo o mundo. Neste contexto, o financiamento do desenvolvimento dos países do chamado “terceiro mundo”, beneficiou-se nesse período do capital internacional disponível⁹⁸. A crise de dívida dos países em desenvolvimento ao final da década de 1970, por outro lado, deu-se a partir da interrupção do paradigma das finanças internacionais até então vigente, resultante de redução drástica da liquidez internacional⁹⁹ e reforçando essa restrição do crédito de economias em desenvolvimento.

⁹⁵ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 40: “Na verdade, atualmente é mais adequado considerar-se título público como o ativo ou instrumento financeiro, registrado em um sistema de negociação, que tem como devedor uma pessoa jurídica de direito público.”

⁹⁶ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 58: “A informatização de todos os dados referentes aos títulos públicos, em virtude de seu caráter precipuamente escritural, permite também um controle efetivo mais direto e exato da dívida pública, facilitando a gestão governamental.”

⁹⁷ PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Aspectos jurídicos do pós-negociação de ações*, p. 28: “A resposta para o *Paper crunch*, ou seja, a solução para os gargalos na liquidação dos negócios jurídicos com valores mobiliários consistia na automatização dos procedimentos e na adoção da liquidação por meio eletrônico. Esta conclusão foi fundamentada pelo relatório intitulado *Clearance and Settlement in World's Securities Markets* elaborado pelo *The Group of Thirty* e publicado em 1989 (“Relatório do G30”).” Ver também CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 59.

⁹⁸ CHANG, Ha-Joon. *Op. cit.*, p. 709: “(...) Until the debt crisis, many developing countries could continue to finance their developments through the international capital market, and therefore could sustain their early post-war policy regimes. Nevertheless, the 1970s saw the gradual evaporations of the consensus in many developing countries on their existing models of state-led industrialisation.”

⁹⁹ CHANG, Ha-Joon. *Op. cit.*, p. 712: “We have already mentioned that many developing countries could sustain their early post-war policy-regimes during the 1970s thanks to the availability of cheap finance recycled by the oil-exporting countries. However, this option became increasingly expensive with the introduction of restrictive macroeconomic policies (especially high-interest policies) in the developed countries from the end of the 1970s, and finally became unsustainable with the Mexican default of 1982. With the sudden drying up of international capital, except for the most creditworthy (e.g Korea), many developing countries, mainly from Latin America and Africa, plunged into a period of prolonged recession and economic decline during this ‘lost decade of development’ (the term comes from Singh, 1990).”

No momento atual, radicaliza-se a revolução financeira proporcionada pela aplicação da telemática nos sistemas de negociação de títulos e valores mobiliários, com a entrada em ação de novos agentes, entre eles especuladores com estratégias baseadas em algoritmos de negociação de alta frequência. Neste contexto, dilui-se por completo a relação entre o título de dívida pública e a destinação dada pelo Estado aos recursos, separando-se o valor dos ativos dos fundamentos do investimento a ser realizado pelo tomador dos recursos, visando uma específica estratégia de desenvolvimento.

A entrada no mercado de novos agentes, tais como os fundos soberanos, também agrega complexidade especial ao mercado, dada a possibilidade de condução de agendas desconhecidas por parte desses novos agentes, orientados não apenas por retornos financeiros, mas também por estratégias geopolíticas de longo prazo. Mais uma vez, distanciam-se os fundamentos econômicos ou o mérito da aplicação dos recursos captados do preço dos ativos negociados.

Os fundos soberanos não são mais do que o resultado do acúmulo de reservas internacionais por parte dos países superavitários nos fluxos financeiros internacionais, o que permite a segregação de parte dos recursos em moeda estrangeira para aplicações de maior prazo¹⁰⁰. Embora representem estoque em valores crescentes internacionalmente, o estoque de recursos detido por estes fundos, em comparação a outros *players* como *hedge funds*, *private equity funds* ou mesmo ao mercado financeiro nacional privado, ainda é reduzido, representando ainda limitada preocupação do ponto de vista da regulação financeira internacional. Este aspecto, porém, pode rapidamente se alterar a depender da velocidade de crescimento do estoque de ativos de tais fundos.

Conforme já apresentado, o Brasil historicamente sempre se apresentou como devedor internacional, posição essa consistente com a condição de país em processo de desenvolvimento. Considerando-se a posição dos ativos internacionais detidos por brasileiros em comparação aos ativos brasileiros detidos por estrangeiros, verifica-se que o Brasil ainda é devedor líquido, valendo-se de capital estrangeiro para o financiamento de sua atividade econômica¹⁰¹.

Por outro lado, recentemente passou-se a festejar suposta nova condição de credor internacional do país, em razão da existência de ativos financeiros por parte do país supe-

¹⁰⁰ JOHNSON, Simon. The rise of sovereign wealth funds, p. 1: “SOVEREIGN wealth funds are a fairly new name for something that’s been around for quite a while: assets held by governments in another country’s currency. All countries have foreign exchange reserves (these days, they’re typically in dollars, euros, or yen). When a country, by running a current account surplus, accumulates more reserves than it feels it needs for immediate purposes, it can create a sovereign fund to manage those “extra” resources.”

¹⁰¹ Isto pode ser observado a partir da posição de investimentos internacional (PII), divulgada pelo Banco Central do Brasil, que em último quadrimestre de 2016 se situava em saldo devedor de US\$ 695,7 bilhões. Em outras palavras, o saldo dos ativos no exterior (ativo estrangeiro bruto) detidos pelo país era US\$ 695,7 bilhões menor que o saldo dos seus passivos com o exterior (passivo estrangeiro bruto), o que pode ser conferido em Ipeadata (<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>): Posição de Investimentos Internacional – Passivo Externo Líquido – US\$ (milhões) – Banco Central do Brasil, Posição de investimento internacional (Bacen / PII) – BPAG4_PEL4. Metodologia do Manual de Balanço de Pagamentos e Posição Internacional de Investimento do FMI (6ª ed., 2009).

riores à sua dívida pública externa. A passagem do Brasil de devedor para credor internacional (o chamado “repatriamento de capitais”)¹⁰², contudo, deu-se em condições desvantajosas para o país. Tal passagem foi possível graças à emissão de títulos da dívida interna com juros superiores aos praticados na dívida externa. De maneira a compensar o risco cambial, os títulos foram emitidos conjuntamente a um aumento das operações de *swap* cambial realizadas pelo Banco Central do Brasil, expondo o país aos mesmos riscos de variação cambial existentes previamente.

1.2 DÉFICIT FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

1.2.1 A dinâmica da dívida pública

O recurso a empréstimos por parte do governo como forma de financiamento de suas despesas foi criticado amplamente no passado, sob o argumento de que desviaria recursos de setores produtivos privados¹⁰³. Esse argumento era especialmente relevante no passado, quando as funções do Estado eram limitadas em relação às previstas nas modernas constituições sociais de hoje em dia, e quando o patrimônio estatal se confundia, com frequência, com o patrimônio privado do governante.

Mais recentemente, o debate se ampliou na literatura e na prática econômica, com a defesa dos gastos públicos, mesmo em situação de déficit, como forma de estímulo à demanda agregada e, conseqüentemente, de preenchimento do hiato de produção, recolocando a economia em pleno emprego. Embora tenha sido encarado no passado como elemento negativo e excepcional, o crédito está absolutamente incorporado atualmente como uma fonte ordinária de financiamento da ação do Estado¹⁰⁴.

A compreensão do papel estabilizador que o Estado desempenha na economia foi o respaldo teórico necessário para o abandono do estrito consenso sobre a necessidade de se observar equilíbrio orçamentário em bases anuais. Até então tal equilíbrio era tido como premissa, apenas afastada em momentos críticos de guerra. A essa compreensão somaram-se demandas sociais cada vez mais fortes por maior oferta de bens e serviços públicos, modificando por completo o tamanho do Estado em relação aos períodos históricos anteriores¹⁰⁵. Esta tendência apenas começou a ser revertida nas últimas décadas do século

¹⁰² BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 629: “A essa tendência chamam os financistas ‘repatriamento de capitais’ ocorre, geralmente, quando o país devedor dos empréstimos públicos passa a credor da dívida comercial, porque exportou sem importar, geralmente em períodos de guerra.”

¹⁰³ ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, p. 173: “Grandes pensadores como Montesquieu, Colbert, Quesnay, Adam Smith e outros criticavam a utilização do crédito público, não apenas pelo seu uso inapropriado pelos governantes, normalmente aplicado em atividades belicosas, mas principalmente por afastar os esforços da aplicação dos recursos em áreas produtivas como a agricultura, o comércio ou a indústria, sendo direcionados à atividade financeira que, segundo eles, nada criava ou acrescentava à nação.”

¹⁰⁴ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 24-5.

¹⁰⁵ OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 64: “Após a Segunda Guerra Mundial, a rígida regra do equilíbrio orçamentário foi substituída por regras que permitiam que as decisões orçamentárias tivessem a finalidade de amenizar a amplitude dos movi-

XX, diante das consequências do elevado endividamento estatal sobre o desempenho econômico dos países¹⁰⁶.

O crédito público apresenta alguns efeitos econômicos importantes, tais como o auxílio no controle da inflação¹⁰⁷ – mormente quando o recurso levantado não é utilizado para financiamento de despesas correntes – e o aumento da liquidez financeira do governo em períodos de maior restrição orçamentária decorrente de momentos de retração econômica¹⁰⁸. O principal efeito econômico do crédito público de interesse para o Direito, contudo, diz respeito à sua capacidade de deslocar no tempo os encargos financeiros de uma determinada ação estatal. Esse efeito é de especial interesse para o Direito, por conta de suas implicações sobre a Justiça, em uma perspectiva intertemporal ou intergeracional¹⁰⁹.

mentos ondulatórios (ciclos) a que estavam sujeitas as condições econômicas. Um desses tipos de regras visava alcançar o equilíbrio entre receitas e despesas ao longo do ciclo econômico: sinteticamente, geração de superávits nos bons tempos para compensar o natural déficit que ocorreu ou ocorreria na fase baixa do ciclo (baixo crescimento ou recessão).

Por conta dessa mudança na compreensão política e econômica sobre a interação das finanças públicas com o desempenho econômico geral do país, as restrições fiscais foram relaxadas e as demandas sobre os governos ganharam força. Na maioria dos países democráticos, o maior volume da despesa pública passou a ser decorrente de programas e benefícios estabelecidos em leis permanentes, reduzindo a parte que a cada ano poderia ser destinada, discricionariamente, a investimentos ou consumo.

No século XX, os gastos públicos aumentaram em praticamente todos os países. Nos países desenvolvidos, aumentaram, em média, em percentagem do PIB de 28% em 1960 para 40% nos vinte anos seguintes. Essa postura de acomodação fiscal passou a ser questionada ante a deterioração do desempenho econômico após os choques do petróleo na década de 1970.”

¹⁰⁶ ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 173-4: “De fato, correntes econômicas manifestaram posições vacilantes a respeito da utilização deste instrumento de financiamento. Inicialmente, rejeitavam seu emprego, com a justificativa de que tal medida oneraria gerações seguintes e futuras por obrigações assumidas pelas anteriores. Já a partir da década de 30 do século XX, sob a influência da doutrina de Keynes, verificou-se a multiplicação da sua utilização, por considerar-se que a injeção de dinheiro na economia implicaria a ampliação dos investimentos, o desenvolvimento da indústria e dos serviços e, por consequência, geraria um aumento no emprego, na renda e nos tributos. Todavia, a partir da década de 80 do século XX, devido ao desequilíbrio orçamentário excessivo que a expansão do crédito público mundial criou, as nações ocidentais passaram a buscar uma nova forma de utilizar o crédito público, com equilíbrio e parcimônia.”

¹⁰⁷ ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 178: “O controle da inflação, ao se retirarem temporariamente os recursos financeiros de circulação, a partir da contratação dos empréstimos, com a devolução do dinheiro em momento posterior já em fase de equilíbrio e de estabilidade monetária é, também, um mecanismo utilizado juntamente com a tributação no processo de controle do consumo excessivo.”

¹⁰⁸ ABRAHAM, Marcus. *Idem, ibidem*. “Outro efeito é o de propiciar liquidez financeira e recursos para financiar o atendimento de despesas públicas em períodos de retração ou até mesmo de depressão econômica, complementando a função dos tributos, uma vez que nesses períodos de baixa produtividade, consumo e investimentos, as receitas tributárias se reduzem, na medida em que a produtividade em geral é afetada negativamente.”

¹⁰⁹ ABRAHAM, Marcus. *Idem, ibidem*. “O primeiro reflexo percebido pelo financista seria o de que as gerações futuras partilhariam as despesas da atualidade, como um processo de repartição de encargos no tempo, diferentemente do que ocorre em regra com a tributação que divide o gravame entre os indivíduos no mesmo período. O benefício das gerações futuras se originaria no resultado dos investimentos realizados e concretizados a partir da contratação dos empréstimos, compartilhando o ônus com as gerações presentes.”

Ademais, a dívida pública não possui modernamente apenas a finalidade de suprir os recursos necessários para cobertura de déficits pontuais do Estado. A dívida pública também apresenta como função macroeconômica a sua instrumentalidade na execução da política monetária¹¹⁰, por meio do balizamento da criação de uma curva de juros que sirva de referencial para os financiamentos ao setor privado.

O acompanhamento da sustentabilidade fiscal de um país ocorre normalmente por meio do critério da evolução da dívida líquida do setor público, que engloba as obrigações do setor público não financeiro deduzidas dos ativos financeiros de titularidade do setor público. De maneira mais completa, porém igualmente mais complexa, argumenta-se a favor de uma medida mais abrangente, que inclua entre os ativos aqueles de natureza não financeira, tais como ações de empresas e imóveis, e entre os passivos, também os passivos contingentes¹¹¹.

Ao tratar de dívida pública, é importante de antemão fixar alguns conceitos que permitirão delimitar o fenômeno. O primeiro conceito que vale delimitar diz respeito ao que se entende por “setor público” no Brasil. Como demonstrado, muito se discute mundialmente na literatura econômica a respeito da abrangência das estatísticas fiscais, havendo vantagens e desvantagens em cada abordagem. No caso brasileiro, o “setor público” engloba a administração direta, autárquica e fundacional de todos os entes federais, suas respectivas empresas estatais, o Banco Central do Brasil e a Previdência Social, na figura do Instituto Nacional de Seguro Social¹¹².

A partir dessa delimitação são apresentados alguns conceitos acessórios, como o de “governo central”, que abrange o Tesouro Nacional, o INSS e o Banco Central; o de “governo federal”, que abarca o Tesouro Nacional e o INSS apenas; o de “governo geral”, que abrange os governos federal, estadual e municipal; o de “governos regionais”, que captura os governos estaduais e municipais apenas; e, o de “empresas estatais”, que engloba as estatais federais, estaduais e municipais¹¹³.

Do ponto de vista meramente contábil, a variação da dívida pública é obtida por meio da variação das suas componentes, dívida interna, dívida externa e base monetária¹¹⁴. Con-

¹¹⁰ Sobre a importância dos títulos públicos na gestão macroeconômica ver CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 50.

¹¹¹ SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. Conceito e estatísticas da dívida pública, p. 102: “Um ponto importante a destacar é que o conceito de dívida líquida é o que mais comumente se utiliza para fins de acompanhamento da sustentabilidade fiscal de um país. O Fundo Monetário Internacional (FMI) defende inclusive a criação de um conceito mais amplo, que representaria o ‘patrimônio público’, o qual incluiria ativos não financeiros, como ações de empresas estatais e imóveis, e passivos contingentes, dentre outros itens.”

¹¹² SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Op. cit.*, p. 101.

¹¹³ SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Idem, ibidem*.

¹¹⁴ A base monetária e as operações compromissadas do Banco Central com o setor privado integram a Dívida Pública Federal (DPF) e, conseqüentemente, a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), para fins de estatísticas fiscais. SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Op. cit.*, p. 109. A semelhança entre o papel-moeda, isto é, a base monetária na sua origem, e os empréstimos públicos não é recente e remonta à própria história dos padrões de emissão do papel-moeda como representante fiduciário de um montante entesourado pelo Estado. Ver, neste sentido, CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 79:

tudo, do ponto de vista econômico, temos que essa variação é decorrência de três variáveis fundamentais, relacionadas à política macroeconômica: superávit primário, juros sobre a dívida interna e juros sobre a dívida externa¹¹⁵. Essa identidade contábil deixa clara uma verdade inescapável, qual seja a de que o Estado possui apenas três formas de financiar seus gastos: (i) operações de crédito junto ao setor privado; (ii) tributação; e, (iii) emissão de moeda. Cada uma dessas alternativas apresenta vantagens e desvantagens, tanto de natureza política, quanto de natureza macroeconômica.

As operações de crédito junto ao setor privado tornam o governo mais vulnerável a possíveis diminuições da liquidez internacional, que podem subitamente restringir o crédito. Esse fator é ainda mais marcante quando se trata de endividamento externo, na medida em que o seu pagamento dependerá da disponibilidade de moeda estrangeira em poder do país no momento do vencimento da dívida¹¹⁶.

O financiamento do déficit público no sistema bancário nacional evita os riscos inflacionários do seu financiamento pelo Banco Central, na forma de emissão de moeda. Contudo, apresenta efeito de restrição do crédito ao setor privado, por meio da elevação da taxa de juros, em decorrência da elevação da demanda total por crédito. Esse efeito é chamado de “*crowding-out*” e o seu grau dependerá, entre outras variáveis, do grau de abertura do país aos fluxos financeiros internacionais, dado que uma elevação dos juros, sob plena liberdade de fluxos financeiros, tenderá a estimular maior entrada de capitais internacionais em busca de melhores retornos¹¹⁷.

“Essa aproximação entre os títulos públicos e a moeda corrente foi uma constante na época, em especial diante da prática cada vez mais comum de emissão de papel-moeda pelos Estados. Com efeito, era em voga então a noção de que o papel-moeda somente deveria ser lançado adequadamente em contrapartida à existência de lastro entesourado. Tratava-se de uma espécie de representação documental de uma quantidade de metal precioso mantida nos cofres do Tesouro. Contudo, devido a crises financeiras de naturezas diversas, para financiar suas atividades, o Poder Público lançava mão da emissão de papéis sem a presença de lastro respectivo, fator esse que levava à conclusão de que se tratava de algo semelhante a um empréstimo. Ademais, diante de certas características típicas, como a circulação ao portador e mesmo o curso forçado, os títulos que nasciam como espécie de empréstimo efetivamente circulavam como dinheiro corrente.” A inclusão das operações compromissadas na dívida pública se justifica em razão do risco que geram de financiamento do Tesouro por parte do Banco Central indiretamente valendo-se do sistema bancário, cf. BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 637: “Se, porém, essa técnica for levada ao extremo, como sucede na premente necessidade do Tesouro em tempo de guerra, há perigo de ela degenerar no terceiro método – emissão de bilhetes do Tesouro com as costumeiras repercussões inflacionárias. Isso acontece quando os títulos públicos adquiridos pelos bancos comerciais são admitidos como garantias para resconto ou empréstimos, que eles, por sua vez, levantam no Banco Central.”

¹¹⁵ ROCHA, Fabiana. Déficit público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações, p. 494.

¹¹⁶ TANZI, Vito. *Fiscal deficit measurement: basic issues*, p. 30: “Many countries have had to face two realities in the past decade. The first is the debt crisis, which has sharply reduced the developing countries’ access to external resources and has made it highly desirable for them to grow at a sustained pace so as to reduce their debt burden over time. The second is that excess demand, originating from the public sector, has been at least partially responsible for the balance of payment difficulties that many of these countries have encountered. These two realities require that the public sector’s claims on the economy be reduced while at the same time the productive capacity of the economy is stimulated.”

¹¹⁷ BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. The choice between external and domestic debt in financing budget deficits: the case of central and west african countries, p. 9: “Domes-

O crédito externo, embora tenha sido internalizado na memória coletiva brasileira como algo negativo, apresenta também claros pontos positivos a serem levados em consideração na composição da estrutura de capital de um ente público interessado em financiar o seu déficit. Entre os benefícios do crédito externo em relação às demais possibilidades de financiamento, tem-se o fato de que o crédito externo apresenta menor probabilidade de resultar no efeito *crowding-out*, ao mesmo tempo em que elimina a tentação de o governo gerar inflação como forma de reduzir o valor real do estoque de dívida. Assim, pode-se dizer que, em alguma medida, o crédito externo seja um indutor de maior disciplina monetária, especialmente se se considerar que maior inflação, pela teoria da paridade internacional de preços¹¹⁸, tende a produzir depreciação cambial, o que no caso de haver dívida nomeada em moeda estrangeira, resultará em ampliação da dívida total do ente público. Destarte, a existência da dívida representará um desincentivo ao financiamento do governo por meio da emissão inflacionária de moeda¹¹⁹.

A relação entre a balança de pagamentos e o endividamento de uma nação é uma simples condição contábil, que independe do modelo ideal de economia que se adote. Considerando que há identidade contábil entre os ativos do setor financeiro e os seus passivos, assim como reconhecendo que os passivos do setor financeiro consistem justamente nos meios de pagamento à disposição do setor não financeiro da economia, uma elevação dos ativos do setor financeiro ocasionada por um aumento do endividamento público ou privado, levará, necessariamente a um aumento dos meios de pagamento ou a uma redução na posição dos ativos líquidos externos. Finalmente, considerando que a balança de pagamentos reflete a variação líquida na posição dos ativos e passivos internacionais, provocada por fatos relacionados à balança comercial, de serviços, por transferências unilaterais ou pela realização ou pagamento de empréstimos com o exterior, conclui-se, por identidade contábil, que, se for do interesse do país o controle dos meios de pagamento por razões de política monetária, isso levará, necessariamente, sob um quadro de déficit fiscal, a uma piora na posição externa desse mesmo país.

tic borrowing from the banking system (excluding the central bank) and the private sector requires a relatively well-developed financial intermediation system. It reduces inflationary pressures and the risk of external debt crises. However, it tends to have a crowding-out effect on private investment (above all when there are restrictions on capital flows) and thus penalize growth.”

¹¹⁸ Sobre o tema ver KRUGMAN, Paul; OBSFELFD, Maurice. *Economia internacional*, p. 276: “Assim, concluímos que: um aumento na oferta de moeda de um país faz com que sua moeda se deprecie no mercado de câmbio. Ao percorrer a Figura 14.8 no sentido contrário, pode-se ver que uma redução na oferta de moeda de um país faz com que sua moeda se aprecie no mercado de câmbio.”

¹¹⁹ BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. *Idem, ibidem*. “External borrowing often appears attractive because of lesser crowding-out effects on private investment, and reduced risks of inflationary pressures. Moreover, resorting to external financing can induce greater fiscal and monetary discipline, since it eliminates any incentive the government might have to generate inflation in order to reduce the real debt burden. However, theory needs highly restrictive conditions to establish these advantages, while empirical studies suggest that external financing is not a panacea for governments (see de Fontenay, Milesi-Ferretti, and Pill; Gray, 1996; and Gray and Woo, 2000). Although government external borrowing does not directly affect domestic interest rates and the supply of loanable funds, it may also crowd out private investment through its impact on prices or the nominal exchange rate (in a flexible or managed exchange rate regime).”

Finalmente, a emissão de moeda tem a vantagem de poder ser rapidamente mobilizada para o financiamento da ação do Estado. Contudo, na medida em que a emissão de moeda não seja acompanhada da expansão do produto da economia, tal expansão tenderá a reduzir o poder de compra da moeda à disposição da população, reduzindo a sua renda disponível para consumo da mesma forma que um tributo¹²⁰. De forma mais grave que um tributo, porém, tal perda de poder de compra se opera sem o debate democrático e sem os limites constitucionais normalmente relacionados à criação ou aumento dos tributos. Além disso, o “imposto inflacionário” tende a prejudicar mais fortemente às classes mais baixas da população, incapazes de acessar o setor financeiro para a aplicação defensiva dos seus recursos contra os efeitos da inflação, inclusive por meio da manutenção de depósitos em moeda estrangeira fora do país, como parte relevante da população mais abastada acostumou-se a praticar no Brasil.

Nesta ordem de considerações, argumenta-se que a origem da inflação no Brasil nos anos 1980 encontra-se no desequilíbrio das contas públicas. Ao mesmo tempo em que a inflação mascarava a ausência de recursos suficientes para fazer frente às despesas, em razão do efeito Tanzi-Bacha¹²¹, era ela reforçada pelos recorrentes déficits públicos, financiados pela expansão monetária do período¹²².

A inter-relação existente entre a política fiscal e a política monetária é conhecida na literatura econômica há muitas décadas. Thomas Sarjent e Neil Wallace demonstraram, por exemplo, em 1981, as formas de coordenação entre ambas as políticas e as condições de eficácia da política monetária no combate à inflação. Explicando o conceito de “dominância monetária” e “dominância fiscal”, os autores defenderam que a plena capacidade da autoridade monetária em conduzir a inflação apenas existe em um contexto de independência para definição da base monetária. Neste contexto, a autoridade fiscal não poderia contar com receitas de *seignorage* além das previamente estabelecidas na estratégia da autoridade monetária, vivenciando uma verdadeira condição de restrição orçamentária a condicionar a condução da política fiscal¹²³.

¹²⁰ BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. *Op. cit.*, p. 8: “The budget deficit can be covered directly by money creation by the central bank or, more generally, by increased credit of the banking system. The direct cost can be minimal or even nil, but macroeconomic risks are substantial. Excessive monetary financing results in excess overall demand, which, in turn, translates, into inflation or, under a fixed exchange rate, pressure on the balance of payments.”

¹²¹ Sobre o assunto, ver BACHA, Edimar. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *passim*. Ver também GIAMBIAGI, Fábio; ALÉM, Ana Cláudia. Finanças públicas: teoria e prática no Brasil, pp. 124-6.

¹²² OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 43: “Na raiz do processo inflacionário que o Brasil viveu nas décadas de 1980 e 1990 estava o descontrole fiscal, com repercussão no aumento da dívida pública. As consequências negativas para o desenvolvimento econômico advindas da constatação e percepção de descontrole fiscal pelos agentes econômicos são conhecidas: aumento da taxa de juros requerida pelos compradores de títulos públicos, redução dos níveis de investimentos, redução da taxa de criação de empregos e, conseqüentemente, diminuição do bem-estar social.”

¹²³ SARJENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic, pp. 1-2: “On the one hand, imagine that monetary policy dominates fiscal policy. Under this coordination scheme, the monetary authority independently sets monetary policy by, for example, announcing growth rates for base

Por outro lado, sob o contexto de dominância fiscal, a autoridade monetária não possui completa liberdade para a definição da base monetária, pois a demanda por títulos públicos representaria um limite superior aos déficits orçamentários sem a receita de *seignorage*. Em outras palavras, sem a emissão de moeda para financiamento do déficit público, restaria tão somente o recurso ao mercado de crédito, com o aumento do estoque de dívida no mercado. Contudo, a demanda por títulos públicos não é infinita e, mesmo a juros elevados, encontrará um limite superior a partir do qual os déficits se tornam infianciáveis sem que se recorra à emissão de moeda. Nos casos em que a taxa de juros da dívida pública é superior à taxa de crescimento da economia, essa é uma consequência matemática, pois o aumento da dívida pública levará à necessidade de financiamento da própria despesa de serviços da dívida pública por meio de receita de *seignorage*¹²⁴.

A importância desta análise não reside no modelo matemático utilizado, mas no realce que confere à dinâmica que ocorre entre a autoridade monetária e a autoridade orçamentária. Essa dinâmica remete à discussão acerca dos desenhos institucionais existentes, conseqüentemente, das normas jurídicas utilizadas na criação e no reforço das referidas instituições. Essa dinâmica é permeada não apenas por considerações de ordem estritamente técnica, mas em âmbito de discussão fortemente politizada¹²⁵ e na qual destaca-se o resultado de comportamentos estratégicos.

A teoria dos jogos tem alguma contribuição a dar nesse ponto. Se a manutenção dos déficits é decorrência de uma crença da autoridade orçamentária de que a autoridade monetária não deixará de emitir moeda para socorrer o orçamento em caso de interrupção do

money for the current period and all future periods. By doing this, the monetary authority determines the amount of revenue it will supply the fiscal authority through seignorage. The fiscal authority then faces the constraints imposed by the demand for bonds, since it must set its budgets so that any deficits can be financed by a combination of the seignorage chosen by the monetary authority and bond sales to the public. Under this coordination scheme, the monetary authority can permanently control inflation in a monetarist economy, because it is completely free to choose any path for base money.”

¹²⁴ SARJENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. *Op. cit.*, p. 2: “The monetary authority’s inability to control inflation permanently under these circumstances follows from the arithmetic of the constraints it faces. Being limited simply to dividing government debt between bonds and base money and getting no help from budget surpluses, a monetary authority trying to fight current inflation can only do so by holding down the growth of base money and letting the real stock of bonds held by the public grow. If the principal and interest due on these additional bonds are raised by selling still more bonds, so as to continue to hold down the growth in base money, then, because the interest rate on bonds is greater than the economy’s growth rate, the real stock of bonds will grow faster than the size of the economy. This cannot go on forever, since the demand for bonds places an upper limit on the stock of bonds relative to the size of the economy. Once that limit is reached, the principal and interest due on the bonds already sold to fight inflation must be financed, at least in part, by seignorage, requiring the creation of additional base money. Sooner or later, in a monetarist economy, the result is additional inflation.”

¹²⁵ Como exemplo desse tipo de debate institucional permeado por considerações técnicas e políticas, ver os artigos de Gustavo Franco (“O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária”), de Cláudio Jaloretto (“Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais”), e de Alcides Ferreira (“Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional”), respectivamente, sobre a formação do CMN, BCB e STN no Brasil. Todos os artigos de encontram em BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*, citado entre as referências do presente trabalho.

financiamento, então, a estratégia ótima da autoridade orçamentária é manter o seu plano de déficits recorrentes. Contudo, se for crível a ameaça de não socorro da autoridade monetária, então, a interrupção por completo do financiamento pode se tornar um cenário a ser evitado a todo custo pela autoridade orçamentária¹²⁶.

Nesta ordem de considerações, uma importante medida na estruturação de uma gestão profissional de dívidas públicas no Brasil deu-se com a proibição de emissão de títulos públicos pelo Banco Central. Com isso, objetivou-se a segregação definitiva na atividade de gestão fiscal e de gestão monetária¹²⁷. Nada obstante, discute-se atualmente a criação de autorização ao Banco Central para recebimento de depósitos remunerados, de maneira a evitar a utilização das operações compromissadas, que afetam sobremaneira o nível de endividamento público, na execução da política monetária¹²⁸. Mantida a separação entre o Caixa do Tesouro Nacional e o caixa da autoridade monetária, a redução da

¹²⁶ SARJENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. *Op. cit.*, p. 7: “The other crucial assumption that we have made is that the path of fiscal policy $D(t)$ is given and does not depend on current or future monetary policies. This assumption is not about the preferences, opportunities, or behavior of private agents, as is our first crucial assumption, but is, rather, about the behavior of the monetary and fiscal authorities and the game that they are playing. Since the monetary authority affects the extent to which seignorage is exploited as a revenue source, monetary and fiscal policies simply have to be coordinated. The question is, Which authority moves first, the monetary authority or the fiscal authority? In other words, Who imposes discipline on whom? The assumption made in this paper is that the fiscal authority moves first, its move consisting of an entire $D(t)$ sequence. Given that $D(t)$ sequence, monetary policy must be determined in a way consistent with it, if that is possible. [As we have seen, it may not be possible if the $D(t)$ sequence is too big for too long.] Given this assumption about the game played by the authorities, and given our first crucial assumption, the monetary authority can make money tighter now only by making it looser later.”

¹²⁷ HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, pp. 16-17: “O primeiro passo dessas reformulações foram as medidas legais, isto é, a modernização da legislação que disciplina as práticas da gestão da dívida. Um exemplo que pode ser citado nesse quesito foi a proibição da emissão de títulos em mercado pelo Banco Central. Em seguida, houve uma reestruturação da área do Tesouro diretamente responsável pelo gerenciamento da dívida pública. A Secretaria-Adjunta da Dívida Pública passou a ser dividida em três áreas, relativas às atividades de back, middle e front office. Além disso, foi criado um Comitê de Gerenciamento da Dívida Pública Federal formado pelo secretário-adjunto, pelos chefes de cada office e por coordenadores da Secretaria-Adjunta. O comitê teria funções importantes, como definir as diretrizes de médio e longo prazos para a Dívida Pública Federal e também as estratégias de curto prazo.”

¹²⁸ Nesse sentido, JALORETTO, Claudio. Banco Central do Brasil: evolução histórica e questões atuais, p. 81: “Nesse sentido, a possibilidade de utilização de títulos próprios para o manejo da liquidez é desejável, pois o BC não estaria dependente da emissão de títulos pelo governo, o que lhe dá maior autonomia para operar a política monetária. De outro lado, há o risco de conflitos potenciais, pois os títulos do BC podem concorrer com os títulos do governo em determinado mercado, particularmente em momentos de instabilidade financeira.” E na nota 27: “A proibição de emitir títulos não teve fundamentação econômica alguma e não constava da proposta encaminhada pelo governo ao Congresso. Foi inserida pelo relator na Câmara dos Deputados, deputado Pedro Novais, após reunião no Ministério do Orçamento e Gestão, que contou com a participação do deputado e assessores, representantes do Ministério do Orçamento e Gestão, do Ministério da Fazenda e do Banco Central. O deputado insistia em submeter todas as operações do BC ao Orçamento Fiscal, sob o argumento de que a emissão de títulos próprios pelo BC estaria aumentando a dívida pública e, portanto, camuflando despesas. Para superar o impasse, o então diretor do BC, Sérgio Werlang, propôs a proibição do BC de emitir títulos, com uma carência de dois anos.”

utilização de operações compromissadas com títulos públicos para o controle da liquidez poderia dar ainda maior credibilidade à proibição de financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central.

Em geral, considera-se a dívida pública sob controle quando o seu nível em relação ao produto da economia é mantido estável¹²⁹. Tecnicamente, fala-se em solvência intertemporal do governo quando, trazidos a valor presente, os superávits primários esperados para o futuro são equivalentes ao valor atual da dívida¹³⁰. Esta condição é chamada de “condição de jogo não Ponzi”, que equivale a dizer que os emprestadores não estão dispostos a financiar eternamente o governo, sem que o principal da dívida seja pago, senão com emissão de novas dívidas¹³¹. Isto não implica dizer que o governo não deve incorrer em déficits. Eles são não apenas possíveis, mas, em diversos casos, necessários. Implica, portanto, apenas dizer que deve haver pontos de inflexão da política fiscal, nos quais os déficits passam a superávits¹³².

A dinâmica da dívida pública apresenta um comportamento complexo, que pode resultar em crises de confiança na capacidade de pagamento do ente público, como decorrência do seu crescimento em percentual superior ao crescimento da riqueza total de um país medida pelo PIB. Isto, pois o crescimento da dívida pública em relação ao PIB implicará em um comprometimento cada vez maior do PIB para pagamento de juros sobre o estoque da dívida.

Argumenta-se que, neste cenário, caso não seja possível fazer frente, por meio de superávits primários, ao pagamento dos juros devidos, o déficit realimentará o saldo da dívida pública, por meio da emissão de nova dívida, em círculo vicioso apenas capaz de ser interrompido por ajuste fiscal que eleve o superávit fiscal para pagamento da dívida, em relação ao PIB, interrompendo a trajetória de crescimento da dívida e restabelecendo a confiança dos emprestadores na capacidade de pagamento do país¹³³. A crise de confiança, porém, nestes casos, costuma se apresentar como uma “profecia autorrealizada”.

¹²⁹ ROCHA, Fabiana. *Op. cit.*, p. 495.

¹³⁰ COSTA, Carlos Eugênio Ellery Lustosa da. Sustentabilidade da dívida pública, 81: “A dívida pública de um país é considerada sustentável se a restrição orçamentária do governo pode ser satisfeita sem ruptura nas políticas monetária e fiscal. Como vamos esclarecer ao longo do capítulo, isso implica que o valor da dívida pública não deve ser superior ao valor presente de todos os superávits primários futuros.”

¹³¹ ROCHA, Fabiana. *Op. cit.*, p. 496: “Para isso acontecer, a dívida deve crescer mais lentamente do que a taxa de juros. Essa condição de jogo não Ponzi é justificada com o argumento de que os emprestadores não estão dispostos a permitir que o governo perpetuamente pague sua dívida corrente simplesmente emitindo dívida nova. Se esse fosse o caso, a dívida cresceria a uma taxa igual à taxa de juros, e a dívida descontada em (10) não convergiria para zero.”

¹³² ROCHA, Fabiana. *Op. cit.*, p. 496: “Um governo pode efetivamente gerar déficits grandes e persistentes e ser considerado solvente desde que seja capaz de gerar superávits de tamanho apropriado em algum momento futuro. Assim, embora a condição de solvência requeira um ‘turning point’ de déficits para superávits, ela não diz nada a respeito do timing e da natureza dessa mudança.”

¹³³ BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. *Op. cit.*, pp. 22-3: “The primary deficit and interest due on debt can be financed either by contracting new debt or by tapping alternative sources of finance such as privatization receipts (divestiture of assets) or the gains from seignorage (generated by monetary creation). If the overall deficit (including interest) is greater than the nondebt-related financing sources, the government must issue new debt (in addition to any amount needed to

Assim, afirma-se que a análise da equação que descreve a evolução da relação entre dívida pública e produto da economia como resultado da dívida no período anterior, da taxa de juros, da taxa de crescimento, da receita de senhoriagem e do superávit primário, deixaria clara a ideia de que o adiamento de um ajuste fiscal necessário teria por consequência a necessidade de um ajuste fiscal ainda maior em momento futuro¹³⁴. Esse aspecto traz à luz a questão de deixar “a conta para ser paga” por gerações futuras, como será analisado à frente.

A dívida pública pode ser encarada de forma ampla ou de forma restrita. No primeiro caso, incluir-se-iam no conceito todas as obrigações financeiras do Estado, independentemente da origem. Assim, a dívida pública englobaria não apenas o resultado de operações de empréstimos de longo prazo, mas também eventual déficit previdenciário, saldo não quitado de precatórios judiciais, garantias concedidas, salários vencidos, faturas a pagar de fornecedores, entre outras¹³⁵. No segundo caso considerar-se-iam apenas as dívidas financeiras do Estado, decorrentes de contrato de mútuo ou de contrato de abertura de crédito.

A gestão da dívida pública em países em desenvolvimento sempre foi uma tarefa complexa, especialmente em razão dos maiores riscos envolvidos e do mercado financeiro pouco desenvolvido, o que se reflete em maior dificuldade de obtenção de recursos a pra-

refinance existing debt). Everything else equal, interest on the public debt will increase in line with the volume of debt outstanding, thereby widening the budget deficit and requiring further issuance of debt. Moreover, the government will likely need to offer higher interest rates to encourage savers to hold an increasing volume of public debt. At some point, interest on the existing debt and the budget deficit itself could be such that it becomes impossible to finance the deficit by government borrowing. (...)

As long as the primary deficit exceeds the sum of receipts and other nondebt-related financing, and as long as the real interest rate exceeds the rate of growth of the economy, the ratio of debt to GDP will continue increasing to an unsustainable level. Public debt may be deemed sustainable in the medium and long term if the ratio of the debt to GDP does not tend to increase continually. While there is no absolute criterion for establishing the maximum tolerable level for this ratio, levels above 80 percent of GDP are likely to result in serious debt-servicing difficulty, above all if domestic saving is weak and there is little demand for government bonds.” (p. 22-3).

¹³⁴ GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*, p. 231: “... adiar o ajustamento tende a torná-lo cada vez mais difícil, pois a postergação das medidas destinadas a obter esse ajuste implica a persistência de déficits, que por sua vez geram um aumento da dívida pública, que tende a realimentar através da conta de juros os déficits em períodos subsequentes, tornando o ajustamento requerido progressivamente maior.”

¹³⁵ ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 184: “A dívida pública propriamente dita representa o somatório das obrigações do Estado perante todos os seus credores referentes aos empréstimos públicos contraídos no mercado interno ou externo, seja através dos contratos diretos com instituições financeiras ou demais credores, seja pela emissão de títulos, para financiar as despesas públicas não cobertas pelas receitas públicas ordinárias, especialmente as tributárias. Há quem inclua, também, no conceito de dívida pública as garantias prestadas pelo Estado, uma vez que estas podem se converter em obrigação. Mas sob a ótica de um conceito mais amplo, é comum a referência à dívida pública consolidada, que engloba as obrigações relativas aos empréstimos de longo prazo, juntamente com todas as demais obrigações estatais, tais como as obrigações previdenciárias, com o pagamento de salários, aquisição de móveis ou imóveis, pagamento de fornecedores e prestadores de serviços, precatórios etc.”

zos e juros administráveis¹³⁶. Até o final da década de 1990, no Brasil, o foco da gestão da dívida pública sempre foi o curto prazo. Isso foi decorrência do cenário macroeconômico desajustado, com elevada inflação, com falta de clareza quanto às variáveis de longo prazo, e da incerteza política. O cenário vem se alterando, contudo, com a implantação do regime de metas de inflação¹³⁷, permitindo aos agentes econômicos obter maior previsibilidade quanto às variáveis macroeconômicas do país. Favoreceu um maior controle do endividamento público, em paralelo, a aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal e a implantação de plano de ajuste fiscal para os Estados e Municípios da Federação¹³⁸.

Ao contrário dos Estados e Municípios, a dívida pública da União é fundamentalmente mobiliária e é administrada por meio de quatro tipos distintos de títulos: (i) pré-fixados; (ii) indexados ao dólar; (iii) indexados à inflação; (iv) indexados à uma taxa de juros. Os títulos pré-fixados apresentam menor risco ao governo, ao mesmo tempo em que ajudam na formação da curva de juros do país. Por outro lado, trazem maior risco ao investidor, que fica sujeito às oscilações de curto prazo na taxa de juros. Por este motivo, normalmente são títulos de vencimento mais curto. Os títulos indexados ao dólar auxiliam no atendimento à demanda por *hedge* cambial, aumentando o interesse do investidor estrangeiro ao título. Contudo, expõe o governo ao risco cambial, permitindo a contaminação da política fiscal pela política cambial. Os títulos indexados à inflação permitem ancorar as expectativas de inflação e alongar os prazos de dívida. Por outro lado, o governo suporta o risco inflacionário e, conseqüentemente, essa modalidade de título pode acarretar a contaminação da política fiscal pela política monetária. Este também é o caso para os títulos indexados à taxa de juros¹³⁹.

Embora a taxa de juros seja mecanismo utilizado para controle da inflação, é reconhecido na literatura o fato de que a elevação da taxa nominal de juros, no curto prazo, está associada a uma elevação da taxa de inflação. Obviamente, associação não implica causalidade e tal fenômeno se explica pelo chamado “efeito Fisher”, que consiste no fato de que a taxa real de juros, tudo o mais constante, não se altera simplesmente pela ocorrência de inflação, o que ocorre em virtude do movimento da taxa nominal de juros¹⁴⁰.

¹³⁶ HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Administração da dívida pública: um estudo para o caso brasileiro*, p. 7.

¹³⁷ Vale frisar que a inflação não é necessariamente um mal, podendo servir como maneira de reativação da economia em casos de existência de capacidade ociosa, cf. BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 642: “Em resumo, a inflação, como instrumento fiscal, deve ser considerada em relação à oportunidade, à medida e ao emprego feito dos recursos dela. Para o governante, por vezes, não há escolha: é o meio único em determinado momento. E pode acontecer que, nos períodos de depressão, as emissões produzam efeitos benéficos, suscitando progressivo emprego dos fatores desocupados sem inflação ou apenas com semi- inflação, até que todos eles venham a ser utilizados.”

¹³⁸ HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Idem, ibidem*.

¹³⁹ HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 8.

¹⁴⁰ Sobre o “efeito Fisher”, ver KRUGMANN, Paul; OBSTFELD, Maurice. *Economia internacional*, p. 296: “(...) A equação nos diz que, permanecendo tudo o mais constante, um aumento na taxa de inflação esperada de um país acabará causando um aumento igual na taxa de juros que os depósitos de sua moeda oferecem. De forma semelhante, uma queda na taxa de inflação esperada acabará causando uma queda na taxa de juros.”

Portanto, neste caso, a causalidade seria invertida, podendo-se afirmar que a taxa de inflação é que estará causando, salvo ação externa, a elevação da taxa nominal de juros¹⁴¹.

Esse movimento dos juros nominais como uma decorrência da elevação da inflação apresenta consequências para a dinâmica da dívida pública e para o déficit público. Tais consequências serão tanto mais graves quanto mais elevada for a participação de contratos ou títulos a juros pós-fixados e em moeda nacional na totalidade da dívida pública. Essa realidade deixa evidente a fragilidade do argumento de que a inflação favoreceria as contas públicas, auxiliando no pagamento da dívida. Tal realidade apenas ocorre sob situação muito específica, sendo pouco provável a sua recorrência e continuidade em cenário de instabilidade econômica e inflação elevada¹⁴².

A primeira providência para uma gestão eficaz da dívida pública é a sua gestão centralizada. Contudo, isso não foi sempre percebido na história das Finanças Públicas, sendo a própria expressão “dívida consolidada” o resultado deste esforço de consolidação dos diferentes resultados fiscais apurados por órgãos descentralizados e com poderes para produzir o endividamento estatal¹⁴³.

A distinção frequente entre dívida flutuante e dívida fundada, também presente no direito brasileiro, embora possa, em alguma medida, ser tarefa difícil em razão da ausência de uniformidade do tema na ciência das finanças¹⁴⁴, possui sérias consequências jurídicas,

¹⁴¹ TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. Effects of inflation on measurement of fiscal deficits: conventional versus operational measures, p. 201: “The growth of interest payments in an inflationary situation is often explained by the Fisher effect, which indicates that during an inflationary period the nominal rate of interest tends to approximate the real rate that would have prevailed in the absence of inflation plus the expected rate of inflation. Although in actual situations nominal interest rates may increase by more than the level hypothesized by Fisher, there should be no question that when the expected rate of inflation rises, the nominal rate of interest also rises unless artificially constrained by governmental action.”

¹⁴² TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Op. cit.*, p. 204: “Therefore, in the presence of inflation, and provided that the domestic debt is in short-term instruments, the share of the conventional fiscal deficit relative to GDP becomes a function of (1) the rate of inflation, (2) the size of the domestic public debt, and (3) the domestic and external composition of total public debt. Countries whose public debt is held all in foreign currencies will not have their fiscal deficits as shares of GDP affected by their inflation rate, irrespective of the magnitude of such debt. Countries whose debt is held in the form of floating interest domestic debt will, on the contrary, have a fiscal deficit that depends on the rate of inflation and on the magnitude of their public debt. This asymmetry results only from the convention that while all nominal interest payments (including the inflation premium contained in the nominal interest rate) are considered expenditures, and thus contribute to the fiscal deficit, amortization payments are not considered expenditures and thus do not contribute to the increase in the deficit as conventionally measured. During high inflation, the rate at which a country is implicitly forced to amortize its debt increases but the de facto amortization is not recognized as such. The higher is the rate of inflation the faster is the implicit amortization.”

¹⁴³ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 87: “A designação de consolidada ou fundada atribuída a este tipo de dívida pública se deve à unificação em um fundo único – designado consolidated ou funded – das dívidas antes vinculadas a fundos diversos, com administrações autônomas. O rei Jorge III da Inglaterra – observando que algumas entradas eram superiores às despesas a que se destinavam, e outras inferiores – para evitar a multiplicidade de fundos e encargos administrativos correlatos, determinou a consolidação dos mesmos, em 1715.”

¹⁴⁴ A este respeito vale digressão metodológica ao pensamento de Túlio Ascarelli, ao reforçar a importância de que as classificações jurídicas se apoiem em critérios formais, como maneira de se atingir a necessária

na extensão em que se autoriza a intervenção federal nos estados ou destes nos municípios, em caso de não pagamento, por dois anos consecutivos, apenas da dívida fundada¹⁴⁵ e não da dívida fluante.

A principal distinção entre ambas as formas de dívida consiste no objetivo de sua constituição. No caso da dívida fundada, objetiva-se a obtenção de recursos suficientes ao aumento do patrimônio público em igual montante, por meio da aquisição ou construção de ativos no Estado, que permanecerá disponível para o futuro. Já a dívida fluante objetiva financiar desequilíbrio de curto prazo ocasionado na administração das despesas correntes ordinárias¹⁴⁶. É o caso, por exemplo, das operações de crédito por antecipação de receitas que visam a permitir melhor gestão financeira do fluxo de caixa, suavizando os efeitos da sazonalidade da arrecadação sobre a capacidade de pagamento do Estado¹⁴⁷.

Geraldo Ataliba é crítico ao conceito do artigo 92 da Lei n. 4.320/1964, chamando atenção à não inclusão no rol das dívidas flutuantes das operações de crédito por antecipação de receitas, ao mesmo tempo em o dispositivo listaria itens que nem mesmo poderiam ser considerados créditos próprios, mas apenas créditos públicos em sentido impróprio¹⁴⁸.

Crítica semelhante poderia ser endereçada ao artigo 98 da mesma lei. Entretanto, o artigo 98 da Lei n. 4.320/1964 foi revogado pelo artigo 29, I, da LRF que traz conceito

segurança: “Parece-me, no entanto, preferível o sistema tradicional de assentar as classificações jurídicas, antes de mais nada, em critérios formais; proporcionam eles uma certeza jurídica que, ao contrário, não pode ser própria a critérios econômicos. Geralmente, as classificações assentes em critérios formais e aquelas assentes em critérios econômicos acabam por coincidir, a cista da correspondência, normal, de uma determinada estrutura jurídica com uma determinada função econômica, e da natural influência desta sobre aquela; deve aliás, o intérprete, visar assentar a classificação sobre critérios que, embora formais, encontrem correspondência e significado em critérios econômicos; são porém, os critérios ‘estruturais’ os que devem prevalecer na classificação jurídica.” (O contrato plurilateral, pp. 374-5, n. 725)

¹⁴⁵ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, pp. 96-8.

¹⁴⁶ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 99: “Deve-se classificar como dívida consolidada ou fundada aquela que corresponde a um investimento de capital, a um investimento do patrimônio público ou a uma inversão de qualquer forma duradoura, que apresente um saldo positivo – ou financeiro ou patrimonial – para o Estado, ou, pelo menos, equilíbrio entre a quantia que fica o Estado devendo e o benefício que ela produz ou propicia.

Já a dívida fluante é aquela levantada a curto prazo, e que se destine a aplicar em serviços transitórios ou eventuais, no socorro de necessidades passageiras ou no pagamento das chamadas despesas correntes, comuns, consumindo-se, desta forma e como que desaparecendo economicamente. Destarte, se toda dívida é igual, a verdade é que entre elas se estabelece discernimento, no sistema jurídico, conforme a finalidade na qual se empregue o dinheiro levantado.”

¹⁴⁷ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 107: “É, então, lícito, perfeitamente previsível, normal, corrente, ordinário – e por isso mesmo previsto em todas as nossas Constituições, como na legislação ordinária e ainda em quase todo o direito comparado – que o Estado lance mão seu crédito, para cobrir estas necessidades transitórias, cobrindo o débito assim constituído com o dinheiro que irá arrecadar com certeza – ou pelos menos com uma probabilidade muito grande – num período também previsível e a curto prazo.”

¹⁴⁸ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 137: “Este enunciado destrói toda a noção de dívida fluante pressuposta pelo texto constitucional, nega as conclusões da doutrina financeira e baralha a administração, confundindo o aplicador da lei que sempre ficará perplexo entre acatar os ditames científicos – consagrados pelo Texto Maior – e as regrinhas desta lei.”

distinto de dívida consolidada. Segundo a doutrina majoritária, o artigo 98 fazia confusão ao referir-se ao atendimento de desequilíbrios orçamentários como característica de dívida consolidada, posto que se trata de característica de dívida flutuante¹⁴⁹.

A gestão da dívida pública afeta profundamente variáveis macroeconômicas, a começar pela sinalização que externa ao mercado com relação ao comprometimento do governo com o controle de certas variáveis como câmbio e inflação. Ao tomar o risco cambial e inflacionário emitindo títulos indexados ao câmbio ou à inflação, o governo sinaliza ao mercado que está vigilante em relação a estas variáveis, uma vez que, em caso de descontrole, ele próprio arcará com as consequências financeiras. Ao ancorar as expectativas, contribui o governo, por conseguinte, com a própria manutenção dos níveis dessas variáveis próximas às expectativas ancoradas¹⁵⁰.

A administração da dívida pública deve levar em consideração não apenas o custo, mas igualmente o prazo de vencimento das dívidas. Quanto maior o prazo de vencimento, porém, maior será o custo para o Governo. Não é recomendada a concentração dos prazos de vencimento em uma mesma data, pois, com isso, o governo sofrerá com maior risco de rolagem da dívida, podendo eventualmente ter de rolar grande parte da sua dívida em momento de estresse financeiro¹⁵¹.

A administração da dívida pública apresenta ainda reflexos sobre o desenvolvimento do mercado interno de capitais, que tende a ser inibido por uma dívida pública de curto prazo cara. Isto é reflexo, principalmente, da influência do retorno dos títulos pré-fixados na estrutura a termo das taxas de juros de um país¹⁵².

Ademais, a administração da dívida pública é importante por conta do risco de contágio a outros setores. Crises de dívida soberana quase sempre vem acompanhadas de crises bancárias, dada a interconexão entre o mercado de dívida pública e as aplicações das disponibilidades do setor financeiro. Ademais, a depreciação da moeda que normalmente se segue a uma crise de dívida com o posterior recurso à inflação como forma de reduzir o valor real das dívidas pelo governo normalmente se reflete na incapacidade das empresas

¹⁴⁹ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação, p. 38: “O art. 98 da Lei 4.320, de 1964 previa que a dívida fundada (ou consolidada) compreende os compromissos de exigibilidade superior a doze meses, contraídos para atender a desequilíbrio orçamentário ou financeiro de obras e serviços públicos. Tal dispositivo foi revogado pelo art. 29, I da LRF, que positivou um novo conceito de dívida consolidada no orçamento.” (p. 38)

¹⁵⁰ HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 9.

¹⁵¹ HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 10: “Para minimizar esse risco, o ideal é estabelecer os vencimentos não concentrados no tempo, pois, quando eles estiverem concentrados em uma mesma data, os investidores saberão que o governo terá de rolar um volume grande da dívida.” (p. 10)

¹⁵² HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, pp. 10-11: “A última variável à qual o governo deve estar atento é o desenvolvimento do mercado de capitais. Isso ocorre porque esse mercado é plenamente influenciado pela gestão da dívida pública do país, pois uma dívida cara de curto prazo, por exemplo, acaba inibindo seu desenvolvimento (BACHA; OLIVEIRA, 2006). Novaes (2006) destaca que as experiências internacionais mostram que os mercados de capitais nacionais tendem a estabelecer seus padrões de preços, indexadores e prazos mirando a dívida pública de seus respectivos países. Se o governo busca desenvolver o mercado de capitais, deve levar isso em conta na formulação de sua estratégia de administração da dívida.”

em pagar suas dívidas em razão do aumento do custo do seu endividamento em moeda estrangeira. O resultado final é, portanto, ainda maior estresse sobre o setor bancário¹⁵³.

Por fim, deve-se ressaltar que a transparência na gestão da dívida pública não é apenas uma boa prática ligada ao princípio da publicidade e essencial ao desenvolvimento da democracia, é também uma estratégia interessada para a redução dos custos da dívida pública. No âmbito federal, a principal ferramenta de transparência existente é a publicação do Plano Anual de Financiamento e do Relatório Anual da Dívida Pública¹⁵⁴. No âmbito dos estados e municípios, importante papel é desempenhado pelos diversos anexos dos Relatórios de Gestão Fiscal exigidos pela LRF e elaborados com base nas instruções contidas no Manual de Demonstrativos Fiscais publicados pela Secretaria do Tesouro Nacional.

1.2.2 Déficit público e formas de mensuração

As críticas ao endividamento do Estado normalmente se centram em três argumentos. O argumento jurídico consistiria em apontar a injustiça relacionada à oneração de futuras gerações sem que estas tenham, na maior parte das vezes, adequada representação no momento da decisão de endividamento. O argumento econômico, por sua vez, consistiria no efeito *crowding out* produzido por uma maior demanda de capitais vinda do setor público, o que concorreria com investimentos realizados pelo setor privado. Finalmente, o argumento financeiro consistiria em uma maior facilidade de descontrole de gastos do setor público, diante da facilidade de financiamento dos seus gastos¹⁵⁵, em prejuízo à eficiência da ação administrativa.

O equilíbrio orçamentário não é um dogma jurídico¹⁵⁶. Há muitas teorias que visam a explicar o fenômeno do déficit público e o desequilíbrio estrutural a que parecem tender

¹⁵³ WOOD, Philip R. *Law and practice of international finance*, pp. 11-2: “State insolvency normally brings the national banking system. This is because the domestic currency depreciates rapidly so that private sector companies cannot pay their foreign currency loans and because banks commonly hold large amounts of governments securities which the government cannot pay except by inflation.”

¹⁵⁴ HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Op. cit.*, p. 17: “Posteriormente, a credibilidade e a transparência, também recomendadas pelas guidelines, foram sendo trabalhadas por meio de uma série de relatórios e documentos que passaram a ser disponibilizados ao público. Rocha (2009) destaca que, ao reduzir as incertezas do mercado, uma política transparente possibilita a diminuição da volatilidade e dos prêmios de risco exigidos pelos investidores. Como exemplos desses documentos, temos o Plano Anual de Financiamento (PAF) e o Relatório Anual da Dívida Pública. O primeiro divulga as diretrizes que norteiam a gestão da dívida, bem como as premissas para o planejamento, as estratégias de emissão e as metas para os principais indicadores da dívida. O segundo analisa a gestão da dívida do ano que passou, apresentando a evolução dos indicadores ao longo do ano e detalhando os acontecimentos relevantes.”

¹⁵⁵ CATAPANI, Márcio Ferro. *Titulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 36.

¹⁵⁶ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, p. 141: “O equilíbrio orçamentário não é princípio jurídico constitucional. Nenhuma exigência expressa ou implícita do nosso sistema constitucional exige que nossos orçamentos sejam equilibrados.

É, por isso, errado arrolar entre os princípios orçamentários, deduzidos do nosso sistema, o equilíbrio, como fazem alguns doutrinadores.

O equilíbrio é postulado, como recomendação técnica, por alguns autores da ciência das finanças, filiados a certa escola. Nem sequer para os financistas tem caráter de universalidade.

os governos. O entendimento deste fenômeno leva às condições para a formação de mecanismos de controle dos gastos públicos eficientes e suficientemente flexíveis, de maneira a permitir o estímulo do Estado à economia, especialmente em momentos de desemprego dos fatores de produção¹⁵⁷, e o impulso ao desenvolvimento econômico do país.

A chamada “Lei de Wagner”, formulada por Adolph Wagner¹⁵⁸ estabelece que o crescimento do gasto público é mais acelerado que o crescimento total da economia, de maneira que a participação do setor público na economia tende a crescer, conforme o desenvolvimento de um país. Wagner apresenta uma série de argumentos para explicar esse fenômeno, ligados principalmente à complementaridade existente entre a demanda e a oferta privadas e a demanda e a oferta de bens e serviços públicos. Sob esta perspectiva, portanto, o crescimento do setor público seria uma tendência normal do processo de desenvolvimento, mais do que uma consequência de escolhas políticas conscientemente adotadas.

Essa posição, contudo, não é unânime, havendo autores, como Vito Tanzi e Ludger Schuknecht, que ressaltam a mudança do papel desempenhado pelo Estado na economia ao longo dos séculos¹⁵⁹. Assim, o crescimento ou redução do tamanho do setor público na

Nosso texto constitucional até admite expressamente o desequilíbrio. Tanto é assim que prevê expressamente que a lei do orçamento pode dispor sobre a aplicação de eventual saldo orçamentário (art. 60, II). Quanto ao déficit, não é expressamente proibido. Mas entendemo-lo implicitamente consentido.”

¹⁵⁷ OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 57: “Teorias sobre o crescimento da despesa pública foram formuladas sob os mais variados pressupostos. Um dos pressupostos é que os governos incorrerão em déficit e endividamento crescentes na ausência de processos, regras e instituições que controlem a tendência de as despesas do Estado serem maiores do que suas receitas.”

¹⁵⁸ PEACOCK, Alan; WISEMAN, Jack. *The growth of public expenditure in the united kingdom*, p. 17: “In general, economists writing at the turn of the century inferred no more than that the available statistics suggested a ‘law’ that government expenditure must grow in proportion to a community’s output per head. This was the view of H. C. Adams, writing in America in 1898. In the same period, however, Continental writers of the Younger Historical School, and particularly Adolph Wagner, went further than this, arguing that government expenditure must increase at an even faster rate than this, arguing that government expenditure must increase at an even faster rate than output. Wagner’s influence continues to pervade Continental writing on problems of public expenditure. The core of his argument, in his own words, is that ‘The law [of increasing state activity] is the result of empirical observation in progressive countries, at least in Western European civilization; its explanation, justification and cause is the pressure of social progress and the resulting changes in the relative spheres of private and public economy. Financial stringency may hamper the expansion of state activities, causing their extent to be conditioned by revenue rather than the other way round, as is more usual. But in the long run the desire for development of a progressive people will always overcome these financial difficulties.”

¹⁵⁹ TANZI, Vito; SCHUKNECHT, Ludger. *Public spending in the 20th century: a global perspective*, pp. 1-2: “The main conclusion of Part One is that the growth of public spending was not caused by inevitable as assumed by some theories about the growth of spending such as Wagner’s Law or Baumol’s disease. On the contrary, it is argued that growth was nothing but a response to changing perceptions about what the government should do. In a way the growth of government reflected a lack of confidence in the private sector’s ability to deal with some problems and a belief that public spending was the best way to deal with several risks faced by individuals. The action of government was always assumed to be additive to or complementary of the action of individuals. It was almost never assumed to be substitutive.”

economia não seria uma consequência natural, mas o reflexo de uma mudança na sociedade, que atribui maior ou menor papel ao Estado como ofertante de bens e serviços¹⁶⁰.

Ainda outra teoria, a do “efeito translação”, de Alan Peacock e Jack Wiseman, sustenta haver períodos de crise social, econômica ou política que alteram a percepção da população com relação à razoabilidade dos níveis de tributação e gastos públicos¹⁶¹. Nestes períodos, as despesas ou as receitas tributárias tenderiam a se deslocar, sob a influência da situação extraordinária particular, sem, contudo, retornarem ao nível original quando cessada a condição particular¹⁶².

A tentação ao endividamento ocorreria, por fim, em parte, em razão da chamada “ilusão fiscal”, descrita por James Buchanan e Richard Wagner. Em síntese, os cidadãos estão dispostos a sustentar politicamente um governo que propõe o aumento dos gastos pela incapacidade de enxergar os efeitos de médio e longo prazo do gasto, na forma de maior tributação futura. Assim, ocorreria uma ilusão de aumento do bem-estar no presente sem custo adicional¹⁶³.

Com relação à forma de mensuração do déficit público no Brasil, a LRF estabeleceu, em 2000, que o Presidente da República encaminharia ao Senado Federal proposta de metodologia para a apuração dos resultados fiscais dos entes federativos, de maneira a permitir

¹⁶⁰ OLIVEIRA, Weder de. *Idem, ibidem*. “Tanzi e Schuknecht contestam a teoria. Argumentam que o crescimento da despesa pública resultou da mudança de entendimento sobre o papel do Estado na economia. o crescimento dos governos ao longo do século passado foi acompanhado de expressivas mudanças na composição do gasto público, refletindo mudanças na percepção sobre o que o Estado deveria fazer.”

¹⁶¹ PEACOCK, Alan; WISEMAN, Jack. *Op. cit.*, p. viii: “At normal times, the existence of a customary notion of ‘tolerable burden’ is likely to constrain the rate of implementation of government expenditure plans. But this constraint will be weakened or destroyed during periods of social upheaval, when such notions of taxations are more easily broken down, and the gap between a ‘desirable’ growth of public expenditure and the ‘tolerable’ tax burden may be narrowed. (...)” E nas pp. xv-xvi: “The issues can perhaps best be understood if rephrased in opportunity costs terms. Essentially, the use of resources to private uses: our propositions about ‘tolerable burden’ are essentially statements about this truism in its political context. Equally, within a given total of public expenditures, more spending of any one kind must be at the cost of a reduction (or reduced rate of growth) of public spending other kinds. Thus, the situation of government, whether in the way alternative public expenditures are valued relative one to another, or in the way that the electorate view the sacrifice involved in a public sector of any particular size, or in both these respects. It seems clear to us that, even where displacement appears (statistically) to no more than an interruption of a long-term trend, it is unlikely to explicable simply as an ‘anticipation’ of developments that would otherwise (i.e. in the absence of social disturbances), have fitted the trend. The character of public expenditures must be expected to have been charged by the disturbance.”

¹⁶² OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 59: “Despesas que o governo poderia considerar desejáveis antes da crise, mas as quais então não ousava implementar, tornam-se, conseqüentemente, possíveis. Ao mesmo tempo, insatisfações sociais impõe novas e contínuas obrigações para os governos, como consequência das funções assumidas em tempos de guerra (por exemplo, pagamento de pensões de guerra, juros sobre a dívida) e como resultado das mudanças sociais.”

¹⁶³ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 60: “A possibilidade de os governos recorrerem a empréstimos como fonte de receitas, adicionalmente à arrecadação de tributos, é apontada como uma das razões para o aumento da despesa pública, pois os contribuintes-eleitores seriam menos propensos a aceitar o crescimento do setor público se fossem chamados a financiá-lo por meio do aumento dos tributos que incidem sobre suas rendas, patrimônio e transações econômicas.”

o seu acompanhamento e definição de metas, nos termos do que pretendido pela referida lei. Por esta razão, em agosto de 2000 foi encaminhada ao Senado Federal a Mensagem n. 1.061/2000, contendo proposta de metodologia. Até o momento, porém, tal metodologia não foi oficializada por resolução do Senado Federal, conforme prevê a legislação¹⁶⁴.

Neste contexto, embora a Secretaria do Tesouro Nacional desempenhe importante trabalho na uniformização e orientação dos entes subnacionais em matéria de contabilidade pública e estatísticas fiscais, fato é que exorbita da sua competência na definição de regras de aplicação obrigatória a outros entes federativos, competência essa que a legislação confere ao Conselho de Gestão Fiscal a ser criado (artigo 67 da LRF) e ao Senado Federal (artigo 30, § 1º, IV da LRF), de maneira a equilibrar as relações federativas¹⁶⁵.

Convém destacar, a seguir, alguns dos principais conceitos utilizados nas estatísticas fiscais e a sua metodologia de apuração. Por meio das diversas críticas que a literatura econômica faz a cada um dos conceitos, poder-se-á demonstrar que as estatísticas fiscais não são doutrinariamente neutras, refletindo elas próprias uma específica visão da economia e do papel do setor público nela.

Argumenta-se que o resultado primário seria um indicador melhor da estratégia fiscal presente do Estado, em relação ao resultado orçamentário, na medida em que retiraria da avaliação o conjunto de receitas e despesas relativas a estratégias adotadas no passado e que possuem efeito financeiro apenas no presente, isto é, na medida em que excluiria o impacto do estoque da dívida sobre o orçamento presente. Além disso, o resultado primário excluiria da avaliação resultados provocados mais pelo comportamento de variáveis macroeconômicas – tais como juros, câmbio e inflação – que por uma decisão centralizada de gasto e arrecadação. Entretanto, o resultado primário possui impacto limitado no acompanhamento do controle da dívida pública, sendo para essa finalidade mais apropriada a utilização do resultado nominal, na medida em que este leva em consideração todos os aspectos que, positiva ou negativamente, afetam o comportamento da dívida pública¹⁶⁶.

¹⁶⁴ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, pp. 81-2.

¹⁶⁵ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 98: “... esse relevante órgão do Poder Executivo Federal [STN] não tem competência para determinar, por portaria, a metodologia de cálculo do resultado primário, embora seus esforços no sentido de orientar os demais entes da federação sejam valiosíssimos e imprescindíveis.” E na p. 85: “A Secretaria do Tesouro Nacional, seguindo a tradição de o governo federal liderar as evoluções operacionais e normativas em matéria de finanças públicas e contabilidade pública e valendo-se do que dispõe o art. 50, § 2º da LRF, vem divulgando manuais para instruir estados e municípios sobre a elaboração dos demonstrativos previstos na Lei de Responsabilidade Fiscal e a apuração dos resultados fiscais. Porém, a metodologia apresentada nos manuais não tem caráter cogente para os governos subnacionais e nem mesmo para o governo central.”

¹⁶⁶ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 102: “Na verdade, tanto a União quanto os estados, que têm dívidas volumosas fixam meta de resultado primário, mas não de resultado nominal, à qual é dado caráter indicativo, sem poder de disparar o mecanismo previsto no art. 9º da LRF (“limitação de empenho e movimentação financeira”). Esses entes não têm gerência sobre todas as variáveis que afetam a dívida pública, como taxa de juros, índices de inflação. Nada obstante, podem vir a adotá-lo, como propugnado por alguns especialistas, em substituição à meta de resultado primário, embora isso demande métodos e procedimentos de controle da execução orçamentária mais apurados.

Entes como pequenos municípios que não têm dívidas influenciadas por esses fatores teriam mais facilidade para adotar o resultado nominal como meta.

É preciso constatar que, caso a inflação seja considerada na dinâmica da dívida por meio da indexação do capital emprestado, como é o caso de alguns títulos públicos comumente emitidos, então, não haverá impactos do ponto de vista estatístico sobre a conta de juros paga pelo ente, não sendo afetado o resultado fiscal do governo apenas pela inflação. Este fato deixa patente uma realidade importante, qual seja a de que um mesmo fenômeno pode resultar em impactos diferenciados sobre o mesmo resultado fiscal, a depender unicamente da composição da dívida pública¹⁶⁷. Este dado, somado ao fato de que o resultado fiscal é uma medida voltada à avaliação dos impactos da ação do governo sobre a demanda agregada, sobre o déficit na balança de pagamentos e sobre o *crowding out*¹⁶⁸ do setor privado, demonstra nítidas insuficiências das medidas estatísticas adotadas atualmente para as finalidades a que se prestam.

Essa dificuldade prática das medidas adotadas motivou a adoção, em muitos países, especialmente em períodos de inflação elevada, de medida alternativa chamada “resultado fiscal operacional”, que consiste em excluir do resultado fiscal após juros, a parte destes que apenas visa a recompor o valor monetário do dinheiro. A racionalidade em tal proposta consistiria no fato de que neste caso os pagamentos relacionados à inflação seriam tratados da mesma forma que os pagamentos relativos à amortização do capital, que são reputados neutros quanto aos seus efeitos sobre a economia¹⁶⁹. Também o resultado

De qualquer modo, não se trata de estabelecer duas metas (resultado primário e nominal) para orientar a política fiscal e a execução orçamentária.”

¹⁶⁷ TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. Effects of inflation on measurement of fiscal deficits: conventional versus operational measures, p. 208: “An important conclusion arising from the preceding analysis is that countries (1) with identical rates of inflation, (2) with the same total public debt in terms of GDP, and (3) with identical ratios of tax revenue and noninterest expenditure to GDP may, nevertheless, show very different conventional fiscal deficits depending solely on the composition of their debt. The question then arises about the economic implications of the fiscal deficit as conventionally defined, and about the merits and the shortcomings of such a definition.”

¹⁶⁸ TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Idem, ibidem*. “The measurement of the fiscal deficit in a noninflationary context is supposed to provide policymakers with an indication of the net impact of the government budgetary activity on aggregate demand and on financial markets. Or is intended to indicate the magnitude of additional resources over the ordinary government revenue that the government must attract from the private sector, or from external sources, to finance its own operations. The conventional definition is, thus, designed to be a measure of the government contribution to aggregate demand and, through this, to the external current account disequilibrium, or, alternatively, it may measure the crowding out of the private sector in financial markets.”

¹⁶⁹ TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Op. cit.*, p. 216: “After recognizing the shortcomings of the conventional fiscal deficit in an inflationary context, the question to be asked is whether there are alternative measures that would solve some of its analytical problems. An alternative that has been proposed and sometimes used is the so-called operational fiscal deficit. In general, it is defined as the conventional deficit minus the part of the debt service that compensates debt holders for actual inflation. Or, alternatively, it is equal to the primary deficit plus the real component of interest payments. Only real interest payments, that is, the part of interest payments that exceeds the product of the outstanding debt and the actual inflation rate, are included among the government expenditures that determine the operational deficit. The economic rationale of this definition is the assumption that inflation-induced interest payments are similar in their effects to amortization payments. Conventional deficits exclude amortization payments from deficit calculation, regardless of the way in which those payments are financed. The operational deficit concept gives the same treatment to the portion of the debt service that just compensates for inflation.”

operacional apresenta limitações metodológicas importantes, porém, que fazem dele um indicador pouco confiável para a totalidade das análises¹⁷⁰.

No Brasil, fala-se frequentemente em resultado fiscal apurado “acima da linha” e “abaixo da linha”, sendo o primeiro apurado pela Secretaria do Tesouro Nacional, com base na diferença entre receitas e despesas e o segundo sendo resultado da variação da dívida do setor público com o setor financeiro, apurada pelo Banco Central do Brasil.

Uma das vantagens da apuração do resultado primário e nominal pelo critério “acima da linha”, utilizado pela Secretaria do Tesouro Nacional, consiste da possibilidade de avaliação dos principais componentes do resultado, permitindo-se, assim, avaliar qual rubrica mais contribuiu para o resultado obtido¹⁷¹.

O critério abaixo da linha, por sua vez, permite a obtenção de resultados mais tempestivos e de maior confiabilidade, visto que é apurado por meio da variação da dívida pública do setor público junto ao setor financeiro¹⁷². Este método é utilizado pelo Banco Central do Brasil para a apuração do resultado fiscal, com base em informações prestadas periodicamente pelas instituições financeiras por ele fiscalizadas.

Os resultados fiscais não são apenas indicadores importantes para o gerenciamento da dívida pública, mas também para a condução macroeconômica do país, refletindo a participação do setor público na demanda agregada da economia, com impactos, principalmente, sobre o produto econômico e sobre o nível de preços¹⁷³.

A respeito da imposição pela STN, aos estados e municípios, de metodologia para apuração do resultado primário, em paralelo à questão da sua incompetência para fazê-lo, vale ainda um comentário, relacionado à desigualdade de critérios entre a metodologia aplicável à União e aquela imposta aos demais entes federados. Ao mesmo tempo em que estabelecia, até o exercício de 2017, o critério de competência para apuração do resultado primário em estados e municípios, a STN, sem justificativa expressa no Manual de Demonstrativos Fiscais, estabelecia para a União o critério de caixa na apuração do resultado primário¹⁷⁴. Apenas no exercício de 2018 o MDF editado pela STN trouxe alteração rele-

¹⁷⁰ TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. *Op. cit.*, pp. 216-220.

¹⁷¹ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*, p. 16: “É importante destacar que a avaliação da evolução de cada dos dados permite identificar os fatores de desequilíbrio, daí a importância do método ‘acima da linha’”.

¹⁷² ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Op. cit.*, p. 19: “Embora possa revelar resultados mais confiáveis quanto à apuração do resultado fiscal, as NFSP apresentam uma desvantagem em relação ao critério ‘acima da linha’, pois como não explicam a evolução das receitas e das despesas do ente público, não permitem identificar com precisão os pontos de desequilíbrio.”

¹⁷³ OLIVEIRA, Weder de. *Idem, ibidem*. “Para o governo federal a finalidade do estabelecimento das metas de resultados fiscais (primário e nominal) vai além do gerenciamento da dívida pública. O resultado primário é instrumento relevante para o controle (estímulo ou redução) da demanda agregada e, por conseguinte, da inflação.”

¹⁷⁴ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 154-5: “O que chama a de imediato a atenção é que a metodologia propõe a apuração do resultado primário pelo regime dito de competência para a despesa (embora do ponto de vista da técnica contábil não se esteja rigorosamente falando de regime de competência), considerando as despesas liquidadas, quando se sabe que a União apura o resultado primário pelo regime de

vante neste quesito, regulando de forma equivalente a metodologia de apuração do resultado primário na União, nos estados e nos municípios¹⁷⁵.

Uma vez não declarada no próprio Manual a razão da discriminação¹⁷⁶ outrora existente, caberia a formulação de duas hipóteses. A primeira, que pressupõe maior rigor técnico, consistiria em obter, desta forma, melhor aproximação do real impacto da ação do governo federal sobre a demanda agregada, uma vez que este efeito decorreria da realização efetiva da despesa, com seu pagamento, e não apenas com o seu empenho e liquidação. Essa explicação ganha força especialmente se se verificar o elevado estoque de restos a pagar existente na União. Se se adotasse o critério de competência, o pagamento de restos a pagar representaria uma despesa, para fins de resultado primário, do ano de emissão do empenho, embora a pressão sobre a demanda agregada tenha se sentido no ano de pagamento.

Outra razão, por vezes apontada e menos nobre, corresponderia ao interesse da União de ser capaz de influenciar o resultado fiscal, por meio da manipulação dos cronogramas de pagamento. Seja ou não essa a razão fundamental, fato é que a adoção do regime de caixa pela União permite este tipo de manipulação do resultado, não incluindo como despesa, para fins de resultado primário, gasto público que é certo, apenas pelo fato de ter sido atrasado o seu pagamento. A partir de 2018, com a alteração de metodologia para estados e municípios, esse risco passa a ser ainda maior.

A discussão relativa à utilização do regime de caixa ou de competência para apuração dos gastos do governo está ligada à melhor forma de captar a sua contribuição para a demanda agregada. Embora o regime de caixa permita que o governo oculte das estatísticas de gasto público despesas efetivadas cujo pagamento ainda não foi realizado¹⁷⁷, argumen-

caixa, tanto para o governo central quanto para o setor público consolidado, que inclui os entes subnacionais (estados e municípios).”

¹⁷⁵ SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. *Manual de Demonstrativos Fiscais: aplicado à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios (8a ed.)*, p. 218-9: “Contudo, é preciso salientar que o principal parâmetro de endividamento eleito pelo legislador foi a Dívida Consolidada Líquida – DCL 85. Nesse sentido, serão consideradas receitas primárias, para fins do arcabouço normativo criado pela LRF e pela RSF no 40/2001, aquelas receitas orçamentárias que efetivamente diminuem o montante da DCL, ou seja, que aumentam as disponibilidades de caixa do ente sem um equivalente aumento no montante de sua dívida consolidada, excetuadas aquelas com características financeiras (como juros sobre empréstimos concedidos ou remunerações de disponibilidades financeiras) e aquelas fruto de alienação de investimentos. As receitas primárias são, portanto, receitas orçamentárias apuradas necessariamente pelo regime de caixa. Da mesma forma, são despesas primárias aquelas despesas orçamentárias, apuradas pelo regime de caixa, que diminuem o estoque das disponibilidades de caixa e haveres financeiros sem uma contrapartida em forma de diminuição equivalente no estoque da dívida consolidada.”

¹⁷⁶ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 156: “Como salientei anteriormente, essa metodologia é diferente da que a STN preconiza para a União, conforme se vê logo a seguir. E o manual não explica o porquê dessa diferença e não informa qual é a base legal para a adoção de métodos de apuração diferentes.”

¹⁷⁷ LEVIN, Jonathan. *The cash deficit: rationale and limitations*, p. 134: “Perhaps the chief disadvantage of cash-basis data in this connection is the failure to reveal the accrual of hidden liabilities. Some accruing liabilities, such as those for unpaid bills, emerge as the difference items between cash and accrual data and may be shown as supplements to each. Other hidden liabilities require more extensive analysis, including actuarial and demographic calculations in connection with pension or social insurance programs and the examination of risk factors in connection with contingent liabilities. A full

ta-se se tratar do regime que melhor capta a real participação do governo na demanda agregada. Há, contudo, argumentos em sentido contrário, afirmando-se que as encomendas e contratações realizadas pelo governo já seriam suficientes para afetar o comportamento dos agentes econômicos, independentemente do pagamento, recomendando-se, portanto, a análise das contas públicas sob regime de competência¹⁷⁸.

Embora o argumento seja tentador para despesas correntes, torna-se frágil a sua defesa no caso de despesas com investimentos. Em se contabilizando tais despesas, para fins das estatísticas fiscais, sob regime exclusivamente de competência, ter-se-ia que concluir que a contribuição do governo sobre a demanda agregada ocorre apenas conforme ocorre a depreciação da infraestrutura gerada, independentemente dos pagamentos pela infraestrutura já se terem realizado. Se assim fosse, ficaria clara a imprestabilidade de tais estatísticas para finalidade de planejamento econômico, embora se possa considerar a solução acertada sob a perspectiva de demonstrar adequadamente a posição patrimonial do ente público.

Não se pode afirmar que o resultado primário e o nominal sejam a melhor sistemática de acompanhamento do desempenho fiscal de um ente estatal. No caso de pequenos municípios no Brasil, por exemplo, com baixo estoque de dívidas financeiras, a apuração e fixação de metas de resultado primário e nominal é pouco relevante em face do verdadeiro oportunismo fiscal nestes entes, que consiste no não pagamento de fornecedores, com ou sem a emissão de empenho¹⁷⁹.

A bem da verdade, é questionável a eficácia do estabelecimento das metas fiscais no caso dos grandes entes federados (União, estados e grandes municípios). Estes entes, embora sofram constante fiscalização por órgãos como Tribunais de Contas e Ministério Público, têm de administrar enormes pressões quanto às justas demandas da sociedade, ao mesmo tempo em que as tentam equilibrar com estoques de dívidas gerados no passado. Por esta razão e em função das grandes repercussões de um enfrentamento de presidentes, governadores e prefeitos de forte capital político e base social, com frequência, o *enforcement* das metas fiscais pelos órgãos de controle é fragilizado¹⁸⁰.

analysis of such influences on future government activities requires separate study of each element – social programs, debt, contingent liabilities, environmental deterioration, and the like – and their combination to identify the resulting overall prospects. This can then serve as a basis for appropriate government planning and analysis of possible anticipation as an element in private sector behavior.”

¹⁷⁸ LEVIN, Jonathan. *Idem, ibidem*.

¹⁷⁹ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 185: “No âmbito dos pequenos municípios, o problema relevante das finanças públicas normalmente é o acúmulo de obrigações não pagas assumidas perante prestadores de serviços, fornecedores, executores de obras e servidores, e não dívidas contraídas junto a instituições do sistema financeiro ou decorrentes de emissão de títulos públicos.

Assim, diante de despesas de juros e demais encargos da dívida pública irrelevantes, como nesse caso, por tudo tudo que foi explicado sobre as funções dos resultados primário e nominal, não faz muito sentido estabelecer como meta fiscal qualquer um desses resultados, porque não haveria o que ser objeto de controle por meio deles.”

¹⁸⁰ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 187: “Como registramos anteriormente, independentemente dos controles instituídos pela LRF, o que constrange o governo federal a cumprir as metas fiscais é sua responsabilidade pelo desempenho da economia e por sua credibilidade perante os agentes econômicos; o que constrange os governos estaduais são os contratos de refinanciamento; e o que constrange os pequenos e médios municípios é a vigilância exercida pelos tribunais de contas.”

A análise do setor público para fins de estatísticas fiscais pode ser difícil considerando as inúmeras formas jurídicas que este pode tomar. Sendo assim, a aglutinação destas diversas formas costuma ocorrer sob o critério material, que identifica o setor público, ou o “governo”, como o conjunto de unidades cuja função é a de desenvolver e executar políticas públicas, distribuir riquezas e promover a oferta de bens e serviços públicos¹⁸¹.

O governo nas estatísticas econômicas deve ainda ser separado do setor financeiro e do setor privado não financeiro. O setor financeiro, para este fim, diz respeito ao conjunto de instituições que atuam no setor de intermediação financeira¹⁸². Caso instituições estatais promovam atividades próprias de instituições financeiras, deverão ser consideradas como integrantes do setor financeiro da economia e não do setor público, para fins de estatísticas econômicas. Finalmente, o setor privado não financeiro corresponde ao conjunto de unidades cuja atividade diz respeito ao provimento de bens e serviços ao mercado. Contudo, pode ser relevante identificar, no setor financeiro e no setor privado não financeiro, aquelas instituições que são controladas pelo governo, dado que o seu comportamento e, portanto, o seu impacto sobre a economia, pode diferir do comportamento do restante das instituições de natureza privada¹⁸³.

¹⁸¹ Esta ideia aparece também na literatura administrativista como critério de identificação da Administração Pública em sentido material. Ver também LEVIN, Jonathan. *The cash deficit: rationale and limitations*, p. 130: “To facilitate the measurement and analysis of government as an aggregation of units with homogeneous motivation and behavior, the government sector is defined by its function: to promote public policy by the provision of nonmarket services and the transfer of income, paid for primarily with the proceeds of compulsory levies on other sectors.”

¹⁸² Ver artigo 17 da Lei n. 4.595/64: “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

¹⁸³ LEVIN, Jonathan. *Idem, ibidem*. “Government is distinguished from enterprise sector by the fact that government does not provide market goods or services. Government units that sell (and are distinguishable on the basis of complete accounts) are classified outside government, in the corporate or quasi-corporate enterprise sector.

Government is distinguished from financial institutions by the characteristic of financial inter-mediation. Government units that have the authority both to incur liabilities and to acquire financial assets in the capital market are classified outside government, in the financial institutions sector.

The delineation of government by its characteristic functions, however, is complicated by the government’s exercise, in addition, of ownership or control. For a variety of reasons, governments have found it useful to acquire or control particular nonfinancial public enterprises and financial institutions. To follow the broader scope of activity that may result, the identification of such units, and their grouping with government as part of a public sector, can be helpful in some circumstances. Such units are designated as nonfinancial public enterprises or public financial institutions in the IMF’s *A Manual on Government Finance Statistics* (IMF(1986)) and the United Nation’s *A System of National Accounts* (see also Levin (1991)) if the government holds 51 percent of their equity – either directly or through other enterprises or institutions – or holds less than 51 percent of their equity but exercises control over them. The assumption in grouping together nonfinancial public enterprises or public financial institutions is that their behavior may differ from institutions in the private sector and may carry different implications for government and the economy. Where this is not the case, separate measurement of public sector institutions other than government may have little merit.”

A mensuração do resultado fiscal público deve igualmente estar atenta aos resultados apresentados pelas empresas estatais, que são muito relevantes para os resultados fiscais devido ao fato de que, com frequência, dependem de recursos transferidos pelo ente público para a sua manutenção¹⁸⁴. Assim, eventuais dívidas ou contingências mantidas por tais empresas podem vir a afetar o desempenho fiscal do Estado. A não inclusão das empresas estatais nas estatísticas fiscais, portanto, contribui, em diversos casos, para uma interpretação inadequada da situação fiscal de um determinado ente¹⁸⁵.

O argumento para que as empresas estatais não dependentes sejam excluídas do déficit público e também das estatísticas de endividamento está ligado à ideia de que, se as referidas empresas fossem privadas, a demanda por empréstimos na economia seria exatamente a mesma, ao passo que o déficit público seria considerado menor¹⁸⁶. Assim, como tais empresas atuam de forma competitiva na economia, não haveria justificativas na estatística do setor público para que afetassem de forma diferente das empresas privadas o cálculo do déficit fiscal. Isto se tornaria ainda mais evidente na medida em que se reconhecesse que, economicamente, o déficit público é uma medida da participação do governo na demanda agregada.

Esse raciocínio desconsidera o fato de que nem todas as empresas estatais são empresas competitivas e que, portanto, atuam no mercado financeiro e de capitais exatamente como empresas privadas. Pelo contrário, a garantia implícita do governo nas ações das empresas estatais contribui para que o “risco moral” na ação dos seus dirigentes seja elevado, favorecendo um maior nível de endividamento do que o que provavelmente seria obtido em se tratando de empresa privada plenamente competitiva¹⁸⁷.

¹⁸⁴ O impacto de operações envolvendo empresas estatais sobre o endividamento público será objeto de análise específica no Capítulo 3 *infra*.

¹⁸⁵ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 106: “Outra razão para a inclusão das estatais é que, como sustenta Vito Tanzi, muitas dessas empresas sobrevivem porque o governo está lá para fornecer fundos e pode-se acrescentar que aquilo que elas produzem e a maneira como o fazem com certeza são influenciados por sua qualidade de setor público. Tanzi, contudo, aceita que empresas públicas que são administradas com critérios de eficiência, e que podem ser tão eficientes quanto as privadas, possam ser excluídas do cálculo do déficit.”

¹⁸⁶ TANZI, Vito. *Fiscal deficit measurement: basic issues*, p. 34: “It has also been argued that borrowing by the government on behalf of public enterprises should be excluded from the deficit, because the part of credit to government is strictly not for government purposes. In other words, if those public enterprises had been private, and if they had done the same amount of borrowing in the capital market, the fiscal deficit would have been lower while the total demand for loanable funds would have been the same.”

¹⁸⁷ TANZI, Vito. *Idem, ibidem*. “The problem with the above argument is that it implicitly assumes that the public enterprises would do the same amount of borrowing, and presumably would produce the same amount of output at similar costs, if they were private enterprises. It also assumes that they would borrow, at presumably identical conditions, regardless of the losses that they might be making. This is unlikely to be so. Many of these enterprises survive because the government is there to provide funds, and one can add that what they produce and the way they produce it are certainly influenced by their ‘publicness’. In reality, public enterprises have contributed significantly to total fiscal deficits and to credit expansion. If the government were not there, many of those enterprises would disappear, or at least they would borrow much less because they would have to pay considerably higher interest rates on loans that they obtained from the capital market. Thus, although the argument has some validity for those public enterprises that are run on efficiency criteria and that may be as efficient as private enterprises, it certainly has its limitations when it is generalized to all public enterprises.”

A União Europeia, no âmbito do Tratado de Maastricht, definiu a abrangência do setor público para fins de estatísticas fiscais, excluindo, como regra geral, as empresas estatais voltadas à produção para o mercado¹⁸⁸.

O Manual de Estatísticas Fiscais do Fundo Monetário Internacional (*A Manual on Government Finance Statistics – GFSM 86*) utiliza critério material para identificar o setor governamental do setor privado e classificar as empresas estatais como integrantes do setor público amplo ou como integrantes do setor privado, para fins de estatísticas fiscais. Assim, considera-se como integrante do setor público amplo, consolidando-se nos dados fiscais do governo, as empresas de propriedade do governo, ou por ele controladas, que se dediquem a ofertar bens e serviços públicos, independentemente das características legais ou institucionais da empresa¹⁸⁹. A mesma ideia está contida no GFSM 2014, para o qual deverá ser direcionado o esforço de convergência das regras adotadas no Brasil¹⁹⁰.

A importância desta distinção, consiste em responder de maneira adequada à pergunta a respeito de se os resultados de tais instituições devem ou não ser consolidados junto aos dados do governo em sentido estrito. Em outras palavras, se eventual endividamento de empresas estatais deve ser considerado no resultado fiscal do setor público, assim como se eventuais resultados positivos devem ser descontados de eventual déficit do governo¹⁹¹.

¹⁸⁸ CARRASQUEIRA, Simone de Almeida. *Investimentos das empresas estatais e endividamento público*, p. 32: “Do ponto de vista da definição de déficits para efeito do atingimento das metas do Tratado de Maastricht, o conceito de déficit orçamentário em contabilidade econômica se refere ao endividamento líquido do setor governo geral. A definição de governo geral se dá em bases funcionais e não institucionais, de modo que as unidades de propriedade pública com operações comerciais, como as empresas estatais, são excluídas desse conceito. Vale dizer, tais sociedades não compreendem as contas de déficit e dívida pública.”

¹⁸⁹ STELLA, Peter. Toward defining and measuring the fiscal impact of public enterprises, p. 235: “A definition presented in *A Manual on Government Finance Statistics (GFSM)* separates nonfinancial public sector enterprises from general government on the basis of the nature of the activities they perform rather than legal or institutional classification (...).”

¹⁹⁰ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Government Finance Statistics Manual 2014*, p. 8: “In principle, GFS should cover all entities that materially affect fiscal policies. Normally, fiscal policies are carried out by entities, established by political processes, wholly devoted to the economic functions of government (see paragraph 2.38), such as government ministries or municipal councils. The term “government” is often used as a collective noun for various combinations of entities in a country involved in the functions of government, or reference is made to the various individual governments of a country. For example, a country may have one central government; several state, provincial, or regional governments; and many local governments. Nonprofit institutions under government control may also exist. In addition to those entities, government-owned or controlled enterprises that engage in some commercial activities may be instruments of fiscal policy (see paragraphs 2.104-2.105). These government-owned enterprises, such as the central bank, post office, or railroad, which are often referred to as public corporations, state-owned enterprises, or parastatals in a legal sense, may be part of the general government or public sector, and statistics should be compiled for all of them.”

¹⁹¹ STELLA, Peter. *Idem, ibidem*. “The distinction between government and enterprises therefore lies in the nature of the goods and services provided. Naturally, any transactions occurring between the general government and public enterprises – for example, government transfers to cover operating losses and tax revenue received from enterprises – would be included in the general government accounts. The

O critério da propriedade ou controle não é suficiente para identificar, ao menos do ponto de vista econômico, uma empresa estatal como integrante ou não do setor público, sendo certo que uma empresa controlada pelo governo pode responder na maior parte dos casos de forma orientada ao lucro, assim como empresas privadas. Inversamente, também é possível, especialmente em setores regulados, que empresas privadas atuem de forma a atingir interesses públicos. Do ponto de vista econômico, a maior relevância reside na forma como tais entidades interagem na economia, se orientadas exclusivamente à maximização de lucros, ou voltadas à oferta de bens e serviços públicos, independentemente da obtenção de lucros. Isto, pois a modelagem dos efeitos da participação do Estado sobre a renda nacional dependerá desse comportamento¹⁹².

A respeito deste ponto, a legislação brasileira prevê a aplicação das regras de responsabilidade fiscal às empresas estatais dependentes, de maneira a evitar desajustes cujo impacto deva ser suportado pelo ente estatal. Contudo, a LRF conceitua como empresa estatal dependente apenas aquela que receba “recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária” (art. 2º, III).

fundamental question is, to what extent should transactions taking place outside the general government framework be incorporated into an analytical measure of fiscal activity? For example, should enterprise deficits that are financed by the domestic banking system or foreign sources be counted as part of the overall fiscal balance? Similarly, should an enterprise surplus that exceeds the revenue surrendered to government be subtracted from the overall deficit?

This study accepts the distinction between government and enterprises that is derived from both the nature of the goods and services supplied and the differing character of tax revenues, receipts from compulsory levies, and income from sales in the market. The distinction is not without gray areas, however. For example, many governments have mandatory social security or retirement schemes. The revenues and expenditures of each system are typically considered as part of government operations. This classification is correct in most cases because contributions are not voluntary and the amounts received as benefits may be determined by political considerations rather than by the size of contributions or investment results. In their actual functioning, however, government social security administrations may closely resemble private retirement programs.”

¹⁹² STELLA, Peter. *Op. cit.*, p. 236: “The dividing line between public and private ownership has shifted over time. In eighteenth-century Britain, Adam Smith criticized the concession by the state of private trading monopolies. These monopolies were privately owned but bore resemblance to many contemporary state-owned trading monopolies found in socialist states. Similarly, modern state-regulated private utilities may exhibit the same behaviour as state-owned utilities. Some state corporations – notably petroleum companies that are active in international markets – behave very much like their private competitors. Thus, state ownership is not a sufficient condition for distinguishing between public and private enterprises.

Making a distinction on the basis of behaviour rather than ownership, however, is important for serving several purposes. One purpose is to compare economic performance between economies with large public sectors and those with small ones. Another is to model the reaction of an economy to government economic policy or to external shocks. Is it known that a certain set of enterprises reacts in a distinctive way that is separate from the standard private response, it is important for policy purposes to model this sector separately. Models constructed to predict reactions to policy measures are based on assumptions about the behaviour of the enterprises outside direct government control. Public and private firms will react differently to market signals, which makes it important to know the relative significance of the two sectors within an economy.”

Neste contexto, interessante questão que se coloca diz respeito às empresas estatais que recebam recursos do ente público controlador a título de contrapartida pela prestação de serviços ou venda de produtos. Neste caso, como o recurso não é repassado com a finalidade de pagamento de despesas de pessoal ou custeio, não se poderá falar em dependência.

Nada obstante, a questão deixa de ser tão clara no caso de a totalidade, ou a quase totalidade, das receitas da empresa estatal serem originadas em contratos com o ente estatal controlador, sem que haja, por parte de empresa e contratante, um adequado controle do custo-benefício da contratação, com base em referência de preços de mercado. Nesta situação, a probabilidade de haver subsídio público a uma empresa estatal, ineficiente ou não, é elevada, o que aproximaria a entidade da situação de dependência financeira. Também nesta situação a legislação brasileira deveria invocar a aplicação das regras de responsabilidade fiscal, o que até o momento não faz.

Três problemas fundamentais são apontados na métrica tradicional de cômputo do resultado fiscal de um país como forma de aproximar a contribuição do governo sobre a demanda agregada da economia. A primeira crítica diz respeito ao fato de que diferentes formas de tributação e de gasto público apresentam diferentes impactos sobre a demanda agregada, em vista dos diferentes efeitos multiplicadores que podem ser observados. A segunda crítica aponta para o fato de que a receita tributária é uma variável endógena, sendo afetada pelo ciclo econômico. Por fim, a terceira crítica se estabelece na ideia de que as formas de financiamento do déficit público podem apresentar diferentes impactos sobre a economia¹⁹³.

Proposta interessante é a apresentada por Laurence Kotlikoff¹⁹⁴, que sustenta a incapacidade das medidas fiscais ordinárias em captar de forma adequada a situação fiscal de um país. Argumenta o autor, neste contexto, que a noção de déficit deveria estar ligada à ideia de deslocamento de recursos das gerações futuras para gerações mais velhas, o que apresentaria impactos relevantes sobre a taxa de poupança e a formação bruta de capital fixo¹⁹⁵.

¹⁹³ TANZI, Vito. *Op. cit.*, p. 31: “The common or conventional measure of the fiscal deficit, defined as the difference between the total government expenditure and government’s current revenue, may have shortcomings as a measure of excess demand. Three important limitations come to mind: (1) the differential impact on demand associated with different tax and expenditure categories; (2) the endogeneity of tax revenue; and (3) the impact of different sources of deficit financing.”

¹⁹⁴ KOTLIKOFF, Laurence J., *Deficit delusion*, p. 53: “This thesis is that the deficit is an inherently arbitrary accounting construct that provides no real guide to fiscal policy. The fact that the definition of deficits is so arbitrary means that even adjusting the official number for inflation, the increase in government assets, full employment, etc. will still leave an arbitrarily defined number that has no necessary relationship to the fundamentals of the government’s fiscal behaviour.”

¹⁹⁵ MACKENZIE, G.A. *Are all summary indicators of the stance of fiscal policy misleading?*, p. 46: “Kotlikoff proposes what he calls the economic deficit, but this is not a notion that can be summarized by a single number or index. The economic deficit is increased when resources are shifted from younger to older generations. This shift increases aggregate consumption and reduces the rate of capital formation because the marginal propensity to consume of the elderly, who have fewer years left over which to consume their wealth, is higher than the marginal propensity to consume of the young. Kotlikoff argues that many fiscal policies in the United States ... would not affect the conventional measures of the deficit but would have massive effects on the economic magnitudes that really matter – the aggregate savings rate and the rate of capital formation.”

O autor constrói essa crítica a partir do modelo de ciclo de vida de consumo e poupança de Franco Modigliani¹⁹⁶. Segundo o modelo de ciclo da vida de consumo e poupança, a política fiscal apresenta efeitos sobre a economia, entre outros motivos, pois pode afetar a distribuição de riqueza entre gerações. Essa redistribuição de riquezas entre gerações ocorrerá no caso em que a política do governo altere o valor presente líquido dos valores recebidos do governo por uma geração em detrimento de outra¹⁹⁷.

Afirma Modigliani, porém, que a formação de poupança por transferência entre gerações seria de menor importância, sendo o destaque dado à formação de poupança para o enfrentamento da velhice (momento da vida em que o auferimento de renda seria menor), o que, termos agregados, resultaria na formação de poupança interna disponível para o desenvolvimento do país¹⁹⁸.

Segundo o modelo de Ciclo de Vida de poupança e consumo, a maior parte da riqueza individual é formada a partir da necessidade de formar poupança em determinadas fases da vida, para momentos de menores receitas, considerando-se a incerteza com relação aos eventos futuros, em especial ao momento da morte. Neste contexto, a geração de riqueza por meio da transferência entre gerações utilizando-se do instrumento da sucessão patrimonial (legítima ou testamentária), seria residual. Antes da preocupação com a situação dos herdeiros viria, portanto, a preocupação com as próprias condições de vida na velhice. A existência de patrimônio a ser partilhado entre herdeiros, assim, seria, na maior parte dos casos, uma mera consequência da incerteza quanto ao momento de falecimento.

¹⁹⁶ Sobre a motivação para a construção do modelo ver MODIGLIANI, Franco. *The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth*, p. 16: “But Keynes himself did not dwell on the implications or importance of this source of saving and wealth. This task was first partially undertaken by Harrod (1948) who referred to the transitory accumulation as ‘hump saving’, although it would be more correct to call it ‘hump wealth’. *The Life Cycle Model* (Modigliani and Brumberg, 1954; 1980) can be seen as an endeavor to study the magnitude and implications of transitory saving and hump wealth by relating it to classical theory of consumer choice and more particularly to the hypothesis of optimal allocation over time, elaborated by Irving Fisher (1930).” Sobre as premissas do modelo, ver MODIGLIANI, Franco; ALDO, Albert. *The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests*, p. 56: “The Modigliani and Brumberg model starts from the utility function of the individual consumer: his utility is assumed to be a function of his own aggregate consumption in current and future periods. The individual is then assumed to maximize his utility subject to the resources available to him, his resources being the sum of current and discounted future earnings over his lifetime and his current net worth. As a result of his maximization the current consumption of the individual can be expressed as a function of his resources and the rate of return on capital with parameters depending on age. The individual consumption functions thus obtained are then aggregated to arrive at the aggregate consumption function for the community.”

¹⁹⁷ KOTLIKOFF, Laurence J., *Op. cit.*, pp. 60-1: “In the Life Cycle Model, fiscal policies have real effects on the economy not because they are labelled one thing or another, but because they either (1) alter economic incentives, (2) redistribute within generations, or (3) redistribute across generations. It is this third issue, intergenerational redistributions, that underlies the concern about ‘deficit’ from the perspective of the Life Cycle Model.

Intergenerational redistribution occurs whenever a government policy increases the present values of payments-less receipts it makes to some generations at the expense of reducing the present value of payments-less-receipts to other generations.”

¹⁹⁸ MODIGLIANI, Franco. *The role of intergenerational transfers... cit.*, pp. 37-8.

Como preocupação adicional, é preciso ainda que as estatísticas referentes ao déficit público levem em consideração a parte do déficit financiada com nova dívida e a parte financiada por meio da venda de ativos do ente estatal, dados os efeitos distintos decorrentes de cada caso e os reflexos de tais medidas sobre o equilíbrio intergeracional¹⁹⁹.

Nessa perspectiva, há parte da literatura que defende a utilização do indicador de poupança corrente como melhor indicador de esforço fiscal do governo, visto que os investimentos contribuiriam para a melhora da infraestrutura do país e, assim, se incorporariam ao patrimônio do ente estatal, podendo ser visto como uma espécie de poupança pública. No Brasil, essa ideia estaria na base na exclusão dos investimentos do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) da meta de superávit primário, criando uma espécie de “meta de superávit primário pseudo-corrente”.

Contudo, esta ideia sofre críticas no sentido de que o efeito sobre o desequilíbrio fiscal e externo de curto prazo é idêntico independentemente do tipo de despesa realizada. Argumenta-se, em acréscimo, que o déficit na balança de pagamentos pode eventualmente até mesmo se agravar, considerando-se que o componente importado nas despesas de capital é usualmente mais relevante do que nas despesas correntes²⁰⁰.

Deve-se adicionalmente levar em conta que há gastos correntes que contribuem para o crescimento econômico de forma tão ou mais intensa que gastos em investimentos, sobretudo no caso de investimentos realizados com base em fornecimento de produtos importados em comparação a gastos correntes em educação e saúde, que contribuem para a formação do capital humano²⁰¹.

Nesta ordem de considerações, Fernando Scaff Facury parece concordar com Weder de Oliveira na aceitação da possibilidade de se realizar interpretação funcional do direito

¹⁹⁹ LEVIN, Jonathan. *Op. cit.*, p. 137: “The components of government activities are also arrayed to measure the government’s current account surplus or deficit, comparing current receipts with current expenditures to show the resulting government saving or dissaving. Should an excess of current expenditures over current receipts be covered with government’s proceeds from privatization of public enterprises, for example, the current account deficit would register the dissaving.”

²⁰⁰ TANZI, Vito. *Op. cit.*, p. 37: “First, whether the government spends on current expenditure or on what is conventionally classified as investment, the short-run impact of that expenditure on the balance of payments would be the same. One could go further and argue that, at least in the short run, investment spending by the government could have a larger negative impact on the balance of payment than other kinds of spending. The main reason is that the import content of investment spending is often higher on average than the import content of current spending.”

²⁰¹ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado*, p. 104: “Mais grave é, no entanto, a circunstância de apenas poderem ser financiadas por empréstimos despesas com bens materiais ter como consequência a exclusão de despesas com educação, cultura e formação profissional – normalmente designadas por investimento em ‘capital humano’ – que se poderão revelar muito mais importantes do ponto de vista do progresso social e, consequentemente, do aumento do bem estar das gerações futuras.” Ver também TANZI, Vito. *Idem, ibidem*: “One could even argue that an unproductive investment that relies heavily on imported capital equipments is likely to contribute far less to both the welfare of the citizen and the growth of the economy than much current spending, especially when the current spending contributes to human capital. (...) As development economists have often argued, some current spending on health, education, administration, and so on can have important effects on growth at least over the longer run.”

financeiro em matéria de “regra de ouro”, de maneira a aceitar como válidos investimentos em capital humano, desde que as despesas de capital excedam as receitas com empréstimos²⁰². De nossa parte, não discordamos do fato de que a regra de ouro, como prevista na Constituição Federal de 1988, não impõe vinculação objetiva, mas sim limite global. Apenas observamos, contudo, que, em sendo assim, não possui base constitucional a limitação à destinação de recursos de operações de crédito a gastos correntes com educação ou, mais genericamente, gastos na formação de capital humano. Se é verdade que isso poderia ser desejável do ponto de vista de escolha pública, não é verdade que seja uma imposição do texto constitucional.

Ademais, é preciso notar que um dos argumentos em defesa da regra de ouro consiste na ideia de que a perda financeira e patrimonial decorrente do endividamento público seria compensada pelo aumento do patrimônio público, mantendo-se neutro o efeito sobre o endividamento neste caso. Contudo, é importante verificar que o capital privado e o capital público raramente apresentam a mesma produtividade, seja em termos econômicos, seja em termos sociais. Assim, a composição do patrimônio não é de nenhuma forma neutra como se sustentaria²⁰³.

Finalmente, é preciso levar em consideração igualmente o fato de que não apenas as despesas com a geração de nova infraestrutura devem ser consideradas relevantes, mas igualmente as despesas necessárias à manutenção da infraestrutura existente contra os efeitos da depreciação e também as despesas necessárias à adequada utilização da infraestrutura instalada. Contudo, nem sempre se consideram as despesas com manutenção como despesas de investimentos, de maneira que se deixa de levar em consideração essa importante característica²⁰⁴.

²⁰² SCAFF, Fernando Facury. Crédito Público e Sustentabilidade Financeira, 44: “Weder de Oliveira, contudo, faz uma sutil distinção financeira na aplicação desta norma constitucional, ao mencionar que ela não traz uma vinculação, um liame, entre um evento e outro, devendo este controle ocorrer através da ‘comparação entre os montantes’, o que implica em dizer que o montante de empréstimos não pode ser superior ao montante gasto em despesas de capital, pois, desta forma, seu excedente seria gasto obrigatoriamente em despesas correntes, em face da díade existente nessa classificação. Nesse sentido, segundo o Autor, seria possível obter empréstimos públicos para treinamento de pessoal, por exemplo, desde que os montantes financeiros de gastos com despesas de capital não ultrapassem o montante dos empréstimos obtidos. Trata-se de uma opinião acadêmica, mas que segue na linha da interpretação funcional do direito financeiro, preconizada por Benvenuto Griziotti e referendada por Alessandro Octaviani. Certamente muitos investimentos públicos não se concretizam em bens de capital, mas em valores intangíveis, tais como educação, treinamento, capacitação tecnológica, prevenção de doenças etc. Logo, se o governo brasileiro decidisse obter um empréstimo público para erradicar doenças tropicais, tais como febre amarela, dengue, malária, poderia estar descumprindo a regra de ouro orçamentária prevista na Constituição, pois tais campanhas de saúde pública não se caracterizam como bem de capital, a despeito de seu incontestável valor em termos sociais. A interpretação funcional aqui exposta é uma forma de resolver este problema.”

²⁰³ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, pp. 103-4.

²⁰⁴ TANZI, Vito. *Idem, ibidem*: “More recently much emphasis has been placed on the need to spend on recurrent costs, so that the existing infrastructure of developing countries can provide or continue to provide badly needed services. ... Finally, the dividing line between what is classified as current and what is classified as capital expenditure is, in the real world, an arbitrary one that can move up and down depending on the picture that policymakers may wish to present to the world.”

É necessário atentar para o fato de que as estatísticas fiscais, com frequência deixam de captar de maneira agregada os resultados do governo central, do banco central, de empresas estatais, fundos previdenciários e empresas estatais. Com isso, torna-se possível que esses entes paralelos ao governo central contribuam de forma marcante para o endividamento público, sem que seja dado adequado acompanhamento à situação. Especial atenção deve ser dada à forma como os bancos centrais podem ser utilizados para financiamento da dívida pública, dada a pressão inflacionária que esse tipo de financiamento pode provocar²⁰⁵.

No Brasil, é importante atentar para a Lei n. 11.803/2008, que autoriza ao Tesouro Nacional pagar o Banco Central do Brasil, em caso de resultado negativo deste, com títulos da dívida pública, ao passo que exige do Banco Central do Brasil o pagamento em dinheiro, em caso de resultado positivo. É fato que os recursos assim transferidos pelo Banco Central ficam restritos ao pagamento da dívida pública mobiliária federal. Contudo, a sua transferência afeta as estatísticas fiscais de resultado primário do governo no primeiro momento, apenas em segundo momento influenciando o montante da dívida pública. Mais recentemente, a Lei n. 13.820, de 2 de maio de 2019, alterou essa sistemática para os resultados do BCB decorrentes de operações com reservas cambiais ou com derivativos cambiais²⁰⁶, revogando os arts. 3º, 4º e 6º da Lei n. 11.803, de 5 de novembro de 2008.

Outro grave problema para as finanças públicas, sobretudo no Brasil, diz respeito aos chamados “esqueletos”, que são dívidas existentes, porém ainda não reconhecidas formalmente na contabilidade dos entes públicos, prejudicando uma adequada avaliação da sua situação patrimonial. As estatísticas fiscais procuram retratar o reconhecimento de tais passivos como um caso de ajuste patrimonial, evitando, assim, conferir a mesma conotação dada ao aumento da dívida fiscal por decorrência de uma necessidade de finan-

²⁰⁵ TANZI, Vito. *Op. cit.*, p. 39: “Other problems arise from the fact that very often one measures the fiscal deficit only for the central government. Other parts of the public sector, however, may show a large fiscal deficit. One such part that has attracted considerable recent attention, but still little analysis, is the fiscal deficit of central banks. In some Latin American countries, central banks have become important fiscal agents. Through central bank operations, governments promote domestic spending without having the budget reflect this contribution to aggregate demand. The fiscal deficit may appear also in public enterprises, in local governments, in social security institutions, or in stabilization funds or marketing boards. If these various components of the public sector were not interconnected – as is, for example, the case in the United States, where the federal government, the Federal Reserve System, and the local governments are essentially independent and where public enterprises are virtually nonexistent – one could perhaps still emphasize the deficit of the central government and attribute to it a central role. The trouble is that when these various components are interconnected, as they often are in many developing, one may find that when the deficit is squeezed out of the central government it may reappear in the central bank or in the public enterprises or (possibly) in the local governments or in some other public institutions. In these circumstances an adjustment program that focuses on the deficit of the central government may not bring about the necessary adjustment if the reduction in the central government deficit is fully or partially compensated by an increase in the deficit in other parts of the government.”

²⁰⁶ O STF decidiu na ADI 2238 que os dispositivos do art. 7º da LRF que tratam do resultado do BCB são matéria de lei ordinária, e que, portanto, apesar de figurarem em lei complementar, poderiam ser modificados por lei ordinária posterior, mantendo a sua validade até o aparecimento de legislação contrária.

ciamento positiva do setor público, que não reflete uma situação pré-existente, mas o resultado de condições presentes de manejo da política fiscal²⁰⁷.

Como conclusão, observando-se as críticas da literatura econômica a respeito das diferentes métricas da performance fiscal do Estado, obtém-se que não é possível se falar em apenas um indicador perfeito para todas as finalidades. Seria necessário, portanto, primeiramente, definir qual a função a ser desempenhada pelo indicador fiscal para, posteriormente, selecionar aquele mais apropriado para a tarefa. Isso evidencia que, nem sempre, o resultado primário e resultado nominal serão os melhores indicadores do desempenho econômico de uma nação induzido por meio da ação financeira do Estado. A escolha desses indicadores sobre outros, portanto, já revela uma escolha doutrinária sobre o papel do Estado e sua atividade financeira.

Nada obstante, a menção ao déficit ou superávit público apresenta duas utilidades. A primeira delas corresponde à avaliação do equilíbrio intertemporal (ao mesmo intergeracional) do governo, na medida em que indica se o governo financia as suas ações do presente com recursos arrecadados da população que vive no presente, com recursos poupados no passado, ou com recursos a serem arrecadados no futuro. A segunda finalidade desta medida corresponde a uma aproximação da contribuição do governo para o produto interno da economia, ou seja, para a demanda agregada²⁰⁸.

1.3 ASPECTOS POLÍTICO-INSTITUCIONAIS E JUSTIÇA INTER-REGIONAL NA DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO

1.3.1 A “tragédia dos comuns” e a competição federativa

A descentralização política e administrativa ao nível municipal tem sido reforçada, em especial na América Latina, o que tem implicado num maior conjunto de responsabilidade e competências dos municípios no atendimento às demandas da população. Contudo, a descentralização política e administrativa não tem sido acompanhada de descentralização fiscal de igual intensidade, o que significa que muitas das novas competências e responsabilidades não encontram fontes próprias de financiamento nos orçamentos locais²⁰⁹.

²⁰⁷ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 83: “... por mais surpreendente que possa parecer, nem sempre os governos promovem os devidos registros contábeis de todas suas obrigações financeiras. Em alguns casos, essas dívidas são reconhecidas após decisões judiciais. Desse modo, a dívida aumenta à medida que tais obrigações vão sendo contabilizadas. Essa variação deve ser identificada para a correta avaliação das causas do aumento da dívida, sendo uma delas o déficit público; a outra, o reconhecimento de passivos.”

²⁰⁸ LEVIN, Jonathan. *Op. cit.*, p. 137: “This array serves two purposes. First, it indicates whether the government is covering its policy objectives with money coming to it in the present period, without drawing down the liquidity holdings it accumulated in the past or issuing obligations it will have to pay off in the future. Second, it provides a summary measure, as a starting point, for analysis of the government’s impact on the rest of the economy, on the assumption that the component categories from which the cash deficit is calculated engender a relatively homogeneous behavioral response.”

²⁰⁹ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Guía metodológica: iniciativa ciudades emergentes y sostenibles*, p. 2: “Por otro lado, durante las últimas das décadas, la descentralización política a nivel municipal se ha intensificado considerablemente en ALC. Ello ha traído como consecuencia que los gobiernos locales asuman cada vez mayores responsabilidades en lo que respecta a la prestación

Há evidências de que uma maior dependência de transferências de outros entes da federação contribui para um menor equilíbrio fiscal. Uma possível razão para esse fato seria a ideia de que o financiamento sem custo para a própria população conduziria a um comportamento irresponsável financeiramente por parte da população beneficiada²¹⁰. Trata-se da tese da “ilusão fiscal”, já apresentada neste trabalho.

Essa questão conduz à análise da chamada “tragédia dos comuns”, a qual, no trabalho inaugural de Garret Hardin, é descrita por meio da analogia dos criadores de rebanhos particulares que dividem um mesmo pasto. Como o ganho marginal de acrescentar um animal ao seu rebanho é superior ao custo para o pasto, que é fracionado por todos os criadores, todos eles tenderão a superexplorar esse recurso, acrescentando cada vez mais animais²¹¹.

A tragédia dos comuns, segundo o autor, não ocorre no caso de bens privados, sendo a propriedade privada, portanto, uma forma de lidar com o reduzido custo marginal de utilização de bens públicos. Ocorre, contudo, que nem todos os bens podem ser transformados em privados. Neste caso, seria necessário adotar outros tipos de medidas, tais como regulação (simplesmente proibindo ou obrigando condutas) ou taxação (aumentando o custo marginal de utilização do bem público)²¹².

Argumenta-se que o apelo à consciência das pessoas não seria suficiente para evitar a superexploração dos recursos públicos. Isto, pois as pessoas respondem de formas diferentes a esse apelo e, no longo prazo, as pessoas que não agem de forma altruísta teriam mais vantagens que as pessoas que agem atendendo ao apelo da consciência. Assim, a hipocrisia da maioria levaria a uma situação de equilíbrio de longo prazo que manteria a superexploração dos recursos²¹³.

de los servicios públicos y sociales. Sin embargo, la descentralización fiscal en esas ciudades no ha seguido el mismo ritmo: la mayoría de los municipios en la región siguen sin ser fiscalmente independientes y presentan deficiencias en la gestión de sus asuntos fiscales. A consecuencia de ello, las ciudades intermedias cuentan con un espacio fiscal muy limitado, lo cual afecta tanto su capacidad crediticia como su habilidad para desarrollar proyectos estratégicos, tanto públicos como aquellos que podrían contar con la participación del sector privado.”

²¹⁰ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. Endividamento subnacional em um contexto federativo: o caso brasileiro, pp. 84-9.

²¹¹ HARDIN, Garret. *The tragedy of the commons*, p. 1244. Ver também OLIVEIRA, Weder de. Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas, p. 60: “Em linhas gerais, a teoria sustenta que o uso descoordenado de recursos de propriedade de todos (ou de livre acesso a todos) tende a levá-los ao exaurimento. Os indivíduos, na ausência de coordenação, têm incentivos a utilizá-los segundo suas necessidades pessoais imediatadas, ação que se reproduz coletivamente e resulta ao final, em prejuízo de todos, embora cada um tenha inicialmente se beneficiado de seu ato isolado, racionalmente calculado segundo as condições de uso permitidas.”

²¹² HARDIN, Garret. *The tragedy of the commons*, p. 1245.

²¹³ HARDIN, Garret. *Op. cit.*, p. 1246: “The long-term disadvantage of an appeal to conscience should be enough to condemn it; but has serious disadvantages as well. If we ask a man who is exploiting a commons to desist ‘in the name of conscience,’ what are we saying to him? What does he hear? – not only at the moment but also in the wee small hours of the night when, half asleep, he remembers not merely the words we used but also the nonverbal communication cues we gave him unawares? Sooner or later, consciously or subconsciously, he senses that he has received two communications, and that they are

No que tange à dívida pública, a realidade da tragédia dos comuns é bastante clara em contextos normativos de controles fracos ao endividamento. Isto, pois, sendo o limite de endividamento nacional distribuído entre os diversos governos regionais, sem regras claras, poderá isso incentivar o endividamento de cada um dos entes federativos antes dos demais, levando a uma situação em que os custos de eventual superendividamento são suportados por todos ou simplesmente suportados pelos retardatários na “corrida ao abismo”.

Nesta ordem de considerações, sob o ponto de vista econômico, vale ainda breve digressão acerca do pensamento de Ronald Coase, dada a sua importância ao revelar o fato de que, diante da existência de custos de transação, a forma inicial de alocação dos direitos de propriedade afetará o resultado final de distribuição da riqueza, considerando-se que, neste contexto, o mercado, sozinho, não será capaz de reorganizar os fatores, de maneira a conferir a eles maior eficiência alocativa.

O autor explora em seu trabalho seminal²¹⁴ o caso das chamadas “externalidades”, consistentes nos custos relacionados a uma atividade que não são incorporados ao custo total daquele que obtém o resultado da atividade, sendo partilhados por terceiros. Exemplo clássico é o da poluição causada por uma indústria, que é suportada por todos os cidadãos vizinhos à planta industrial, mas que não são beneficiados diretamente pela receita advinda da produção. Tais casos, antes do trabalho de Coase, eram tratados pela literatura econômica em linha com o pensamento de Arthur Cecil Pigou, expresso no trabalho *The Economics of Welfare*, de que a internalização de tais custos deveria ser dada por meio de responsabilização civil ou de tributação proporcional à externalidade²¹⁵.

A primeira situação examinada por Coase para dedução dos seus argumentos e conclusões é a do caso em que há responsabilização do causador por danos infligidos a terceiros e o sistema de preços funciona de forma perfeita, isto é, sem custos de transação. Neste cenário, o autor defende que haverá a tendência à realização de acordo entre o causador do dano e o agente que suporta o dano, o que envolverá a incorporação deste custo no preço do produto. O exemplo fornecido pelo autor é o de um criador de gado e um agricultor vizinhos. No caso da ampliação da criação de gado produzir danos à produção do agricultor, caso o pecuarista seja responsável pelos danos, haverá uma tendência à formação de um acordo entre ambos, desde que o produto marginal da criação de gado seja superior à indenização, que deverá oscilar entre o valor da indenização e o do ganho marginal da produção²¹⁶.

Em seguida, o autor analisa o comportamento dos agentes no contexto de um sistema perfeito de preços, porém, sem responsabilidade por danos. Neste contexto, argumenta-se que o resultado final será o mesmo da situação anterior, desde que ausentes custos de

contradictory: (i) (intended communication) ‘If you don’t do as we ask, we will openly condemn you for not acting like a responsible citizen’; (ii) (the unintended communication) ‘If you do behave as we ask, we will secretly condemn you for a simpleton who can be shamed into standing aside while the rest of us exploit the commons.’”

²¹⁴ COASE, Ronald. H. The problem of social cost, *passim*.

²¹⁵ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 1.

²¹⁶ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, pp. 2-6.

transação, não se afetando o resultado final da produção, no exemplo, de gado e da produção do agricultor. Entretanto, neste caso, a distribuição da riqueza será diversa. Isto, pois, na existência de regras de responsabilização, o causador do dano fará os pagamentos, ao passo que na ausência de tais regras, o agente que suporta o dano tenderá a pagar ao interessado para que o dano seja evitado. Portanto, a produção não é afetada, mas a distribuição de riquezas entre os agentes econômicos sim²¹⁷.

Fica evidente, portanto, que a definição clara dos direitos de propriedade e a assegu-
ração do funcionamento do sistema de preços são necessários para que possa haver as
transações entre os agentes que levarão à situação de produção ótima. Contudo, não é a
regra de responsabilização que assegura a alocação ótima dos recursos, mas sim a possibi-
lidade de negociação com custos de transação desprezíveis²¹⁸.

Nesta ordem de considerações, o autor afirma que, sob a premissa apontada de funcio-
namento sem custos do sistema de preços, as externalidades serão sempre internalizadas na
medida em que, a depender das condições iniciais dos direitos de propriedade, ou o causador
do dano terá o custo de indenizar, ou terá o custo econômico de não receber o prêmio de
não produzir que a outra parte estaria disposta a pagar para não incorrer em dano²¹⁹.

A questão de como os direitos de propriedade são alocados pela ordem jurídica não
se referem apenas a questões econômicas, mas especialmente a questões de equidade, jus-
tiça e igualdade. Entretanto, do ponto de vista econômico, toda transação que aumente o
produto total da economia, desconsiderados os custos de transação, ocorrerá, ainda que
representem um rearranjo da forma original de alocação do direito de propriedade²²⁰.

Os custos de transação são os custos pré-contratuais, ligados à formação das ofertas,
pesquisa de possíveis contrapartes, avaliação dos cenários de contratação; os custos con-

²¹⁷ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, pp. 6-8.

²¹⁸ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 8: "It is necessary to know whether the damaging business is liable or not for damage caused since without the establishment of this initial delimitation of rights there can be no market transactions to transfer and recombine them. But the ultimate result (which maximises the value of production) is independent of the legal position if the pricing system is assumed to work without cost."

²¹⁹ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 13: "Judges have to decide on legal liability but this should not confuse economists about the nature of the economic problem involved. In the case of the catle and the crops, it is true that there would be no crop damage without the catle. It is equally true that there would be no crop damage without the crops. The doctor's work would not have been disturbed if the confectioner had not worked his machinery; but the machinery would have disturbed no one if the doctor had not set up his consulting room on that particular place. ... If we are to discuss the problem in terms of causation, both parties damage. If we are to attain an optimum allocation of resources, it is therefore desirable that both parties should take harmful effect (the nuisance) into account in deciding on their course of action. It is one of the beauties of a smoothly operating pricing system that, as has already been explained, the fall in the value of production due to the harmful effect would be a cost for both parties."

²²⁰ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 14: "... it has to be remembered that the immediate question faced by the courts is not what shall be done by whom but who has the legal right to do what. It is always possible to modify by transactions on the market the initial legal delimitation of rights. And, of course, if such market transactions are costless, such rearrangement of rights will always take place if it would lead to an increase in the value of production."

tratuais, de análise das propostas, redação dos contratos e avaliação das cláusulas, registro de documentos em repartições públicas; pós-contratuais, ligados à fiscalização da execução do contrato, constrangimento forçado do cumprimento em caso de recusa pelo contratado, etc. A depender do mercado, esses custos podem ser desprezíveis ou extremamente elevados, a ponto de, em diversos casos, impedir a própria realização de transações que, na ausência desses custos, seriam economicamente vantajosas²²¹.

No cenário mais realista em que os custos de transação são relevantes, à medida em que nem todas as transações originalmente vantajosas do ponto de vista econômico continuarão sendo viáveis, a distribuição original dos direitos de propriedade passa a ser especialmente relevante, na medida em que poderão representar realidade difícil de ser modificada. Nesta condição, a situação inicial pode afetar a eficiência econômica do sistema²²².

Coase, em seu artigo *The nature of firm* (1937), já havia demonstrado que as empresas (ou firmas) são uma forma de buscar reduzir custos de transação, substituindo operações de mercado por custos administrativos²²³. Sempre que a organização dos fatores de produção internamente implicarem custos administrativos inferiores aos de obtenção dos mesmos produtos no mercado, haveria incentivos econômicos ao estabelecimento de uma firma²²⁴.

Há, contudo, casos em que tanto o mercado quanto a firma apresentam custos extremamente altos de organização dos fatores produtivos. Nestas situações, a melhor solução seria contar com a regulação do governo, uma vez que este conta com o poder de polícia, entre outras prerrogativas legais, que o permitem usufruir de um menor custo de execução de suas decisões administrativas, ao contrário das empresas, que, em caso de resistência, dependeriam de uma força externa (Poder Judiciário) para fazer valer as suas pretensões contra terceiros²²⁵.

Por outro lado, o governo, ainda que preferível em algumas situações, não é isento de custos. Adicionalmente, não há garantias de que a regulação pelo governo, com suas falhas²²⁶,

²²¹ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 15.

²²² COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 16.

²²³ COASE, Ronald. H., A natureza da firma, p. 36: "(...) Dentro de uma firma, essas transações de mercado são eliminadas e, em lugar da complexa estrutura de mercado com operações de troca, entra o empresário-coordenador, que direciona a produção. Está claro que estes são métodos alternativos de coordenar a produção."

²²⁴ COASE, Ronald H. A natureza... cit., pp. 40-1: "Podemos resumir esta parte do argumento dizendo que a operação de um mercado tem seus custos e, ao estabelecer uma organização e permitir que alguma autoridade (um 'empresário') direcione os recursos, são economizados determinados custos de mercado."

²²⁵ COASE, Ronald. H. *The problem of...* cit., p. 17.

²²⁶ CHANG, Ha-Joon. The economics and politics of regulation, p. 710: "Although few economists who used the (often implicit) characterization of the government as an all-knowing, all-powerful social guardian in their theories regarded it as a realistic description of actual existing governments (e.g., Toye 1991), it cannot be denied that the earlier interventionist theories had relatively little to say about how, in reality, policies are formulated and implemented, as opposed to what the 'right' policies should be. By attacking this crucial weakness, the government failure approach played an important role in turning the intellectual tide against interventionist theories. Two arguments ['regulatory capture' and 'rent seeking theory'] are notable for the purpose of this survey (see Chang, 1994, chs. 1-2, for a more detailed discussion).

vá resultar em arranjo economicamente eficiente²²⁷. A regulação também tem seus custos, como apontado por Ronald Coase e esses custos devem ser comparados aos custos das falhas de mercado que a regulação idealmente buscaria corrigir²²⁸. Assim, espera-se que a regulação prospere como alternativa eficiente nos campos em que seus custos sejam inferiores aos custos de alternativas de influenciar comportamentos baseadas no próprio mercado²²⁹.

Os custos da regulação são basicamente os custos (i) de concepção e implementação das regras; (ii) os custos de imposição e controle das regras postas; (iii) os custos de conformidade suportados pelos agentes regulados; e, (iv) eventuais custos decorrentes do descumprimento de tais regras e de erros na aplicação de tais regras por juízes e reguladores²³⁰.

O uso indiscriminado de soluções regulatórias do tipo comando e controle, como é o caso das regras de direito financeiro contidas na LRF, é apontado como uma das causas para a frequente ineficiência de esquemas regulatórios²³¹.

²²⁷ COASE, Ronald. H. *Op. cit.*, p. 18: “But the governmental administrative machine is not itself costless. It can, in fact, on occasional be extremely costly. Furthermore, there is no reason to suppose that the restrictive and zoning regulations, made by a fallible administration subject to political pressures and operating without any competitive check, will necessarily always be those which increase the efficiency with which the economic system operates. Furthermore, such general regulations which must apply to a variety of cases will be enforced in some cases in which they are clearly inappropriate. From these considerations it follows that direct governmental regulation will not necessarily give better results than leaving the problem to be solved by the market or the firm. But equally there is no reason why, on occasion, such governmental administrative regulation should not lead to an improvement in economic efficiency. This would seem particularly likely when, as is normally the case with the smoke nuisance, a large number of people are involved and in which therefore the costs of handling the problem through the market or the firm may be high.”

²²⁸ VELJANOVSKI, Cento. *Economic Approaches to Regulation*, p. 22: “The implicit assumption of the market failures approach is that regulatory intervention is costless, and of course that it has or should have economic efficiency as its sole objective. In practice regulation is costly and generates its own distortions and inefficiencies. Coase (1960) pointed to this obvious flaw in a highly influential article and advocated that the relevant comparison was not between ideal markets and ideal regulation but between feasible, imperfect, and costly markets and regulation.”

²²⁹ VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 23: “The market failures approach also did not recognise that often the costs of using the market generated self-corrective forces. As a result a false dichotomy was drawn between market and non-market activities. However, many seemingly non-market institutions evolved as a cost-effective response to the costs of using the market. This was the essential and still often ignored insight of Coase, who argued that the positive transactions costs of markets could help explain otherwise puzzling economic and institutional features of the economy. The thesis advocated by this literature is that the laws and institutions evolve where they are a less costly way of organising economic activity.”

²³⁰ VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 28: “Ehrlich and Posner (1974) were the first to set out a general framework set around minimising four categories of costs: – the (fixed) costs of designing and implementing legal standards (rule-making costs); – the costs of enforcing the standards (enforcement costs); – the costs that they impose on the regulated industry (compliance costs); and – the social costs imposed by regulatory offenses (harm costs). To these a fifth cost can be added – error costs. Judges and regulators are not omniscient or error proof. (...) An ‘efficient’ set of rules or a standard minimises the sum (total) of these expected costs and losses by selecting the appropriate type of rule, and level and type of enforcement.”

²³¹ VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 27: “It has long been recognised that the inefficiency of regulation is often the result of a mismatch between regulatory objective and regulatory instruments (Breyer, 1979 and 1982). This disjunction has been due either to the multiplicity of goals given to regulators or to the

Para o tema sobre o qual se disserta no presente trabalho, a importância do trabalho de Coase é evidente. Não se pode discutir distribuição de recursos nacionais em um país organizado como federação sem levar em consideração os impactos das condições iniciais sobre a dinâmica de geração de riquezas no futuro, assim como sobre a própria distribuição da riqueza gerada. Ademais, é preciso que se observe como as regras jurídicas lidam com a possibilidade de transferência de tais riquezas entre as populações de diferentes regiões, visando a assegurar uma alocação eficiente e justa dos recursos no território nacional.

Em resumo, se houvesse um tal mercado, quanto valeria para o Estado de São Paulo, a preservação pelo Estado de Roraima, da cultura indígena protegida por meio da demarcação de reservas no território deste estado? Quanto valeria para o Estado do Rio Grande do Sul, o prejuízo ambiental causado pela exploração mineral no território do Estado de Minas Gerais? No caso específico da dívida pública, sendo esta um instrumento para o deslocamento, não apenas temporal, mas também regional de capitais, a mesma questão de coloca. Qual o custo para a população da região poupadora, decorrente da transferência de capitais para a região investidora? Qual a dinâmica decorrente em caso de inadimplência de uma das partes?

A questão a respeito do ônus da dívida pública ser suportado por um ente subnacional ou pelo ente nacional é meramente distributiva, posto que o esforço fiscal consolidado necessário para o pagamento da dívida é idêntico em cada caso. Contudo, é verdade que a centralização da administração da dívida contribui para uma maior coordenação desta, especialmente em vista dos efeitos macroeconômicos decorrentes do endividamento público²³².

Em sendo uma questão distributiva, além dos aspectos de justiça envolvidos, são relevantes os aspectos ligados à eficiência econômica das diferentes formas de alocação inicial dos direitos em uma federação. Um resultado eficiente, do ponto de vista econômico, ocorre quando os recursos disponíveis são utilizados e alocados com base no seu maior valor mensurado pela disposição de cada indivíduo de pagar por aquele recurso²³³.

A esse respeito, mister observar que mesmo a literatura econômica diverge a respeito de qual o conceito de eficiência mais adequado, sendo frequentemente apresentados os

belief that non-economic goals could be achieved costlessly. It has also been due to the excessive use of what have been termed command-and-control approaches. That is, prescriptive rules were used to regulate inputs and impose obligations backed by administrative enforcement and penal sanctions.”

²³² HAMILTON, Alexander. *First report on public credit*: “Admitting, as ought to be the case, that a provision must be made in some way or other, for the entire debt; it will follow, that no greater revenues will be required, whether that provision be made wholly by the United States, or partly by them, and partly by the states separately.

The principal question then must be, whether such a provision cannot be more conveniently and effectually made, by one general plan issuing from one authority, than by different plans originating in different authorities.”

²³³ VELJANOVSKI, Cento. *Op. cit.*, p. 20: “An efficient outcome occurs when resources, goods, and services are allocated to their highest expected value uses as measured by individual willingness to pay, assuming that the most productive existing technology is used.”

conceitos de eficiência de Pareto²³⁴ e de eficiência de Kaldor-Hicks²³⁵, como alternativas argumentativas. Cabe, contudo, observar que ambas as concepções podem conduzir a situações distributivas distintas sob a função objetivo de maximização da eficiência.

No caso da coordenação da dívida pública pelo governo central, diante da influência exercida sobre a macroeconomia pelo comportamento fiscal de entes subnacionais, valem os alertas da Economia, mais explicitamente da Teoria dos Jogos, a respeito do resultado, para o grupo, de uma competição individual por recompensas limitadas. Nesta linha, fica fácil compreender a complexidade do trabalho de ajuste macroeconômico a cargo da União, diante da autonomia gozada por estados e municípios²³⁶.

O endividamento público é, por isso, um dos casos em que mais claramente se verifica o conflito federativo, uma vez que os interesses das unidades federadas podem não corresponder à necessidade de equilíbrio e sustentabilidade a serem proporcionados pela União²³⁷.

Por outro lado, a ideia frequentemente defendida de que o controle macroeconômico dependeria de uma concentração das competências fiscais no governo central vem sendo contestada pela literatura econômica, que, contudo, afirma não se poder prescindir de um controle orçamentário rígido das entidades subnacionais. Por controle orçamentário rígido deve-se entender a ausência de mecanismos institucionais ou morais que levam ao deslocamento do custo fiscal de uma ação para outra unidade federal na forma de um refinanciamento ou transferência de emergência²³⁸.

Sob o ponto de vista da coordenação na alocação dos recursos na federação por meio do mecanismo da dívida pública, vale observar que, além de afetar a preferência relativa

²³⁴ VELJANOVSKI, Cento. *Idem, ibidem*: “A Pareto efficient outcome is where the welfare of one individual cannot be improved without reducing the welfare of others.”

²³⁵ VELJANOVSKI, Cento. *Idem, ibidem*: “A policy is Kaldor-Hicks efficient if those that gain can in principle compensate those that have been ‘harmed’ and still be better off. In other words, the cost-benefit test is satisfied shows that the economic gains exceed the losses to whomever they accrue. In this way economists believe that the Kaldor-Hicks approach separates efficiency from the thorny and indeterminate issue of wealth distribution.”

²³⁶ FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexões do endividamento nas relações federativas brasileiras, pp. 445-6: “Como a estabilização não estaria entre os objetivos a serem perseguidos diretamente pelos governos estaduais ou municipais, desnecessários seriam o cuidado e zelo para com as repercussões da gestão fiscal adotada individualmente pelo ente federativo sobre a política econômica nacional.

O reconhecimento de que o comportamento individualmente adotado por cada uma das entidades federativas tem repercussões que extrapolam os interesses meramente individuais, prejudicando ou favorecendo estratégias desenvolvidas nacionalmente, termina por acrescentar novas reflexões ao exame das competências atribuídas aos entes componentes do Estado Federativo.”

²³⁷ FARIA, Rodrigo de Oliveira. *Op. cit.*, p. 455: “o endividamento explicita um conflito federativo potencial, na medida em que opõe a autonomia dos entes subnacionais à competência jurídico-institucional atribuída à União para a condução da política econômica.”

²³⁸ GREMAUD, Amaury P.; TONETO Jr., Rudinei. Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades, p. 114: “Existe assim uma revisão das posturas mais críticas, procurando mostrar que não necessariamente o controle macroeconômico do país estaria sub judice se fosse possível às instâncias subnacionais tomarem empréstimos, desde que se construísse um aparato institucional compatível. Este aparato institucional pode assumir diferentes formas, contudo a idéia de que é necessária uma “restrição orçamentária rígida” para os entes subnacionais ganha destaque (Ter- Minassian, 1997).”

dos títulos públicos, sobretudo dos federais, por meio da fixação das taxas de juros e do aumento ou redução da base monetária em operações de mercado aberto, o governo federal frequentemente também tem o poder de fato de alterar essa preferência relativa por meio da tributação, isentando ou onerando mais instrumentos privados ou públicos de dívida, conforme o interesse. Tal poder, contudo, no Brasil, está limitado pelo artigo 151, II da CF/88²³⁹, que segue redação já adotada em Constituições anteriores.

1.3.2 Descentralização e equilíbrio federativo

Segundo Dalmo de Abreu Dallari, o Estado federal possui algumas características fundamentais, a saber: (i) a existência de um único Estado na figura da União, não sendo os estados-membro Estados de fato; (ii) o fundamento jurídico da União é uma Constituição Federal e não um Tratado; (iii) em geral, não há o direito à secessão; (iv) apenas a União possui soberania, cabendo aos estados-membro apenas autonomia limitada; (v) as competências da União e dos estados-membro são fixadas por meio da Constituição Federal; (vi) a distribuição de competências é seguida da distribuição de rendas; (vii) o poder político é compartilhado entre as unidades federadas e a União; (viii) a cidadania é exercida com base na União, não havendo nacionalidade em relação aos estados-membro²⁴⁰.

Como argumentos favoráveis a formatação federal do Estado, pode-se elencar o fato de que o poder político é desconcentrado em um número maior de entidades, dificultando a formação de governos totalitários²⁴¹. Ademais, ao aproximar o poder político do cidadão, o Estado federal permitiria uma maior participação social no poder, consequentemente aumentando as chances de atingimento do bem comum pelo Estado²⁴²⁻²⁴³.

²³⁹ “Art. 151. É vedado à União: (...) II – tributar a renda das obrigações da dívida pública dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como a remuneração e os proventos dos respectivos agentes públicos, em níveis superiores aos que fixar para suas obrigações e para seus agentes.”

²⁴⁰ DALLARI, Dalmo de Abreu. *Elementos de teoria geral do estado*, pp. 258-60.

²⁴¹ DALLARI, Dalmo de Abreu. *Op. cit.*, p. 260.

²⁴² É discutível na literatura se a existência do Estado depende de uma finalidade, seja ela atingir o bem comum ou qualquer outra. A favor, conferir DALLARI, Dalmo de Abreu. *Op. cit.*, p. 108: “Procedendo-se uma análise de todas essas ideias, verifica-se que o Estado, como sociedade política, tem um fim geral, constituindo-se em meio para que os indivíduos e as demais sociedades possam atingir seus respectivos fins particulares. Assim, pois, pode-se concluir que o fim do Estado é o bem comum, entendido este como o conceituou o Papa João XXIII, ou seja, o conjunto de todas as condições de vida social que consintam e favoreçam o desenvolvimento integral da personalidade humana. Mas se essa mesma finalidade foi atribuída a sociedade humana no seu todo, não há diferença entre ela e o Estado? Na verdade, existe uma diferença fundamental, que qualifica a finalidade do Estado: este busca o bem comum de um certo povo, situado em determinado território. Assim, pois, o desenvolvimento integral da personalidade dos integrantes desse povo é que deve ser o seu objetivo, o que determina uma concepção particular de bem comum para cada Estado, em função das peculiaridades de cada povo.”

²⁴³ DALLARI, Dalmo de Abreu. *Op. cit.*, p. 261: “Procedendo-se a uma síntese dos argumentos favoráveis ao Estado Federal, ressalta, em primeiro lugar, a afirmação de que é mais democrático, pois assegura maior aproximação entre governantes e governados, uma vez que o povo tem sempre acesso mais fácil aos órgãos do poder local e por meio deste influi sobre o poder central. Outro argumento é justamente o que se refere à maior dificuldade para concentração do poder, o que, em última análise, também favorece a democracia. Além disso, argumenta-se que o Estado Federal, preservando as características locais e regionais, ao mesmo tempo promove a integração, transformando as oposições naturais em solidariedade.”

Por outro lado, a difícil coordenação de entidades autônomas em uma federal torna extremamente complexa a atividade de planificação social, especialmente a planificação econômica, o que poderia ser apresentado como argumento contrário ao Estado federal²⁴⁴. Em acréscimo deve-se apontar a dificuldade prática de se equilibrar interesses por vezes conflitantes entre as unidades da federação, o que poderá levar ao favorecimento da população de um estado-membro em relação ao outro. Ambos os argumentos estão intimamente conectados à questão do endividamento público.

O federalismo fiscal envolve um dilema, ou *trade-off*, relativo à ideia de que, se a descentralização das competências gera eficiência alocativa no gasto público, por outro lado, dificulta o exercício da função estabilizadora pelo Estado, na medida em que as decisões relativas ao nível de gasto e arrecadação passam a ser realizadas concomitantemente por agentes com interesses díspares²⁴⁵.

O conflito distributivo entre cidadãos de diferentes regiões de um estado federal, como o Brasil, são conflitos de natureza marcadamente política e reverberam sobre todo o contrato social donde deriva a legitimidade do poder político. Por esta razão, o diálogo que leva às restrições ao endividamento não é apenas um diálogo técnico-financeiro, devendo tomar o centro dos debates políticos de construção do ordenamento jurídico de um país.

O processo de descentralização fiscal pode atingir três diferentes níveis: desconcentração (*deconcentration*), transferência de poderes (*devolution*) e delegação (*delegation*). No modelo de desconcentração são criados órgãos regionais do poder central, com limitada autonomia, voltados a uma melhor administração dos interesses locais, dentro de uma estratégia estabelecida de forma centralizada²⁴⁶. A transferência de poderes, por outro

²⁴⁴ DALLARI, Dalmo de Abreu. *Idem, ibidem*: “Os que são contra a organização federativa entendem que o Estado Federal é inadequado para a época atual, em que, para atender a solicitações muito intensas, é necessário um governo forte. Um aspecto que nos últimos tempos vem sendo também bastante acentuado é o da planificação. O Estado, que atua muito, deve agir racionalmente, dentro de uma planificação global, para aproveitamento mais adequado e eficiente dos recursos sociais, econômicos e financeiros disponíveis. O Estado Federal dificulta, e às vezes impede mesmo, a planificação, pois é constitucionalmente impossível obrigar uma unidade federada a enquadrar-se num plano elaborado pela União. Paralelamente a isso, o Estado Federal, segundo se alega, provoca a dispersão dos recursos, uma vez que obriga à manutenção de múltiplos aparelhos burocráticos, sempre dispendiosos e desejando executar seus próprios planos. Argumenta-se ainda que a organização federativa tende a favorecer a ocorrência de conflitos jurídicos e políticos, pela coexistência de inúmeras esferas autônomas, cujos limites nem sempre podem ser claramente fixados.”

²⁴⁵ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*, p. 66: “A descentralização, causa, dessa forma, um trade-off, pois se por um lado aumenta-se a eficiência na função estatal da provisão de bens e serviços públicos, por outro lado dificulta-se a função da estabilidade econômica.”

²⁴⁶ WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 7: “Deconcentration is sometimes referred to as administrative decentralization. It denotes a process whereby regional offices of central ministries are established in local jurisdictions for the purpose of deciding the level and composition of the local goods and services to be provided. Deconcentration with authority means that the regional branches of ministries have some ability to make independent decisions, albeit usually within central guidelines. Deconcentration without authority occurs when regional offices

lado, consiste no maior nível de autonomia para os poderes locais, envolvendo a transferência efetiva das responsabilidades pela eleição dos gastos e logicamente das políticas públicas prioritárias, ao mesmo tempo em que se transferem os poderes relativos à tributação e à obtenção de outras receitas próprias²⁴⁷. Finalmente, o nível de delegação consiste em nível intermediário, pelo qual o governo central atribui ao governo local competência para perseguir a realização de algumas funções públicas, com ou sem financiamento pelo governo central. Esta modalidade permite aos governos locais administrar programas de prioridade nacional, levando em conta aspectos locais²⁴⁸.

Do ponto de vista econômico, argumenta-se que a descentralização das competências governamentais, especialmente em bases regionais, contribuiria para uma maior eficiência econômica, seja em função da competição estabelecida entre tais esferas, seja em razão das limitações fáticas a um planejamento central conglobante²⁴⁹. Embora o segundo

are created with no independent decision-making authority. In either case, when deconcentrated offices provide services (such as education, health services, water, or transportation), local residents are likely to have little to say regarding the scope or quality of the services and the manner in which they are provided.”

²⁴⁷ WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, p. 8: “In devolution, independent local self-governments are established, with responsibility for the delivery of a set of public services and the authority to impose taxes and fees to finance them. Devolved governments have considerable flexibility to select the mix and level of services and in some cases plenary authority to generate their own revenues. With devolution, citizens have the ability to use their local government to express their preferences regarding the mix and level of public services they want (demand), while taking into account their cost (supply). The result of devolution that provides for such local decision making is “better” (more efficient) utilization of limited resources than would occur if the decisions on local tax and spending policies were made in some distant capital. When each locality makes local decisions, the entire society gains financially. In technical jargon, there has been an increase in social welfare. Efficiency or welfare gains from decentralization can be particularly significant in countries with a high degree of economic, demographic, and geographic diversity.”

²⁴⁸ WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, pp. 8-9: “The third variant, delegation, is often thought of as an intermediate arrangement between devolution and deconcentration. It can be characterized as a principal-agent relationship between a higher-level government (principal) that assigns a local government (agent) responsibility for supplying certain local functions (e.g., education, water distribution, health clinics), which may or may not be financed by transfers from the principal to the agent. The failure of the higher, principal authority to pay for the delegated responsibilities—that is, the creation of an unfunded mandate—can establish a potentially contentious central-local relationship and may lead to legal battles (if the locality has the legal right to go to court), incentives for local budgeting sleight-of-hand, and even conflict.

When funded, however, delegation may improve efficiency if it allows subnational government units to administer programs of national priority in ways that better reflect local economic, social, and financial circumstances. Under such arrangements the center may – indeed, is likely to – set minimum or standard levels of services. If the detailed, day-to-day decisions on service delivery remain local, however, an opportunity exists for finding new, creative, and perhaps cost-reducing ways to deliver those services. As will be discussed in the following section, the design of intergovernmental fiscal transfers and the degree and nature of central monitoring will influence the balance between central and local decision making in the delegated areas of responsibility.”

²⁴⁹ VULOVIC, Violeta. The effect of subnational borrowing control on fiscal sustainability: how to regulate?, p. 2: “Two basic mechanisms are involved here. The first mechanism relates to Hayek’s (1945) knowledge problem, which states that wide dispersion of knowledge causes central planning to fail. Decentralized authorities, on the other hand, are in much better position to be responsive to variations in local demand. The se-

argumento possua apelo na intuição e aproxime as decisões dos governados, o primeiro argumento parte de uma concepção idealizada de mundo, que desconsidera os perigos reais de uma “corrida ao abismo” decorrente desta competição²⁵⁰.

O argumento econômico para a descentralização diz respeito à possibilidade de conferir maior eficiência ao gasto público por meio da aproximação do processo decisório da população consumidora dos bens públicos. Isto, pois compreende-se que populações locais podem ter preferências distintas por um conjunto de bens e serviços públicos colocados à sua disposição, com propensões distintas a pagar por cada um deles. Assim sendo, a utilidade total da população poderia ser elevada por uma decisão localizada em lugar de uma decisão que considerasse simplesmente a média das necessidades ou a moda das necessidades (vontade da maioria)²⁵¹.

O chamado “teorema da descentralização” apresentado inicialmente por Wallace Oates apregoa que, a um mesmo custo de produção, a oferta de bens públicos por governos locais tenderia a gerar maior eficiência econômica que a oferta por governos centrais. A razão de tal argumento se encontraria na maior possibilidade de os governos locais atenderem às diferentes preferências relativas dos cidadãos, variáveis entre diferentes regiões de um mesmo país²⁵².

cond mechanism is related to the idea government as a monopolist. As Brennan and Buchanan (1980) suggest, ‘the potential for fiscal exploitation varies inversely with the number of competing governmental units in the inclusive territory.’ (p. 180). Therefore, greater competition between governments can limit their ability to extract monopoly rents, enhancing economic efficiency and economic growth.”

²⁵⁰ Para uma visão do problema a partir da análise da guerra fiscal internacional, ver ARELLANO, Luis Felipe Vidal. Contribuições de teoria econômica e de relações internacionais ao entendimento do processo de competição tributária, *passim*.

²⁵¹ WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, p. 13: “For the economist, the chief argument for decentralization concerns improvements in efficiency—that is, the payoff in general ‘welfare gains’ that results from well-designed intergovernmental arrangements. The efficiency argument for decentralized government goes as follows: Due to different preferences for level and mix of local public goods and services across jurisdictions and differences in the local costs of producing and distributing goods and services, the general welfare of the whole society will be enhanced if decisions about which bundle of local goods and services should be provided from locality to locality are made locally (presumably by freely chosen local officials), rather than by a central official (who may make decisions based some set of centrally determined standards or to satisfy bureaucratic incentives).”

²⁵² OATES, Wallace. The role of fiscal decentralization in economic growth, p. 240: “The basic economic case for fiscal decentralization is the enhancement of economic efficiency: the provision of local outputs that are differentiated according to local tastes and circumstances results in higher levels of social welfare than centrally determined and more uniform levels of outputs across all jurisdictions. Although this proposition has been developed mainly in a static context ..., the thrust of the argument should also have some validity in a dynamic setting of economic growth. There surely are strong reasons, in principle, to believe that policies formulated for the provision of infrastructure and even human capital that are sensitive to regional or local conditions are likely to be more effective in encouraging economic development than centrally determined policies that ignore these geographical differences.” Ver também, BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Liderando el desarrollo sostenible de las ciudades: unidad temática gestión financiera subnacional*, pp. 3-4: “De acuerdo a lo anterior, conviene preguntar ¿Qué regla se debe seguir para asignar responsabilidades de gasto entre los diferentes niveles de gobierno? Para responder a la pregunta, Oates (1972) utilizó un esquema de análisis económico que posteriormente se conoció

Existem, contudo, razões para não descentralizar todas as ações públicas. Há casos, por exemplo, em que há externalidades que se espraiam por mais de um território, de modo que a alocação de um serviço a um território que não é o único beneficiário da sua própria ação pode gerar incentivos econômicos à oferta de tais bens em quantidade menor a que seria desejável. Há, também, casos em que há ganhos de escala pela prestação de um serviço por entidade com maior abrangência territorial, o que significa que o custo unitário médio de um determinado serviço passa a ser sensivelmente menor pela prestação do serviço para um número maior de demandantes. Em ambos os casos, a prestação destes serviços por entes locais pode não ser a melhor estratégia do ponto de vista econômico²⁵³.

Em síntese, teríamos que os serviços com maior probabilidade de descentralização eficiente são os serviços com elevada heterogeneidade de preferências entre regiões do território nacional, grande proximidade entre prestador do serviço e o usuário, inexistência ou baixa existência de externalidades e economias de escala²⁵⁴.

O critério utilizado para delimitar as competências em um Estado federal normalmente se refere à predominância do interesse nacional ou local diante de uma determinada questão, ainda que essa definição possa, em diversos casos, apresentar-se pouco objetiva. Assim, aos municípios caberia os assuntos de interesse local, aos estados os de interesse regional e à União os de interesse nacional²⁵⁵.

O federalismo brasileiro é misto, na medida em que envolve técnicas de repartição de competências próprias do federalismo dualista, com competências exclusivas, e técnicas de repartição de competências próprias do federalismo cooperativo, com competências concorrentes²⁵⁶.

como “el teorema de la descentralización”. Dicho teorema demuestra que con iguales costos para los distintos niveles de gobierno, el suministro de un bien público por parte de los gobiernos subnacionales promueve una mayor eficiencia del gasto público, puesto que permite un mejor ajuste entre las preferencias de los ciudadanos y las características y cantidades ofrecidas de dicho bien. La idea es asegurar que la gestión y provisión de los bienes tomen en consideración las particularidades y preferencias locales, y que aprovechen la cercanía entre beneficiario y proveedor como un instrumento para facilitar la transparencia y el control ciudadano. Para ciertos bienes y servicios (como la salud primaria y la educación básica, el transporte público o la seguridad), las preferencias de los ciudadanos varían significativamente entre una jurisdicción y otra, de modo que la información local es clave para asegurar una buena provisión.”

²⁵³ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 4.

²⁵⁴ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, pp. 4-5: “A partir de ese análisis, los servicios más susceptibles de administrarse por los gobiernos subnacionales son aquellos con heterogeneidad de las preferencias entre jurisdicciones, alta; condición local (cercanía proveedor-beneficiario), alta y media; extensión de los beneficios/ externalidades, baja y media; y bajas economías de escala. Dichos servicios son la salud primaria, la educación básica, la seguridad urbana, el transporte, la vivienda, agua y saneamiento.”

²⁵⁵ FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexões do endividamento nas relações federativas brasileiras, p. 440: “Efetivamente, parece existir um consenso doutrinário em torno da ideia de que o critério que norteia a repartição de competência entre as entidades federativas é o da predominância do interesse, segundo o qual à União competirão as matérias de predominante interesse geral, nacional-, aos Estados caberão as matérias de predominante interesse regional, e aos Municípios tocarão os assuntos de interesse local.”

²⁵⁶ FARIA, Rodrigo de Oliveira. *Op. cit.*, p. 442: “No que se refere à caracterização do federalismo brasileiro, há que se ressaltar que o mesmo conjuga elementos de um federalismo dualista com elementos

As transferências para equalização de desequilíbrios regionais, embora importantes do ponto de vista da redistribuição de renda no território nacional, além da própria redução das desigualdades regionais, objetivo fundamental da República brasileira, apresentam problemas práticos de relevância considerável. Primeiramente, o governo central pode não contar com recursos suficientes para dar cabo às transferências necessárias à equalização completa dos desequilíbrios horizontais. Em segundo lugar, a completa equalização pode gerar desincentivos à eficiência e à implantação de meios mais modernos de gestão e de arrecadação de receitas próprias nos entes locais que não se beneficiam de tais transferências²⁵⁷.

Segundo estudo da Subsecretária de Desenvolvimento Regional e Administrativo do Governo do Chile, citado pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento, o Brasil é um dos países mais descentralizados do mundo em termos de gastos públicos, ao lado da Argentina e da Colômbia, na América Latina, em níveis próximos ao de países desenvolvidos como Canadá, Estados Unidos e os países nórdicos da Europa²⁵⁸.

Nesta ordem de considerações, a permissão ao endividamento de entes subnacionais, não apenas aprofundaria as possibilidades de justiça intergeracional na distribuição dos custos de financiamento da infraestrutura pública, como igualmente poderia contribuir para uma maior abertura e transparência fiscal desses entes. Isso ocorre, pois o mercado de crédito depende intensamente de informações financeiras e operacionais relativas ao possível tomador de crédito para avaliar os riscos das operações e, conseqüentemente, precificá-las²⁵⁹.

Desequilíbrios financeiros em entes estatais podem revelar não apenas irresponsabilidade de seus governantes, mas também desequilíbrios na própria Federação, possuindo

cooperativos, ou seja, mistura competências exclusivas de cada um dos entes com competências a serem exercidas concorrentemente.”

²⁵⁷ WORLD BANK INSTITUTE. *Op. cit.*, p. 26: “Equalization can be undertaken to guarantee some basic (minimum) level of local service provision, in conjunction with the broader goal of equalizing fiscal capacity among subnational governments. A key issue is whether a grant actually does equalize across municipalities with different economic and financial endowments (fiscal disparities). The central government may not commit to full equalization for several reasons: First, central resources to do so may be inadequate. Second, full equalization might penalize better performers and create incentives for backward local governments toward grant seeking. Third, it may be difficult to develop a formula that truly equalizes across municipalities.”

²⁵⁸ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 7: “Según un análisis reciente conducido por la Subsecretaría de Desarrollo Regional y Administrativo (SUBDERE) del Gobierno de Chile (2009) el grado de descentralización fiscal del gasto es bastante heterogéneo en América Latina. Por una parte, se observa que Argentina, Brasil y Colombia han descentralizado el gasto entre el 40 y el 50%, ubicándose entre los países más altamente descentralizados del mundo, tales como Canadá, Estados Unidos y los países Nórdicos de Europa, mientras que Bolivia lo ha hecho entre el 20 y el 30% y Perú entre el 10 y el 20% (ver gráfico1). Colombia y Perú han experimentado importantes avances en la descentralización del gasto en el periodo 1996-2004. Bolivia, por el contrario, es uno de los pocos países en donde se observa una leve tendencia hacia la recentralización.”

²⁵⁹ VULOVIC, Violeta. The effect of subnational borrowing control on fiscal sustainability: how to regulate?, p. 3.

os entes capacidades distintas para lidar com competências semelhantes. Essa é uma situação possível no Brasil, diante da desigualdade regional ainda existente²⁶⁰.

Com relação ao endividamento recíproco entre entes da federação, o artigo 35 da LRF traz regra de equilíbrio inter-regional, que estabelece a proibição de financiamento de ente da federação por outro. Essa regra garante equilíbrio entre diferentes estados e municípios na medida em que evita que estes socializem seus custos, por meio de financiamentos concedidos graças aos esforços fiscais realizados pela população de outros territórios.

Contudo, conforme ensina Heleno Torres, este artigo deve ser interpretado de maneira conforme ao artigo 43 da Constituição Federal de 1988, que permite no seu § 2º, II, a prática de juros favorecidos para financiamento de atividades prioritárias, visando incentivar o desenvolvimento de determinadas regiões e a redução de desigualdades. Isto seria especialmente relevante no caso de contratos vigentes de financiamento cuja dinâmica da dívida levem a uma situação de fato incompatível com o tratamento favorecido pretendido na Constituição Federal²⁶¹.

²⁶⁰ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, p. 134: “Entretanto, em um Estado Federal heterogêneo como o brasileiro, em que cada ente federativo tem uma realidade distinta, principalmente no que toca ao aspecto financeiro, é comum aos referidos entes o recebimento de tarefas desproporcionais aos recursos para a sua execução, verificando-se neste caso a ocorrência de uma ‘crise de sobrecarga’, ou seja, de um ‘desequilíbrio entre as obrigações e os meios financeiros’. A sobrecarga de alguns entes federativos tende a provocar um desequilíbrio sistêmico das contas públicas, pois os entes sobrecarregados, sem disporem de crédito no mercado e a fim de contornarem a situação, recorrem à contratação de operações de crédito junto às outras unidades da Federação, mas sem um planejamento adequado que os permitam restituírem futuramente o capital emprestado ou mesmo arcarem com os serviços da dívida gerada.”

²⁶¹ TORRES, Heleno Taveira. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*, pp. 451-2: “O art. 35 da LRF visa ao equilíbrio federativo e à garantia da uniformidade de tratamento da União em relação aos Estados e Municípios na realização de operações de crédito, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente (âmbito material), ao vedar sua prática ‘entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta’ (âmbito subjetivo). A restrição contida nesse preceito delimita os limites da competência da União e institui um dever de uniformização de conduta, para evitar tratamentos discriminatórios contra certas unidades federadas. Por conseguinte, dentro do âmbito material do que a LRF qualifica como operações de crédito, a vedação se impõe.

Logo, a única interpretação do art. 35 da LRF conforme a Constituição é aquela exposta antes, de modo a não se vedar a possibilidade de revisão da taxa de juros e do limite do dispêndio nos contratos de refinanciamento, quando estes se encontrem em evidente situação de desvantagem, até por atenção ao quanto prescreve o art. 43, da Constituição, como forma de evitar desigualdades geradas por contratos em vigor entre os entes federados. Afinal, acaso se pretendesse estender a noção de operações de crédito, para abranger também a mera revisão da taxa de juros ou do limite de dispêndio, estar-se-ia extrapolando os preceitos do art. 35 da LRF (relativos a procedimentos equivalentes), e, assim, suprimindo a autonomia de ente da Federação, pois, independentemente da conjuntura econômica, este ficaria obrigado a arcar com os ‘serviços da dívida’, na forma originalmente contratada, em desfavor do cumprimento dos ditames constitucionais, sobretudo quanto à prestação de serviços essenciais à população. Não há dúvidas de que tal situação, decorrente de interpretação extensiva do art. 35 da LRF, atentaria contra o pacto federativo.”

Parte da doutrina brasileira, porém, expressa crítica mais direta ao artigo 35 da LRF, sob o argumento de que a Constituição Federal estabelece ela própria os limites das relações entre entes federados, não cabendo à LRF apresentar limites à Federação onde a Constituição não o fez²⁶². Sobre esse tema, há desde o ano 2000 Ação Direta de Inconstitucionalidade no Supremo Tribunal Federal pendente de julgamento definitivo²⁶³.

1.3.3 Controle nacional do endividamento

Em diversas partes do mundo o endividamento de entidades subnacionais não está permitido ou está regulado em bases restritivas. Onde há permissão para endividamento, este se apresenta como fonte importante de recursos para investimentos em infraestrutura, cujo prazo de maturação é mais longo que a capacidade de financiamento com recursos próprios²⁶⁴.

Há casos, porém, em que o desequilíbrio das finanças locais torna-se um risco ao equilíbrio das finanças públicas como um todo e à condução da política macroeconômica, especialmente em razão da possibilidade de contágio de outros entes. Esse contágio, em linhas gerais, pode decorrer de uma simples avaliação do mercado da similitude da situação em que se encontram diferentes entes subnacionais, ou pode decorrer da existência de garantias legais dadas por um ente a outro. Nestes casos, passa a ser importante a imposi-

²⁶² ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 136: “Entretanto, o mencionado artigo 35, da LRF, vem sendo considerado inconstitucional por alguns doutrinadores de peso. como a eminente Misabel Derzi, que propugna pela sua inconstitucionalidade, afirmando que a LRF, como norma geral de Direito Financeiro, não pode criar limitações que não existam na Constituição, pois sua função não seria a de restringir ou dilatar o campo delimitado pelo texto constitucional, mas a de completar e esclarecer seus dispositivos limitadores, facilitando assim a sua execução.”

²⁶³ Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADIn) n. 2.250/DF. “EMENTA: AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE. MEDIDA CAUTELAR. ARTS. 35 E 51 DA LEI COMPLEMENTAR N.º 101/2000. OPERAÇÕES DE CRÉDITO ENTRE ENTES FEDERADOS, POR MEIO DE FUNDOS. CONSOLIDAÇÃO DAS CONTAS DA UNIÃO, DOS ESTADOS, DOS MUNICÍPIOS E DO DISTRITO FEDERAL. ALEGADA VIOLAÇÃO AO PRINCÍPIO FEDERATIVO. O art. 35 da Lei de Responsabilidade Fiscal, ao disciplinar as operações de crédito efetuadas por fundos, está em consonância com o inciso II do § 9.º do art. 165 da Constituição Federal, não atentando, assim, contra a federação. Já a sanção imposta aos entes federados que não fornecerem dados para a consolidação de que trata o art. 51 da LC 101/2000 igualmente não implica ofensa ao princípio federativo, uma vez que as operações de crédito são englobadas pela mencionada regra constitucional e que o texto impugnado faz referência tão-somente às transferências voluntárias. Medida cautelar indeferida.”

²⁶⁴ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Liderando el desarrollo sostenible de las ciudades: unidad temática gestión financiera subnacional*, p. 27: “El endeudamiento de los gobiernos subnacionales no está permitido en todos los países y cuando lo está, suele ser regulado mediante una ley. En varios países en desarrollo y transición ha representado una fuente de ingresos, adicionales a los ingresos propios, que ha tomado mucho peso dentro su composición financiera. Esta fuente complementaria de recursos les ha permitido atender necesidades de gran envergadura, tales como proyectos de infraestructura de interés regional y local, principalmente en aquellos estados/provincias y municipios que han experimentado un desarrollo urbano importante – en países como Hungría, México, Polonia, Rumania y Rusia (Liu y Waibel, 2008). Uno de los impactos de la capacidad de endeudamiento de los gobiernos subnacionales es el desarrollo del mercado de créditos, que en algunos casos ha alcanzado niveles sofisticados.”

ção de limites ao endividamento de entes subnacionais²⁶⁵. Essa relação de causalidade, porém, não é unanimidade na literatura econômica²⁶⁶.

A principal motivação para a renegociação das dívidas dos estados e município brasileiros ao final da década de 1990 foi o reconhecimento do impacto do resultado fiscal desses entes sobre a estabilização macroeconômica de responsabilidade do governo central²⁶⁷. Essa influência potencial já era reconhecida pela teoria econômica, que advogava um maior controle da oferta de crédito do setor bancário aos entes subnacionais, sob a premissa de que os déficits desses entes poderiam ser transferidos ao governo central, prejudicando a função estabilizadora do governo²⁶⁸.

O crescimento da dívida pública no âmbito dos entes subnacionais, com frequência, é sintoma de desequilíbrio fiscal do próprio modelo federativo de competências, impondo-se despesas a entes subnacionais além de suas possibilidades de arrecadação, ou mesmo por decorrência da qualidade inferior do sistema de transferências de receitas entre entes governamentais²⁶⁹.

Um elevado nível de dependência de transferências de outros entes, especialmente do governo central, pode resultar em uma menor propensão à eficiência do gasto público,

²⁶⁵ WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 7: “An important intergovernmental issue arises when local governments that are part of a unitary intergovernmental hierarchy become a source of contingent liabilities. Under these (typical) circumstances, it may become necessary for the central government to impose limits or other controls on local borrowing activity.”

²⁶⁶ VULOVIC, Violeta. The effect of subnational borrowing control on fiscal sustainability: how to regulate?, p. 2: “Furthermore, sub-national governments have less incentive than the central governments to be concerned with macroeconomic impact of their policies because they do not bear the full cost of their actions (“moral hazard”). Therefore, to sub-national governments, macroeconomic stability has public goods characteristics. Some authors contend that fiscal decentralization can enhance macroeconomic stability (Fukasaku and De Mello, 1998) while others assert there are significant costs associated with insuring macroeconomic stability through decentralization and that achieving this goal requires thoroughly disciplined sub-national borrowing (Ter-Minassian, 1997). The empirical literature on this issue is inconclusive. It is therefore important to investigate the effect of fiscal decentralization on macroeconomic stability in the presence of borrowing regulation.”

²⁶⁷ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. Endividamento subnacional em um contexto federativo: o caso brasileiro. *Cadernos de Finanças Públicas*, p. 60: “A importância dos déficits dos governos subnacionais no resultado consolidado do setor público e a possibilidade de a assunção desses déficits afetar a função de estabilização, desempenhada pelo governo central, podem ser apontados como fatores para as renegociações de dívidas ocorridas nos últimos anos. Somente a partir de 1997, foi exigida dos governos estaduais uma proposta de ajuste fiscal.”

²⁶⁸ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, p. 63: “A maioria dos economistas concorda que, geralmente, as decisões envolvendo questões de gastos e de arrecadação de recursos, que afetam o nível de desemprego e de inflação, devem estar concentradas no governo central, uma vez que estão relacionadas com a função estabilizadora. Pode-se, de uma maneira geral, afirmar que a estrutura do federalismo fiscal adotada terá influência direta sobre a gestão macroeconômica do governo.”

²⁶⁹ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. Control of subnational government borrowing, p. 156: “The growth of subnational public debt is frequently a symptom of an inappropriate design of intergovernmental fiscal relations in the country in question, involving, for example, large vertical or horizontal imbalances or a system of intergovernmental transfers lacking transparent criteria and conducive to ad hoc bargaining or ex post gap filling.”

na medida em que importantes decisões relativas à alocação dos recursos são tomadas por outras instâncias, assim como a responsabilidade pelo custeio das ações públicas não recai primariamente sobre a população afetada por tais ações²⁷⁰. Assim, há evidências de que uma maior dependência de transferências de outros entes da federação contribui para um menor equilíbrio fiscal. Uma possível razão para esse fato seria a ideia de que o financiamento sem custo para a própria população conduziria a um comportamento irresponsável financeiramente por parte da população beneficiada²⁷¹.

É preciso notar que o modelo de transferências adotado no Brasil não privilegia os entes subnacionais com maior demanda de recursos, mas os entes menores, com menor capacidade de arrecadação própria. Isto acaba por distorcer a distribuição de recursos, levando a uma insuficiência de arrecadação em municípios maiores, que, com frequência, financiam inclusive serviços públicos postos à disposição de cidadãos de municípios vizinhos²⁷².

Um dos motivos pelos quais esses desequilíbrios acontecem e também um dos principais argumentos utilizados contra a descentralização fiscal diz respeito a falta de capacidade operacional dos governos locais para a autoadministração. Este argumento, porém, deixa de levar em conta que tal administração, como conhecimento ligado à *praxis*, somente é adquirido por meio do seu exercício diário. Não se pode, portanto, falar em capacidade inata de autoadministração²⁷³.

²⁷⁰ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, p. 63: “Uma característica marcante do federalismo fiscal moderno é o sistema de transferência de recursos entre os níveis de governo. Na maioria dos países, os recursos partem do governo central para os governos subnacionais (estaduais e municipais). Logo, a existência de excessiva dependência de recursos provenientes do governo central pode acarretar uma inevitável interferência nas decisões de gastos dos governos locais pelo governo central. Nesse caso, tais decisões serão resultado de negociação entre os níveis de governo, reduzindo a independência fiscal do governo local. A grande dependência de recursos transferidos é um fator de desestímulo à condução fiscal responsável por parte dos governos subnacionais, uma vez que esses governos não dependem apenas do próprio esforço fiscal para assegurar a maior parte dos seus recursos.”

²⁷¹ SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, pp. 84-9.

²⁷² GREMAUD, Amaury P.; TONETO Jr., Rudinei. Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades, p. 111: “A redistribuição de receita, como dissemos, não ocorreu no sentido de direcioná-la, necessariamente, para os municípios e regiões em que as demandas sociais por serviços e investimentos eram mais intensas. A metropolização da pobreza intensifica ainda mais este ponto, já que amplia as demandas sociais assumidas pelas metrópoles e diminui a capacidade relativa de gerar renda própria por meio de taxas e impostos. Tendo em vista o exposto, um dos pontos mais difíceis a ser resolvido na estrutura federativa brasileira, antes do desequilíbrio vertical, é o seu desequilíbrio horizontal (Resende, 1998).”

²⁷³ WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 11: “An argument often set forth in developing countries is that local governments do not have the capacity for self-government. This argument is most often heard when discussion arises as to the merits of granting localities such as municipal governments authority to generate their own revenues or the authority to borrow. In a country with a long tradition of centralization, that local governments lack the capacity to be self-governing is an observation that is likely to be both true and tautology. As local governments in several newly decentralizing countries have demonstrated, developing capacity to govern is a learning-by-doing process. To broadly paraphrase Amartya Sen’s essay ‘Democracy as a Universal Value,’ a country does not have to be deemed ‘fit’ to be decentralized, but rather governments become capable by being decentralized.”

Em Estados federais, como é o caso do Brasil, torna-se relevante a questão dos poderes das entidades subnacionais para a contratação de operações de crédito, ou para endividar-se em geral, seja por qual meio for. Em diversos casos, o que se verifica é uma descentralização do poder de endividar-se, visando a uma maior capilaridade nos investimentos públicos. Essa descentralização é de fato importante, sobretudo, se se verificar que parte relevante da infraestrutura pública no Brasil é decorrência de investimentos a cargo dos municípios. Contudo, caso a prerrogativa de endividamento não seja acompanhada de adequada autonomia fiscal em termos de capacidade de arrecadação própria, poderá tornar-se temerária, tendo em vista a incapacidade de planejamento adequado quanto à real disponibilidade futura de recursos para pagamento das parcelas da dívida contratada para fazer frente aos investimentos²⁷⁴.

O menor controle do governo central sob o endividamento de entes subnacionais pode ser uma decorrência de controles inadequados da política fiscal e macroeconômica, ainda por endereçar, ou pode também ser decorrência, em total oposto, de confiança na capacidade do mercado financeiro de autoadministrar o risco de crédito dos entes subnacionais, assim limitando a sua exposição ao crédito público e, conseqüentemente, a oferta de crédito aos entes subnacionais²⁷⁵.

Para que se possa falar em controle do endividamento subnacional pelo próprio mercado financeiro, porém, é preciso primeiramente que estejam presentes as seguintes condições mínimas e que, com frequência, não estão presentes em países em desenvolvimento: (i) ausência de reserva de mercado de crédito para dívidas públicas, com tratamento favorecido a empréstimos oferecidos ao setor público em relação aos oferecidos ao setor privado, em decorrência de regulação do setor financeiro²⁷⁶; (ii) existência de transparência a respeito do endividamento do ente subnacional e da sua real capacidade de pagamento, de maneira a permitir adequada análise de crédito por parte das instituições financeiras; (iii) ausência de expectativa de resgate de instituições financeiras em situação falimentar em decorrência de *default* da dívida do ente público; e, (iv) existência de estruturas que permitam ao ente estatal responder ao mercado em caso de restrições à oferta de crédito²⁷⁷.

²⁷⁴ CARVALHO, André Castro. *Direito da infraestrutura: perspectiva pública*, p. 510: “No tocante aos sistemas de descentralização e federalismo fiscal, outro ponto que deve ser repisado é que de nada adianta a competência para contrair dívida se os poderes para se levarem receitas pelos entes locais não são compatíveis com as necessidades.”

²⁷⁵ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, 157: “In general, central government controls over subnational governments borrowing tend to be looser, on the one hand, in countries with poor overall financial discipline and as yet unaddressed fiscal and macroeconomic disequilibria, and, on the other, in countries with well-developed and relatively transparent financial systems, which can rely more on the market to discipline the borrowing of subnational governments.”

²⁷⁶ A respeito desse ponto, ver BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 637: “os governos, já por sua conveniência puramente fiscal, já para regular e controlar a circulação segundos pendores da conjuntura econômica, obrigam os bancos diretamente a subscrever títulos de diferentes tipos ou chegam ao mesmo resultado indiretamente, por meio do Banco Central, nas operações de open-market (...).”

²⁷⁷ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Idem, ibidem*: “It has been suggested (Lane, 1993) that a number of conditions need to be satisfied for financial markets to exert effective discipline on subnational government borrowing:

Em virtude da ausência dessas condições, o controle do endividamento de entes subnacionais se faz mundialmente por meio de uma combinação de mecanismos administrativos, limites legais e de colaboração entre entidades federativas²⁷⁸. O controle exclusivamente pelo mercado, embora teoricamente possível²⁷⁹, não é frequentemente adotado, dadas as condições restritivas de eficácia dessa forma de controle.

Não se deve perder de vista o fato de que o ciclo político de curto prazo é elemento que favorece a pouca sensibilidade dos dirigentes políticos às restrições apresentadas pelo mercado financeiro, sendo muito mais sensíveis a questões envolvendo fluxo de recursos que questões envolvendo estoques, de dívida ou de patrimônio²⁸⁰.

A década de 1990 no Brasil foi década na qual os principais controles atuais ao endividamento de estados e municípios foram estabelecidos, concomitantemente a seguidos salvamentos destes entes proporcionados pelo governo central. O descontrole na emissão de títulos públicos e o relacionamento pouco ortodoxo de estados com bancos públicos por eles controlados foram algumas das causas da elevação da dívida desses entes ao longo das décadas de 1980 e 1990²⁸¹, antes da assunção de tais dívidas pelo governo federal, refinanciando a dívida dos governos subnacionais de maneira subsidiada²⁸².

-
- Markets should be free and open; in particular, there should be no regulations (such as reserve or other portfolio com position requirements) on financial intermediaries that place government in a privileged borrower position.
 - Adequate information on the borrower's outstanding debt and repayment capacity should be available to potential lenders.
 - There should be no perceived chance of bailout of the lenders in the case of impending default. (...)
 - The borrower should have institutional structures that ensure adequate policy responsiveness to market signals before reaching the point of exclusion from new borrowing."

²⁷⁸ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 158. Ver também SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. *Op. cit.*, pp. 67-9.

²⁷⁹ Encontram-se internacionalmente exemplos de organismos criados na defesa dos interesses dos credores que terminam por resultar em restrição do crédito de entes públicos em caso de inadimplência. Ver, por exemplo, BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 633: "A sanção mais eficaz, em se tratando de crédito externo, reside em perdê-lo o Estado relapso. Para isso, os credores organizam-se em associações das quais a primeira foi o Council of Foreign Bondholders, fundado na Inglaterra em 1873. Essas organizações entram em contato com as Bolsas de Valores mobiliários, obtendo delas que os governos falidos não sejam admitidos no lançamento de novos empréstimos, assim como seus títulos sejam excluídos dos pregões e cotações. É a morte financeira, pois, nos mercados internacionais de dinheiro."

²⁸⁰ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 162: "Finally, and not least importantly, relatively short electoral cycles tend to make politicians at the subnational government level short-sighted and unresponsive to early warnings by the financial markets."

²⁸¹ Não se deve, porém, perder de vista o efeito desastroso sobre o endividamento subnacional causado pela mudança do cenário internacional de liquidez no final da década de 1970, interrompendo, após mudança na política monetária americana, o fértil processo de reciclagem dos euro-dólares e dos petrodólares ocorrido nas duas décadas anteriores e que serviram para o amplo acesso do mercado brasileiro a dívidas em moeda estrangeira e juros pós-fixados. Também foi marcante, na década de 1990, a elevação do custo de rolagem da dívida de estados e municípios resultante da utilização da taxa de juros interna como âncora cambial, peça fundamental da primeira fase do Plano Real no combate à inflação. Sobre o assunto ver OLIVEIRA, Rogério Ceron de. *Evolução das finanças municipais: o caso da cidade de São Paulo – 1995-2010*, pp. 16-17.

²⁸² TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, pp. 163-4: "Brazil represents another example of a major country that initially shunned legal or administrative controls over state and municipal borro-

A Lei n. 9.496/97, já mencionada neste trabalho, consistiu em importante precedente no sentido de ajuste das contas estaduais, pois, apesar de novamente refinar as dívidas dos estados, gerando a sua federalização, pela primeira vez impôs aos entes beneficiados uma série de contrapartidas em termos de ajustes das respectivas contas públicas. Esse precedente contribuiu para diminuir a visão de que a “socialização das perdas” poderia ocorrer sem sacrifícios para a população beneficiada²⁸³.

wing, but in recent years has been prompted by the rapid accumulation of subnational government debt to institute such controls (see Chapter 18).

State debt, both domestic and external, grew rapidly in Brazil from the end of the 1960s until the early 1980s. The abrupt drying up of external financing during the debt crisis led to widespread defaults by the states and to the eventual takeover and rescheduling of most of these debts by the federal government in 1989 (for the external portion of the debts) and 1993 (for debts to federal banks). This rescheduling significantly eased the debt-servicing burden on the states. Some of the latter, however, have continued to run up debt to state-owned banks, as well as to suppliers. Finally, a number of states have resorted extensively to the issue of bonds.

The service of this debt came virtually to a halt, and with the high level of real interest rates, especially since the introduction of the Real Plan in 1994, the capitalization of interest payments led to an escalation of this debt to the equivalent of around 17 percent of GDP by 1996. The withdrawal of most private investors from the market for state bonds, and the drying up of interbank lending to some state banks, forced various forms of intervention by the federal authorities (including the central bank and federal banks), which de facto shifted most of the default risk on these types of state debt onto the federal government.

As counterpart for the rescheduling of a part of the state debt, limitations have been introduced in recent years on new state borrowing. Specifically, legal rules and central bank regulations now prohibit a state from borrowing from its own commercial banks. New issues of kinds (other than to refinance maturing ones) are prohibited by a constitutional amendment until the end of this decade. At the end of 1995, the federal government through one of its large banks (Caixa Economica Federal) set up lines of credit to provide short-term financial support to the indebted states, as counterpart for the states agreeing to certain adjustment measures. In 1996, the federal government began negotiations with most of the indebted states toward a federally backed restructuring of their not previously rescheduled debt, at reduced interest rates. The counterparts of this restructuring are commitments by the states to privatize most of their enterprises (with the proceeds of sales to be used to reduce the debt), and to implement fiscal adjustment measures aimed at reducing the ratio of their debt to revenues to 1 within a number of years. This brief overview makes clear that the conditions listed above for the effective working of market discipline on state debt were not, and continue not to be, present in Brazil. While it is unfortunate that the need for controls was not recognized and acted upon before state debts reached their present very high levels, it is encouraging that financial support by the federal government to the states is increasingly being made contingent upon specific commitments by the latter to undertake needed corrective actions. The effectiveness of these adjustment programs will, of course, depend crucially on firmness in their implementation.”

²⁸³ FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexões do endividamento nas relações federativas brasileiras, pp. 448-9: “O diferencial entre este refinanciamento das dívidas dos entes subnacionais pela União e outros episódios de federalização de dívidas, em que prevaleceu o padrão histórico de ajuda federal e estímulo à irresponsabilidade fiscal, estava justamente nas restrições previstas nos acordos firmados, que, juntamente com outras restrições logo a seguir inseridas no marco legal implantado pela Lei de Responsabilidade Fiscal, em maio de 2000, impuseram um efetivo regime de responsabilidade fiscal aos entes subnacionais, ensejando a possibilidade de um a mudança no padrão histórico da dinâmica federativa brasileira.” Sobre o tema das diversas renegociações de dívida na federação brasileira e o risco moral, ver LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. O colapso das finanças estaduais e a crise da federação. São Paulo: Unesp, 2002, p. 145-171. O trabalho citado apresenta em detalhes as seguidas tentativas de sanea-

A abordagem do controle do endividamento de entes subnacionais por meio de regras específicas, tem como vantagem a sua simplicidade, transparência e objetividade, impedindo que relações políticas possam impactar o resultado de um pedido de autorização de contratação de dívida por um ente específico. Contudo, nem sempre as regras são suficientemente claras ou abrangentes, permitindo a existência de lacunas importantes a gerar insegurança tanto para agentes públicos, quanto para privados que contratem com o Estado²⁸⁴.

O sucesso de estratégias de limitação do endividamento subnacional por meio de limites numéricos de saldo de dívida, como é o caso no Brasil, depende intensamente da crença de que esses entes não serão socorridos pelo governo central em caso de *default*. Essa crença é tanto mais crível quanto maior for a autonomia fiscal do ente subnacional, principalmente em matéria de receitas, o que se identifica pela existência de uma ampla base tributável de competência própria²⁸⁵.

Uma alternativa à limitação rígida, em lei, da contratação de empréstimos por entes subnacionais é a perspectiva cooperativa adotada por alguns países, na qual a limitação simples dá lugar a uma construção coletiva de limites, levando em consideração as perspectivas para a economia nacional, assim como os impactos esperados da ação do ente subnacional sobre as variáveis agregadas. Embora essa atuação colaborativa possa trazer bons resultados em termos de maior adesão às metas consolidadas, depende de um nível de maturidade política e interação entre os diferentes agentes público que normalmente não se observa²⁸⁶.

Conforme Violeta Vulovic, estudos empíricos demonstrariam que a abordagem cooperativa, à semelhança do que ocorre no Brasil com os Programas de Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados, com base na Lei n. 9.496/97, seria a abordagem mais efetiva no controle do endividamento subnacional e do equilíbrio fiscal consolidado, sobretudo, em países em que vigora adequada descentralização de receitas tributárias. Em sentido opos-

mento das finanças estaduais ao longo das décadas de 1980 e 1990, apontando como o aspecto político resultou, em todas as tentativas, alívio por parte da União Federal aos Estados e Municípios endividados. Essa realidade conduz à dificuldade de articulação de um sistema sancionatório, quando não é crível a aplicação da sanção prevista.

²⁸⁴ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 166: “Rules-based approaches have the obvious advantage of transparency and evenhandedness, as well as of avoiding protracted bargaining between the central and the subnational levels of government, a process the outcome of which often ends up being determined more by short-term political factors than by considerations of sound macroeconomic management. On the other hand, by their very nature, rules-based approaches lack flexibility and often end up fostering the development of behavior and practices aimed at circumventing the rules.”

²⁸⁵ VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 3.

²⁸⁶ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 165: “The cooperative approach has clear advantages in promoting dialogue and exchange of information across various government levels. It also raises the consciousness, in subnational-level policymakers, of macroeconomic implications of their budgetary choices. It seems, however, to work best in countries with an established culture of relative fiscal discipline and conservatism. It may not be effective in preventing a buildup of debt in conditions where either market discipline or the leadership of the central government in economic and fiscal management are weak.”

to, a abordagem que confia apenas em mecanismos de mercado para o controle do endividamento não é eficiente nesse propósito²⁸⁷.

A experiência relativa ao controle meramente de mercado ao endividamento de entes subnacionais, por sua vez, não tem sido positiva para países em desenvolvimento, ao contrário da experiência de países com instituições mais maduras²⁸⁸.

Em países unitários principalmente, é comum a existência de controle centralizado do endividamento de províncias e outras entidades subnacionais, por meio da exigência de prévia autorização para a contratação de dívidas. Esta forma de controle, em Estados federais, traria como problema o fato de envolver o governo central em questões relativas ao mérito de projetos públicos cuja eleição deveria ficar, inclusive por questões de eficiência, sob o controle dos governos regionais. Ademais, a autorização de contratação tornaria o governo central, ainda que apenas politicamente, responsável por eventual dificuldade de pagamento observada pelo ente subnacional²⁸⁹.

Não se deve olvidar o papel exercido pela garantia implícita do governo central aos entes subnacionais, para a situação de superendividamento destes. Trata-se de uma situa-

²⁸⁷ VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 4: “Obtained results suggest cooperative regime to perform dominantly in sustaining fiscal consolidation, which is somewhat in line with the property of this approach that it combines the advantages off all other three approaches. Second, results suggest that market discipline performs the least favorably comparing to other three approaches and prohibited sub-national borrowing, which corresponds to the fact that in many countries the requirements for market discipline as a successful instrument for sub-national borrowing control are not met. Finally, administrative and cooperative regimes in presence of high fiscal dependence on central government financing seem to increase the probability of ending a consolidation episode. This result is not surprising given that these two regimes refer to significantly high degree of central government control, which may increase the risk of moral hazard. Strong central government control may give encouraging signs to the sub-national governments to over borrow and to expect being bailed out by the central government. This deteriorates the general government budget directly, through unplanned bailout from the central government, and indirectly, through spillover effect on other sub-national governments who are as well highly fiscally dependent on central government financing. Finally, the robustness analysis suggests that the administrative controls over sub-national borrowing consistently perform dominantly comparing to other regimes. However, this effect vanishes with large central government financing to the sub-national budget.”

²⁸⁸ VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 7: “Relying on market discipline in controlling the sub-national borrowing has worked in countries with high standards of transparency and governance at all government levels, and with no significant history of bailouts. In most emerging markets and developing countries, however, as well as in some developed countries, one or more the requirements for effective market discipline on subnational borrowing are missing.”

²⁸⁹ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 169: “These arguments are less compelling in the case of domestic borrowing of subnational authorities. Detailed administrative control of the latter may involve the central government in micro-level decisions (for example, about the financing of individual investment projects) that would be best left to the relevant subnational jurisdictions. Moreover, administrative approval by the central government of individual borrowing operations of the subnational governments may well make it more difficult for the former to refuse financial support to the latter in the event of impending defaults. On balance, effectively and timely monitored aggregate limits on the overall debt of individual jurisdictions, based on market-type criteria, like maximum ratios of debt service to revenues, would seem preferable to either centralized borrowing or preapproval of individual borrowing operations.”

ção padrão de risco moral (*moral hazard*), em decorrência da qual se gera um comportamento oportunista tanto da parte de emprestadores como de tomadores de recursos²⁹⁰.

Neste contexto, a concentração das receitas no governo central contribui para a existência de restrições fiscais fracas, que implicam na elevação do risco moral, com seguidas “operações de resgate” de entes subnacionais pelo governo central. A elevação do risco moral, por sua vez, termina por enfraquecer ainda mais a credibilidade das restrições fiscais institucionais, colocando a perder o sistema de responsabilidade fiscal implementado pelo país²⁹¹.

Há interesses nacionais na atividade financeira de estados e municípios que justificam a atuação da União tanto na regulação desta atividade quanto na sua fiscalização. Contudo, a ação da União não é irrestrita e se faz de maneira menos ampla sobre os demais entes federados do que a supervisão às operações realizadas por instituições financeiras. Essa é uma decorrência da forma federativa de Estado adotada no Brasil²⁹², observando-se com frequência que o constrangimento ao endividamento subnacional no Brasil ocorre por meios indiretos, valendo-se da regulação prudencial aplicável às instituições financeiras nacionais.

²⁹⁰ VULOVIC, Violeta. *Op. cit.*, p. 5: “Literature on sub-national borrowing emphasizes the ability of higher levels of government to provide an implicit guarantee on sub-national government debt as one of main problems with borrowing at the sub-national level. This is a classical moral hazard situation, whereby borrowers are likely to over borrow and creditors are likely to over lend in response to this unwritten official insurance.”

²⁹¹ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 511: “Há, ainda, a questão das restrições orçamentárias fracas: o nível local que possui a informação de que o ordenamento jurídico o permite gastar livremente e que, em caso de necessidade, haverá assistência do ente central, provavelmente não será parcimonioso em controlar seu gasto público em infraestrutura. E o que acontece, v. g., no governo alemão e no dos países escandinavos: como os entes locais não vão à ‘falência’ (*bailout*), constantemente são socorridos pelo ente central, havendo, no entanto, regras rígidas que procuram cercar a ocorrência desse evento. Como nas federações existe uma forte tendência de o governo central supervisionar a prestação de serviços públicos aos entes locais, esse problema é particularmente recorrente nesse sistema de organização do Estado. O ordenamento jurídico intenta, portanto, evitar a ocorrência desses *bailouts*.”

²⁹² ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 147-8: “Certamente é o interesse nacional no combate à inflação, na disciplina do recurso ao crédito, no controle sobre o regime de poupança, na regulação das finanças globais e no prestígio do crédito público que justificam tal postura do legislador constituinte.

A circunstância, entretanto, da União poder fiscalizar operações de crédito em geral e legislar sobre política de crédito, não autoriza a que a União dispense às pessoas político-constitucionais tratamento igual ao que dispensa às entidades privadas, que desempenham atividades creditícias. É que, em primeiro lugar, o recurso ao crédito, por parte das pessoas públicas, é sempre um instrumento ou meio para a consecução de finalidades públicas – constitucionalmente de competência das pessoas políticas – enquanto a prática regular de operações financeiras, por entidades privadas, com o fito de lucro, é uma atividade negocial como outra qualquer.

Em segundo lugar, porque o princípio constitucional fundamental da autonomia das pessoas públicas, persistindo em vigor, obriga a interpretar restritivamente estas faculdades excepcionais da União e só encontrar justificação e fundamento para qualquer ingerência legislativa ou administrativa da União, em qualquer matéria, com relevantes fundamentos de interesse público nacional, consentidos pelo próprio texto constitucional e o que é mais importante – sem ofensa direta ou indireta a qualquer princípio ou regra constitucional.”

Ainda assim, não se pode dizer que a situação atual no Brasil seja de ampla liberdade na contratação de dívidas por estados e municípios. A primeira Constituição republicana do Brasil, em 1891, permitia a estados e municípios assumir compromissos financeiros externos sem quaisquer limitações. Essa ausência de coordenação teria levado a uma série de dificuldades de ordem fiscal e, mais amplamente, econômicas ao país. Por esta razão, as Constituições seguintes vedaram esse livre recurso às operações externas, vedação essa que se mantém até os dias atuais²⁹³.

A exigência de autorização do Senado, por exemplo, embora não importe em corresponsabilidade da União²⁹⁴, está em harmonia com a forma federativa de Estado, na medida em que compete à União tratar de assuntos relacionados à relação do país com outros Estados soberanos²⁹⁵, assim como como administrar as reservas cambiais do país e fiscalizar as operações de natureza financeira, especialmente as de crédito e câmbio, atribuições estas que se encontram em convergência com a tomada de crédito internacional por estados e municípios.

A Constituição de 1967, com a redação da Emenda Constitucional n. 1, de 1969, sob a égide da qual escreveu Geraldo Ataliba, previa regras bastante semelhantes de controle do endividamento de estados e municípios pela União às previstas pela CF/88. Sob esse cenário jurídico entendeu Ataliba que, em matéria de endividamento, “quase não há diferença entre o nosso sistema e o de qualquer Estado unitário. Nisto, nossos Municípios estão na mesma condição que os *enti minori* italianos, meras autarquias territoriais”²⁹⁶.

É na segunda metade da década de 1990, porém, que os principais mecanismos legais e administrativos de controle nacional do endividamento atualmente existentes são instalados no Brasil. Neste contexto, a Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000, é marco fundamental para a compreensão do regime legal vigente, cujos aspectos mais relevantes são explorados em capítulo específico do presente trabalho.

Dadas as características do federalismo brasileiro desde a Constituição de 1988²⁹⁷, a LRF tem hoje papel central para o controle financeiro de estados e municípios, que, ao longo da década de 1990 e também mais recentemente, enfrentaram e enfrentam situações de desajuste fiscal e endividamento crescente, culminando com o refinanciamento de suas dívidas pela União Federal²⁹⁸.

²⁹³ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Dívida pública e operações de crédito, p. 210: “A Constituição de 1891 admitia que Estados e Municípios realizassem operações externas independentemente de controle do Senado, o que causou inúmeros inconvenientes, por falta de pagamento ou impontualidade. A partir da Constituição de 1934 vedou-se tal prática (art. 19), o que também ficou consignado nos textos posteriores.”

²⁹⁴ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. *Op. cit.*, p. 211.

²⁹⁵ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. *Idem, ibidem*.

²⁹⁶ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 37.

²⁹⁷ TORRES, Heleno Taveira. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*, p. 262: “De fato, uma das grandes contribuições da Constituição de 1988 foi efetivamente esta: implantar um federalismo de equilíbrio, na correlação entre fortalecimento da União para planejamento e ordenação das políticas públicas e aprimoramento das competências das unidades periféricas, para criar um sistema que não prioriza extremos, mas que alcança no equilíbrio suas melhores virtudes a serem concretizadas.”

²⁹⁸ OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 68: “Os desequilíbrios fiscais nos governos subnacionais resultaram nas décadas de 1980 e 1990 em situações

Se é verdade que a LRF modificou as bases da política fiscal expansionista vigente até a sua aprovação, é também verdade que a interrupção dos mecanismos de rolagem das dívidas então existentes contribuiu para a crise de liquidez experimentada pelos entes subnacionais e que culminou com o refinanciamento de dívidas do final da década de 1990 e início dos anos 2000. Ademais, é também verdade que a existência da LRF não foi suficiente para prevenir os mais recentes episódios de desajuste fiscal, do qual são exemplos mais evidentes o Estado do Rio de Janeiro, o Estado de Minas Gerais, e o Estado do Rio Grande do Sul.

Deste modo, destaca-se uma ambiguidade de efeitos nas normas voltadas à responsabilidade fiscal: a pretexto de prevenir situações de crise, por vezes, terminam por precipitá-las.

1.4 ASPECTOS POLÍTICO-INSTITUCIONAIS E JUSTIÇA INTERGERACIONAL NA DINÂMICA DO ENDIVIDAMENTO

1.4.1 O problema da representação das futuras gerações. Existe um princípio de equilíbrio intergeracional?

A teoria microeconômica confere ao sistema de preços um importante papel, qual seja o de mecanismo eficiente de alocação de recursos, conforme as preferências individuais. Por meio da sinalização do preço, os bens seriam alocados a cada um, conforme as suas preferências relativas. Um pressuposto de funcionamento deste sistema, porém, é que cada um pague por aquilo que consome, pressuposto este ausente quando se trata tanto de subsídios públicos, quanto do diferimento dos custos e benefícios dos gastos públicos no tempo ou deslocamento desses custos e benefícios no espaço. Nestes casos, pode ocorrer um descasamento entre aqueles cidadãos que financiam o gasto e aqueles que dele se beneficiam²⁹⁹.

insustentáveis de endividamento, que desaguaram em onerosas operações de socorro conduzidas pelo governo federal e em fortes entraves para o gerenciamento macroeconômico nacional. Nessas décadas, várias leis foram aprovadas para equacionar as dívidas estaduais e municipais. As mais recentes foram a Lei n. 9.496/97 e a Medida Provisória n. 1.811-11, de 25.02.1999 (última reedição: 2.185-35, de 24.08.2001).”

²⁹⁹ FERREIRA, Ivan Fecury Sydrião. *A Economia Política do Endividamento Público em uma Federação: um estudo comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos*, p. 1: “A introdução do mecanismo do endividamento para financiar estes gastos acrescenta à consideração de equidade geográfica, a equidade intertemporal. Muitos dos bens e serviços que são providos pelos Estados e Municípios são despesas de capital que resultam em projetos que possuem uma vida útil, e que portanto, oferecem retorno à população durante todo esse período. A consideração de equidade intertemporal sugere que, para evitar o surgimento do ‘free rider’, o pagamento desses projetos deve ser efetuado durante o seu período de vida útil. Quando um projeto é integralmente financiado com dívidas, que são roladas indefinidamente, as gerações presentes se beneficiam do projeto, enquanto que as gerações futuras poderão ficar exclusivamente com as dívidas, caso a vida útil do projeto já tenha se esgotado.” E continua na página 8: “A discussão sobre endividamento mostra uma constante tensão existente entre as gerações presentes e futuras. As gerações futuras são naturalmente impossibilitadas de efetivamente se fazerem representar nas decisões tomadas pelas gerações presentes. Elas não, podem expressar as suas opiniões nem exercer o direito do voto e, conseqüentemente, não podem escolher os seus representantes. Devido a isso, existe uma tendência de que, na inexistência de um conjunto de leis que protejam os interesses das gerações futuras, os representantes políticos das gerações presentes transfiram uma pesada carga de dívida para aquelas gerações, com o intuito de obter ganhos políticos imediatos.”

Nesta ordem de considerações é que se insere o problema da sub-representação das futuras gerações em decisões envolvendo as aplicações de recursos do Estado e seus efeitos no longo prazo³⁰⁰. De modo a bem desenvolver o tema tratado neste item, contudo, será necessário primeiramente estabelecer as bases teóricas sobre as quais o presente trabalho se sustenta³⁰¹.

Argumenta-se que o tempo de duração de um mandato político geraria incentivos ao comportamento oportunista do governante, que teria o interesse de incorrer em déficits durante o seu mandato, para que sejam pagos futuramente, por outros mandatários. Há, porém, impedimentos a este comportamento de ordem econômica e institucional³⁰².

Entre os impedimentos de ordem econômica, encontram-se as restrições impostas pelo próprio mercado, que, presumivelmente, identificaria esse comportamento como irresponsável diminuindo a demanda por títulos de dívida de um ente estatal com tal comportamento³⁰³. Encontra-se também a preocupação com a inflação como um óbice de mercado ao comportamento oportunista, visto que elevados déficits públicos poderiam ser futuramente custeados com receita de senhoriagem, isto é, com emissão de moeda³⁰⁴, em prejuízo à toda economia.

Com relação aos impedimentos de ordem institucional, temos as regras jurídicas que impõem limites de endividamento, metas fiscais relacionadas a déficit, transparência da política de endividamento público, assim como as instituições de controle perenes, tais como os Tribunais de Contas³⁰⁵.

³⁰⁰ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado*, p. 69: “Qualquer decisão financeira, quer se trate de um a escolha de quais as necessidades a satisfazer por forma pública, quer dos meios a utilizar para tal satisfação tem, necessariamente, reflexos sobre as gerações futuras, não só porque altera a distribuição dos recursos disponíveis entre o sector público e o privado, como também pelas modificações que pode determinar no comportamento dos agentes económicos e que são susceptíveis de se repercutirem sobre o montante e a composição do património que esses agentes irão transmitir aos seus herdeiros.”

³⁰¹ Por não ser o foco deste trabalho tratar da temática dos princípios jurídicos, tema esse afeto à teoria geral do direito e à filosofia do direito, deixamos de estabelecer aqui uma dialética mais aprofundada entre as diferentes teorias e autores que se debruçaram sobre o assunto, nos limitando a apresentar os conceitos fundamentais para a compreensão da discussão que se seguirá, com base na teoria formulada por Humberto Ávila.

³⁰² GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*, p. 218: “... no cálculo político do governante, o horizonte de tempo relevante é o da sua permanência no cargo. É claro que, se não houvesse restrições, então os governos gerariam déficits altíssimos e se endividariam *ad infinitum*.”

³⁰³ GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Idem, ibidem*. “Quais são as restrições, então, que operam e limitam o déficit e o endividamento público? Há três que são relevantes. A primeira é o mercado. Para que haja uma dívida, é preciso que exista um credor. Um devedor que sistematicamente deixe de honrar seus compromissos, mais cedo ou mais tarde, enfrentará a hostilidade do mercado, que lhe negará o acesso a novas fontes de endividamento.”

³⁰⁴ GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Idem, ibidem*. “A segunda restrição é o risco de inflação: se o déficit for elevado e não houver como financiá-lo através da colocação de novos títulos, só restará ao governo a alternativa de fazer isso através da emissão monetária. Esta, porém, ao gerar uma expansão dos meios de pagamento muito superior ao aumento da quantidade de bens e serviços da economia, tenderá, mais cedo ou mais tarde, a se refletir no nível de preços.”

³⁰⁵ GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Idem, ibidem*. “Finalmente, a terceira restrição é dada pelo conjunto de instituições em que se insere a implementação da política fiscal. Cabe esperar que sociedades com eco-

Além de regras, o direito é composto por princípios, conforme a crítica de Ronald Dworkin ao positivismo jurídico predominante até a sua formulação jurídica. Tais princípios entram em cena, especialmente, diante dos chamados *hard cases* ou seja, dos casos para os quais as regras existentes na ordem jurídica não se amoldam de maneira perfeita, devendo o juiz julgar com base em valores³⁰⁶.

Segundo Ávila, os casos difíceis (*hard cases*) aparecem apenas na aplicação das regras, devido a avaliação da aplicação de uma determinada regra a um caso concreto, em razão da situação fática ser interpretada como amoldada a descrição da hipótese de incidência da norma, sem que, contudo, esta aplicação contribua para o atingimento da finalidade mediata da regra³⁰⁷. No caso dos princípios, por outro lado, ao intérprete caberia demonstrar argumentativamente a correlação entre a conduta ou comportamento analisado e o estado de coisas perseguido pelo princípio³⁰⁸.

Esse abandono em relação à tese positivista da estrita separação entre Moral e Direito é decorrência da compreensão do Direito por Dworkin como uma atividade principalmente interpretativa, baseada na interpretação dos aplicadores do Direito a respeito do sistema político e de decisões de uma determinada comunidade³⁰⁹.

Princípios são imperativos de maximização, que podem conflitar com outros princípios, sem que um deles seja considerado inválido, ao contrário das regras. Também ao contrário das políticas, os princípios não remetem a objetivo a ser atingido, mas sim a um senso de justiça ou *fairness*³¹⁰. A principal distinção entre princípios e regras consiste no

nomias desenvolvidas, maior nível de bem-estar social, instituições maduras e certa dose de responsabilidade da parte dos seus dirigentes, criem mecanismos de contrapeso que entrem em ação se, em determinado momento, o déficit público se mostrar perigosamente elevado.”

³⁰⁶ WACKS, Raymond. *Philosophy of law: a very short introduction*, p. 69: “Thus, for Dworkin, law consists not merely of rules, as Hart contends, but includes what Dworkin calls non-rules standards – principle and policies – in order to reach a decision. No rule of recognition – as described by Hart and discussed in the last chapter – exists to distinguish between legal and moral principles. Deciding what the law is depends inescapably on moral-political considerations.”

³⁰⁷ ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*, p. 97: “Se a construção conceitual do fato, embora corresponda a construção conceitual da descrição normativa, não se adequar a finalidade que lhe dá suporte ou for superável por outras razões, o ônus argumentativo é muito maior. São os chamados casos difíceis.”

³⁰⁸ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 98: “No caso dos princípios, o elemento descritivo cede lugar ao elemento finalístico, devendo o aplicador, em razão disso, argumentar de modo a fundamentar uma avaliação de correlação entre os efeitos da conduta a ser adotada e a realização gradual do estado de coisas exigido. Como não se trata de demonstração de correspondência, o ônus argumentativo é estável, não havendo casos fáceis e casos difíceis.”

³⁰⁹ WACKS, Raymond. *Idem, ibidem*. “In a hard case the judge therefore draws on principles, including his or her own conception of the best interpretation of the system of political institutions and decisions of the community. ‘Could my decision’, he or she must ask, ‘form part of the best moral theory justifying the whole legal and political system?’ There can only be one right answer to every legal problem; the judge has the duty to find it. His or her answer is ‘right’ in the sense that it fits best with the institutional and constitutional history of his or her society and is morally justified. Legal argument and analysis are therefore ‘interpretative’ because they attempt to make the best moral sense of legal practices.”

³¹⁰ WACKS, Raymond. *Op. cit.*, p. 71: “Dworkin claims that, while rules ‘are applicable in an all-or-nothing fashion, principles and policies have ‘the dimension of weight or importance’. In other words, if a

fato de que os princípios remetem a um estado de coisas a ser atingido, ao passo que as regras são imediatamente descritivas de um comportamento a ser seguido, sendo apenas mediatamente finalísticas³¹¹.

Para uma definição mais precisa nos valem das palavras de Humberto Ávila³¹², para quem:

As regras são normas imediatamente descritivas, primariamente retrospectivas e com pretensão de decidibilidade e abrangência, para cuja aplicação se exige a avaliação da correspondência, sempre centrada na finalidade que lhes dá suporte ou nos princípios que lhes são axiologicamente sobrejacentes, entre a construção conceitual da descrição normativa e a construção conceitual dos fatos.

Os princípios são normas imediatamente finalísticas, primariamente prospectivas e com pretensão de complementaridade e de parcialidade, para cuja aplicação se demanda uma avaliação da correlação entre o estado de coisas a ser promovido e os efeitos decorrentes da conduta havida como necessária à sua promoção.

Um problema decorrente da não distinção de maneira rigorosa dos conceitos de princípios e de regras é o da arbitrariedade que muitas vezes se verifica na formação dos conteúdos dos princípios, justificando-se na maior subjetividade interpretativa que estes autorizariam em relação àquela presente nas regras³¹³.

rule applies, and it is a valid rule, a case must be decided in a way dictated by the rule. A principle, on the other hand, provides a reason for deciding the case in a particular way, but it is not a conclusive reason: it will have to be weighed against other principles in the system.

Principles differ from policies in that the former is a 'standard to be observed, not because it will advance or secure and economic, political, or social situation, but because it is a requirement of justice or fairness or some other dimension of morality'. A 'policy', however, is 'that kind of standard that sets out a goal to be reached, generally an improvement in some economic, political, or social feature of community.'

³¹¹ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 95: "As regras podem ser dissociadas dos princípios quanto ao modo como prescrevem o comportamento. Enquanto as regras são normas imediatamente descritivas, na medida em que estabelecem obrigações, permissões e proibições mediante a descrição da conduta a ser adotada, os princípios são normas imediatamente finalísticas, já que estabelecem um estado de coisas para cuja realização é necessária a adoção de determinados comportamentos. Os princípios são normas cuja qualidade frontal é, justamente, a determinação da realização de um fim juridicamente relevante, ao passo que a característica dianteira das regras é a previsão do comportamento." E na página 96: "Já as regras podem ser definidas como normas mediatamente finalísticas, ou seja, normas que estabelecem indiretamente fins, para cuja concretização estabelecem com maior exatidão qual o comportamento devido; e, por isso, dependem menos intensamente da sua relação com outras normas e de atos institucionalmente legitimados de interpretação para a determinação da conduta devida."

³¹² *Op. cit.*, p. 102.

³¹³ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 111: "Essa contradição interna da doutrina não diz respeito a uma mera questão de nomenclatura, de resto secundária. Tratar-se-ia de uma disputa terminológica se não surgissem dois problemas fundamentais: de um lado, se não fossem atreladas às normas comentadas determinadas propriedades que elas, em verdade, não têm – alto grau de generalidade e abstração; de outro, se não fosse atrelada a definição das referidas normas uma consequência específica para a sua aplicação – alto grau de subjetividade. Sendo essas as características, a doutrina, de um lado, cai em contradição e, de outro – o que é bem pior –, legitima a flexibilização na aplicação de uma norma que a Constituição, pela técnica de normalização que utilizou, queria menos flexível."

Por essa razão, o recurso aos princípios como fundamento para a decisão deve ser precedido de rígida formulação teórica, que permita a adoção de critérios objetivos e controláveis de ponderação de princípios e de sua utilização para interpretação da amplitude do sentido normativo de regras. Do contrário, abre-se uma porta ampla para o arbítrio e o decisionismo³¹⁴.

Os princípios apresentam tanto eficácia interna quanto externa. A primeira diz respeito ao seu papel para a compreensão do sentido das próprias normas. Já a eficácia externa diz respeito ao papel dos princípios na compreensão dos sentidos dos fatos, em um determinado contexto, e da avaliação da sua real subsunção às normas³¹⁵.

A eficácia externa dos princípios impõe ao Estado, quanto aos princípios que estabelecem proibições de intervenção em liberdades públicas, verdadeiro direito subjetivo dos cidadãos. Daí decorrem a função de defesa e a função protetora dos princípios³¹⁶.

No caso do endividamento público, poderíamos colocar em perspectiva o conflito geracional no sentido de um conflito entre princípios que definem direitos da futura geração, tais como o princípio da responsabilidade fiscal e do equilíbrio orçamentário intertemporal, e políticas formadas pela geração presente, que definem objetivos para o futuro³¹⁷. Quando há competição entre princípios e políticas, é preciso lembrar que, na lição de

³¹⁴ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 149: “(...) Esclareça-se que defender a ponderação sem, ao mesmo tempo e de saída, apresentar os critérios intersubjetivamente controláveis para sua aplicação, é legitimizar doutrinariamente a sua utilização excessiva e arbitrária, de nada valendo a constatação tardia do seu desvirtuamento.

As considerações precedentes demonstram, pois, que o problema da aplicação do Direito não está apenas em analiticamente separar as espécies normativas, mas em municiar o aplicador de critérios, intersubjetivamente aplicáveis, que possam tornar efetivos os comandos normativos sem a incorporação do arbítrio.”

³¹⁵ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 122: “As normas atuam sobre as outras normas do mesmo sistema jurídico, especialmente definindo-lhes o seu sentido e o seu valor. Os princípios, por serem normas imediatamente finalísticas, estabelecem um estado ideal de coisas a ser buscado, que diz respeito a outras normas do mesmo sistema, notadamente as regras. Sendo assim, os princípios são normas importantes para a compreensão do sentido das regras.” E na página 125: “Neste ponto, entra em cena a noção de eficácia externa: as normas jurídicas são decisivas para a interpretação dos próprios fatos. Não se interpreta a norma e depois o fato, mas o fato de acordo com a norma e a norma de acordo com o fato, simultaneamente.”

³¹⁶ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 128: “Relativamente aos sujeitos atingidos pela eficácia dos princípios, é preciso registrar que os princípios jurídicos funcionam como direitos subjetivos quando proíbem as intervenções do Estado em direitos de liberdade, qualificada também como função de defesa ou de resistência (*Abwehrfunktion*).

Os princípios também mandam tomar medidas para a proteção dos direitos de liberdade, qualificada também de função protetora (*Schutzfunktion*). Ao Estado não cabe apenas respeitar os direitos fundamentais, senão também o dever de promovê-los por meio da adoção de medidas que os realizem da melhor forma possível.”

³¹⁷ Sobre a importância dos princípios no estudo da dívida pública, ver PINTO, Élica Graziane. *Controle da Administração do Endividamento Público*, p. 332: “Mas por que é relevante abrir – em sede de estudo de caso sobre a dívida pública brasileira – a tematização sobre princípios constitucionais? Porque esses, além de representarem limites jurídicos que vinculam negativamente a ação do Estado, são verdadeiras ‘directivas positivas’, tal como bem assevera Canotilho (1994). Nessa hipótese, os princípios constitucionais operam como fundamento material que conforma a adequação constitucional de leis, atos administrativos e decisões judiciais.”

Dworkin, os princípios se refletem em direitos e, assim, devem se sobrepor aos objetivos, que são os reflexos das políticas.

O direito das futuras gerações a uma economia equilibrada é decorrência do princípio fundamental da igualdade entre os cidadãos. De outro modo, se fosse possível estabelecer uma hierarquia entre os interesses dos cidadãos do presente com os cidadãos das gerações futuras, seria necessário concluir que os cidadãos são diferentes entre si em uma determinada medida que justificasse tal tratamento diferenciado.

Diante desse quadro, nota-se como relevante observar que a aplicação do princípio da igualdade leva, em uma análise intertemporal, à necessidade de observância dos postulados normativos da razoabilidade e da proporcionalidade na aplicação das regras que autorizam ao endividamento público, de maneira a preservarem-se os interesses das futuras gerações na tomada de decisões de política fiscal das gerações presentes.

Conforme Ávila, os postulados normativos são normas de segundo grau que instituem critérios de aplicação de outras normas, situadas estas no plano do objeto de aplicação. Assim, podem ser identificadas como “metanormas”, isto é, normas que tratam do método de aplicação de outras normas³¹⁸. Ainda segundo esse autor, a proporcionalidade, a razoabilidade e a eficiência não são propriamente princípios, mas sim postulados normativos aplicativos, no sentido em que se destinam a orientar a aplicação das normas. Assim, não é certo dizer que o princípio da eficiência ou da razoabilidade tenham sido violados por uma determinada decisão, mas sim que algum outro princípio foi violado, em virtude de sua aplicação ou afastamento ter se dado de forma ineficiente, desarrazoada ou desproporcional³¹⁹.

O postulado da proporcionalidade depende da realização de três avaliações para a sua aplicação: a primeira consiste no exame de adequação, que implica refletir sobre se a medida contribui para se atingir o fim almejado; a segunda consiste no exame de necessidade, isto é, em avaliar se a medida é a melhor forma de se atingir o fim, no sentido de ser a maneira menos restritiva de direitos fundamentais; finalmente, terceira avaliação consiste no exame de proporcionalidade em sentido estrito, que corresponde a avaliação do fim pretendido em relação às desvantagens decorrentes da adoção da medida pretendida³²⁰.

Para avaliar a adequação de um meio como forma de atingir um determinado fim, deve-se ter em mente que um meio pode ser avaliado em termos quantitativos, qualitativos ou probabilísticos³²¹. Esse fato deixa claro o importante aspecto do controle das polí-

³¹⁸ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 164.

³¹⁹ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, pp. 176-7.

³²⁰ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 205.

³²¹ ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, p. 209: “Em termos quantitativos, um meio pode promover menos, igualmente ou mais o fim do que outro meio. Em termos qualitativos, um meio onde promover pior, igualmente ou melhor o fim do que outro meio. E, em termos probabilísticos, um meio pode promover com menos, igual ou mais certeza o fim do que outro meio. Isso significa que a comparação entre os meios que o legislador ou administrador terá de escolher nem sempre se mantém em um mesmo nível (quantitativo, qualitativo, probabilístico), como ocorre na comparação entre um meio mais fraco e outro mais forte, entre um meio pior e outro melhor, ou entre um meio menos certo e outro mais certo para a promoção do fim.”

ticas públicas que consiste no fato de que a forma de medição do atingimento do fim afeta a escolha do meio adequado para atingi-lo.

Também não é possível ao Poder Judiciário estabelecer em seu controle que os demais poderes deveriam selecionar a medida que é adequada quantitativamente aos fins, ou, ao contrário, qualitativamente, ao ainda, probabilisticamente. Isto, pois, com frequência, tais decisões são tomadas sob cenário de ausência de informações completas. Assim, sob o aspecto da adequação da medida, é suficiente para fins de controle pelo Poder Judiciário que a medida seja adequada ao atingimento dos fins, ao menos sob um dos critérios. Isso não impedirá, porém, no curso do controle, de se avaliar a necessidade da medida e a sua proporcionalidade em relação aos seus custos *vis a vis* os benefícios³²².

A ideia de justiça entre gerações traz em si implícita a noção de que as diversas gerações possuam interesses por vezes contraditórios ou, no mínimo, diversos. Se assim não fosse, a questão se resumiria a uma questão de racionalidade econômica, em busca da melhor taxa intertemporal de poupança, de maneira a maximizar no tempo, o produto econômico e, por conseguinte, o produto *per capita*³²³.

Porém, mesmo se aceitando a existência de interesses diversos nas diferentes gerações, ainda assim seria necessário se discutir como se divisam as gerações. Ora, se o tempo é uma variável contínua e não discreta, isso implica dizer que, por mais que seja frequente tratar de gerações como se fossem facilmente identificáveis, não é simples identificar claramente interesses conforme gerações, simplesmente porque as gerações não são facilmente identificáveis³²⁴.

Esta dificuldade inclusive levou a que alguns doutrinadores, como Griziotti, afirmassem ser impossível a identificação das gerações, sendo possível apenas determinar o grupo de cidadãos que efetivamente suportou os custos de determinadas políticas fiscais. Essa posição, porém, não é majoritária na doutrina, que se mantém apegada à ideia de gerações, ainda que por vezes formulando a questão sobre bases conceituais que se revelam consideravelmente abstratas e desprovidas de base na realidade³²⁵.

Um conceito alternativo para a ideia de geração a identifica com todos aqueles sujeitos que participam de uma decisão financeira, sendo a geração seguinte formada pelos

³²² ÁVILA, Humberto. *Op. cit.*, pp. 209-10.

³²³ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado, pp. 70-72.

³²⁴ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 80: "Dificuldades suplementares surgem, no entanto, em torno da definição daquilo que se deve entender exatamente por geração, dado que, embora se trate de um conceito corrente na linguagem comum, está longe de se poder pensar que foi sempre usado no mesmo sentido na polémica sobre os efeitos da dívida pública."

³²⁵ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, pp. 80-1: "A dificuldade de determinação das fronteiras de cada geração levou, aliás, a que Griziotti afirmasse que estávamos em presença de uma pura abstracção e que não seria possível definir geração, mas tão só determinar, caso a caso, qual a massa de contribuintes que, efectivamente, suportou o custo de uma determinada despesa pública. Trata-se, contudo, de uma posição isolada, já que a generalidade dos autores que se debruçou sobre esta matéria sentiu a necessidade de utilizar um conceito de geração e o desenvolvimento da polémica sobre os efeitos intergeracionais levou a uma reelaboração do conceito em termos que, por vezes, parecem afastar-se totalmente da realidade."

sujeitos que ou não existiam ainda no momento da decisão, ou ainda não possuíam condições jurídicas de participar da tomada de decisão em razão da idade³²⁶.

O critério de justiça proposto por Rawls baseia-se em critério de decisão sob incerteza comum na literatura administrativa³²⁷, qual seja o critério *maxi-min*, isto é, escolher a alternativa que maximiza/melhora o resultado no pior cenário. O raciocínio de Rawls parte da ideia de que, sob um comportamento estritamente individualista, mas partindo de situação de completa ignorância a respeito da posição social de cada indivíduo, a decisão de distribuição de recursos mais racional e, sob este critério, justa, seria a alternativa de distribuição que melhorasse ao máximo a condição daquele indivíduo em pior condição. Ao se proceder desta forma, seria também obtida a maior igualdade material possível³²⁸.

Entre os princípios de justiça que Rawls argumenta que seriam escolhidos sob a condição que ele chama de “véu da ignorância”, encontra-se o “princípio da poupança justa”. Este princípio tem direta correlação com o problema do conflito intergeracional e correlacionaria o nível justo de poupança àquele nível que seria adotado por um indivíduo sem conhecimento de em que época ou país viria a nascer e viver, sob a premissa de que todos os demais indivíduos e as demais gerações, antes e depois de sua existência adotassem o mesmo nível de poupança³²⁹.

³²⁶ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 82: “Entendemos, assim, por geração presente, a totalidade dos indivíduos que, directamente ou por intermédio dos seus representantes, participam numa decisão financeira, e por gerações futuras, todas as restantes, quer integrem indivíduos já nascidos mas que ainda não têm idade para participar na decisão, quer aqueles que ainda não existem.”

³²⁷ Para um exemplo de aplicação do critério não probabilístico de escolha sob incerteza “max-min” no campo da administração, ver, por exemplo, RAGSDALE, Cliff T. *Spreadsheet modeling and decision analysis: a practical introduction to management science*, p. 692: “A more conservative approach to decision making is given by the maximin decision rule, which pessimistically assumes that nature will always be ‘against us’ regardless of the decision we make. This decision rule can be used to hedge against the worst possible outcome of a decision. (...)”

To apply the maximin decision rule, we first determine the minimum possible payoff for each alternative and then select the alternative with the largest minimum payoff (or the maximum of the minimum payoffs – hence the term ‘maximin’). (...)”

³²⁸ WACKS, Raymond. *Op. cit.*, p. 101: “Rawls presents an imaginary picture of the people in the ‘original position’, shrouded in a ‘veil of ignorance’, debating the principles of justice. They do not know their gender, class, religion, or social position. Each person represents a social class, but they do not know whether they are intelligent or dim, strong or weak, or even the country or period in which they are living. And they have only certain elementary knowledge about the laws of science and psychology.

In this state of almost perfect ignorance, they are required unanimously to choose the general principles that will define the terms under which they will live as a society. In this process they are motivated by rational self-interest: each seek those principles which will give him or her (but they are unaware of their gender!) the greatest opportunity of accomplishing his or her chosen conception of the good life. Stripped of their individuality, the people in the original position will select, says Rawls, a ‘maximin’ principle (...)”

³²⁹ RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*, p. 359: “Quando analisamos esse problema, as partes não sabem a que geração pertencem ou, o que acaba sendo a mesma coisa, em que estágio da civilização sua sociedade se encontra. Não tem como saber se essa sociedade é pobre ou relativamente rica, mais agrícola do que industrializada, e assim por diante. O véu de ignorância é completo nesses aspectos. Porém, já que interpretamos a posição original como se fosse adotada no momento presente (§ 24), as partes sabem que são contemporâneas; e assim, a não ser que modifiquemos nossos pressupostos iniciais, não há motivo para que concordem em fazer qualquer tipo de poupança.

John Rawls parte do seu sistema de ideias para dele derivar um dever de agir no sentido de contribuir para o bem-estar das gerações vindouras. Tal derivação é decorrência da aceitação da existência de um contrato social implícito por meio do qual se assume a prevalência do valor liberdade e a aceitação da desigualdade apenas no sentido de melhorar a situação daqueles mais desfavorecidos na sociedade. Assim, qualquer pessoa racional, tendo que decidir sob o chamado 'véu da ignorância', sem saber, portanto, em qual geração teria de viver, concluiria pela vantajosidade de um sistema de regras sociais que privilegiasse o bem-estar das gerações futuras³³⁰. Também tal posição, porém, foi alvo de críticas, principalmente em função da ideia de que a diferenciação em prol das gerações seguintes não estaria fundamentada em bases exclusivamente desinteressadas³³¹, como buscava ser a linha de raciocínio de Rawls³³².

As gerações anteriores terão ou não poupado; não há nada que as partes possam fazer para alterar tal fato. Portanto, para alcançar um resultado razoável, supomos, em primeiro lugar, que as partes representem linhagens familiares, digamos, que se preocupam pelo menos com seus descendentes imediatos; e, em segundo lugar, que o princípio adotado deve ser tal que elas gostariam que as gerações anteriores o tivessem adotado (§ 22). Essas restrições, juntamente com o véu da ignorância, têm por função garantir que qualquer geração se preocupe com todas as outras.”; WACKS, Raymond. *Op. cit.*, p. 105: “Note that Rawls’s second principle includes two significant limitations to secure the interests of the least advantaged. First, he introduces the ‘just savings principle’ which requires the people in the original position to ask themselves how much they would be willing to save at each level of the advancement of society, on the assumption that all other generations will save at the same rate. Remember that they have no idea which stage of civilization their society has reached. Consequently they will save some of their resources for future generations. The second limitation refers to the fact that jobs should be available to all.”

³³⁰ RAWLS, John. *Op. cit.*, p. 365: “Isso é suficiente para um breve esboço de algumas das principais características do princípio de poupança justa. Podemos agora ver que entre gerações há deveres e obrigações exatamente como entre contemporâneos. A geração atual não pode fazer o que bem lhe aprouver, mas é obrigada, por princípios que seriam escolhidos na posição original, a definir a justiça entre pessoas que vivem em épocas diferentes. Além disso, os homens têm um dever natural de apoiar a promover instituições justas e, para isso, é preciso apromorar a civilização até certo nível. A dedução desses deveres e obrigações pode à primeira vista parecer uma aplicação forçada da doutrina contratualista. No entanto, essas exigências seriam reconhecidas na posição original e, portanto, a concepção da justiça como equidade as abrange sem nenhuma alteração de sua ideia fundamental.”; PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, pp. 85-6: “O mesmo esquema interpretativo do ‘véu de ignorância’ é aplicado por Rawls à questão da distribuição temporal da riqueza, com a colocação dos indivíduos na posição original e em situação de ignorância quanto à geração em que irão viver, o que os conduzirá a dar uma resposta totalmente neutra, do ponto de vista do interesse das gerações, a qual consiste em aceitar que é obrigação de cada geração contribuir para o bem estar das gerações futuras, caso em que ficarão sempre, num a situação de menor risco, independentemente da geração em que se venham a situar.

Todos os indivíduos colocados na posição original teriam, então, interesse na existência de um princípio da poupança justa, que levasse cada geração a assumir o dever de transmitir às seguintes uma dada quantidade de riqueza, estando assim estabelecidas as bases racionais para a cooperação intergeracional.”

³³¹ Essa crítica é condizente com os achados de Franco Modigliani sobre a formação das poupanças individuais, conforme já apresentado no presente trabalho. Segundo o modelo de Ciclo de Vida de poupança e consumo, a maior parte da riqueza individual é formada a partir da necessidade de formar poupança em determinadas fases da vida, para momentos de menores receitas, considerando-se a incerteza com relação aos eventos futuros, em especial ao momento da morte. Neste contexto, a geração de riqueza por meio da transferência entre gerações utilizando-se do instrumento da sucessão patrimonial (legítima ou testamentária),

Contudo, se em bases estritamente racionais não se é capaz de formular uma teoria para sustentar o motivo pelo qual deveria haver uma solidariedade intergeracional, isto é, motivo pelo qual deveria haver a valorização pela geração atual da necessidade de se gerar poupança para as gerações futuras, então, não haveria argumentos de natureza ética para se defender o progresso da sociedade. A não ser é claro que se aceite como válido o argumento de que o progresso seja, em si mesmo, um valor ético.

Sobre essa questão, portanto, divisam-se três linhas distintas de argumentação. Pela primeira linha, não haveria nenhuma obrigação entre gerações, senão a de preservar para a geração seguinte instituições justas e funcionais. Outra posição sustenta a ideia de que não poderia haver piora na situação de uma geração para outra, não havendo, porém, qualquer obrigação de melhora na situação. Finalmente, a terceira posição sustenta que haveria a obrigação de resguardar para as futuras gerações todos os ganhos gerados pela ação da geração em curso³³³.

Em se adotando a posição de que as gerações carregam a responsabilidade de solidariamente contribuírem para o progresso geral, dividindo entre si os encargos da realização de uma sociedade justa, é preciso observar que o progresso geral não se identifica necessariamente com progresso material³³⁴. Daí a crítica que se faz ao foco exclusivo nas despesas de investimento em capital físico como forma de preservação do patrimônio e construção da justiça intergeracional, excluindo-se por completo despesas meritórias como as realizadas em saúde, educação, cultura e lazer³³⁵.

seria residual. Antes da preocupação com a situação dos herdeiros viria, portanto, a preocupação com as próprias condições de vida na velhice. A existência de patrimônio a ser partilhado entre herdeiros, assim, seria, na maior parte dos casos, uma mera consequência da incerteza quanto ao momento de falecimento. MODIGLIANI, Franco. The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth, pp. 37-8: "It would be interesting to obtain some estimate of the importance of purely bequest-motivated transfers. A certain amount of evidence suggests that the pure bequest motive – the accumulation of wealth entirely for the purpose of being distributed to heirs and not be used for own consumption – affects a rather small number of households, mostly located in the highest income and wealth brackets."

³³² PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 86-7.

³³³ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 88: "Três grandes tipos de respostas parecem poder ser ensaiadas nesta matéria. Encontram-se elas na posição que sustenta que há apenas um dever de transmitir instituições justas e que funcionem, na que defende que a geração actual deve transmitir às futuras exactamente aquilo que recebeu das gerações que a antecederam e na que preconiza a existência de uma obrigação, por parte da geração presente de crescer àquilo que recebeu, para transmitir uma herança complexiva superior às gerações sucessivas."

³³⁴ RAWLS, John. *Op. cit.*, p. 363: "Por fim, o último estagio em que se deve fazer poupança não se caracteriza por grande abundância. Talvez essa ponderação mereça algum destaque. O aumento da riqueza pode não ser supérfluo para alguns fins; e, de fato, talvez a renda média não seja muito alta, em termos absolutos. A justiça não exige que as gerações anteriores poupem para que as posteriores sejam meramente mais ricas. A poupança é exigida como uma condição para a realização plena de instituições justas e das liberdades iguais. (...)"

³³⁵ RAWLS, John. *Op. cit.*, p. 362: "O processo de acumulação, uma vez iniciado e levado adiante, traz benefícios para todas as gerações subsequentes. Cada uma lega à outra um equivalente justo em capital real, que é definido por um princípio justo de poupança. (Devemos ter em mente que esse capital não consiste apenas em fábricas e máquinas etc., mas também no conhecimento e na cultura, bem como nas técnicas e habilidades, que tornam as instituições justas e o valor equitativo da liberdade possíveis.) Esse

A questão da impossibilidade de se aferir com segurança o interesse das gerações futuras e o fato de que a vontade das gerações atuais é manifestada de maneira majoritária por meio de eleições periódicas das quais, por óbvio, as novas gerações não participam, põem em relevo a vantagem de se poder contar com regras estáveis que limitem o poder majoritário em defesa de presumíveis interesses das gerações vindouras³³⁶.

Neste contexto, Fernando Facury Scaff considera a sustentabilidade financeira do Estado sob a perspectiva transindividual, aproximando o interesse dos cidadãos a essa sustentabilidade a interesses tais como o da manutenção de um meio ambiente ecologicamente equilibrado³³⁷. Assim a sustentabilidade financeira apresentar-se-ia como uma dinâmica que envolve não apenas o presente, mas uma expectativa do porvir. Não é, portanto, um conceito avaliado em termos estáticos, mas sim com referência em uma convergência assintótica³³⁸.

Ainda que seja problemática a aferição do nível adequado de poupança, deve-se reconhecer a existência de um princípio de equilíbrio intergeracional, isto é, um princípio de “poupança justa”, para utilizar a expressão de John Rawls, como expressão do princípio da igualdade. Não há dispositivo, na Constituição brasileira, que autorize tratamento distinto entre gerações, sendo esse o fundamento para a proteção do meio ambiente, por exemplo, e o fundamento para a ideia de não retrocesso na proteção e na eficácia dos direitos fundamentais. Se é fato que os interesses da geração futura não devem se sobrepor

equivalente é uma retribuição pelo que foi recebido das gerações anteriores e possibilita que as posteriores vivam melhor em uma sociedade mais justa”; PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 51: “Não se deve, por outro lado, ignorar que o progresso das sociedade não depende apenas de aspectos materiais, pelo que se não poderá, por exemplo, pensar que a geração presente está puramente obrigada a investimento em bens de capital, podendo o investimento na cultura, na educação e no desenvolvimento geral do nível de vida das populações ter efeitos tanto ou mais benéficos para as futuras gerações.”

³³⁶ PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Op. cit.*, p. 93: A preocupação em assegurar a plena neutralidade dos decisores da geração actual não pode deixar de considerar que a circunstância de existirem mecanismos de controlo por parte da geração actual, expressos designadamente no processo eleitoral, pode levar a um sacrifício das gerações futuras, pelo que se pode colocar a questão de saber se se não deve garantir um quadro institucional limitativo das escolhas e que garanta a impermeabilidade do decisor às pressões de tipo eleitoral.”

³³⁷ SCAFF, Fernando Facury. *Crédito Público e Sustentabilidade Financeira*, p. 36: “O interesse protegido não é o da actual geração, mas sua preservação para as futuras gerações. Não é mais um interesse do indivíduo contra o Estado, ou inerente apenas a certa coletividade, mas um interesse difuso e que abrange não apenas as atuais, mas as futuras gerações. É esta nova dimensão dos direitos fundamentais que deve estar presente em nossa mente ao interpretar qualquer norma como um instrumento de sustentabilidade, e não como uma norma isolada em um ordenamento jurídico.”

³³⁸ SCAFF, Fernando Facury. *Op. cit.*, p. 40: “Sustentabilidade financeira é um conceito mais amplo que equilíbrio orçamentário, na leitura contábil-matemática do termo. Para que ocorra sustentabilidade financeira é necessário que seja estabelecido um período de tempo de médio e longo prazo, e que todos os elementos financeiros que estejam à disposição daquele ente público sejam analisados de forma conjunta, podendo mesmo haver déficits públicos periódicos visando alcançar certas metas sociais, e obter o necessário equilíbrio orçamentário, dentro do período de tempo estabelecido. Trata-se de uma análise dinâmica do fenómeno financeiro, e não uma análise estática, limitada a um período de 12 meses. Esta noção e sustentabilidade financeira está mais próxima de um filme que de uma fotografia, esta mais condizente com a lógica do equilíbrio orçamentário considerado como uma equação contábil-matemática.”

aos da geração atual, também é fato que esses interesses não devem ser desconsiderados, estando o processo jurídico-político de decisão financeira sujeito a esse mandamento de maximização de um estado de coisas de equidade entre gerações, sob condições mínimas de gozo da liberdade e de instituições justas. A existência de um tal princípio é evidenciada em toda a Constituição Financeira e Econômica, ao estabelecer regras restritivas do superendividamento público, salientar o papel preponderante do planejamento na função orçamentária, e orientar os gastos públicos prioritariamente para setores que geram retornos sociais em escalas temporais mais amplas, como é o caso dos gastos em educação (art. 205) e em pesquisa e desenvolvimento científicos (art. 218).

1.4.2 O mecanismo de deslocamento dos gastos pelo endividamento e a competição intergeracional

O recurso ao endividamento público tem por consequência o deslocamento temporal das despesas em relação ao produto delas decorrente³³⁹. Por consequência, tornam-se disponíveis recursos no presente, contra a obrigação futura de retornarem normalmente somados ao pagamento de juros e outros encargos financeiros. Por conta dessa dinâmica, o endividamento público suscita debate a respeito dos requisitos para que se opere tal deslocamento, sem que se incorra em violação de direitos das gerações subsequentes.

No campo das despesas públicas, o tipo de despesa que mais remete à questão intergeracional é o dos investimentos em infraestrutura, por implicarem em projetos de valores elevados, com cronogramas que podem superar décadas desde a fase de concepção até a fase de implantação e operação, e cujos benefícios apenas amortizarão os investimentos ao longo também de décadas³⁴⁰.

É preciso atentar, porém, que não apenas os benefícios serão diferidos, mas também no futuro serão sentidos os custos de operação e manutenção da infraestrutura instalada³⁴¹.

³³⁹ BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 599: “Uma velha concepção, geralmente aceita, a ponto de tornar-se popular, quer que os préstimos públicos sejam a técnica pela qual as gerações futuras partilham de despesas da atualidade. Os financistas, que comungam dessa opinião, classificam, então, o crédito público como processo de repartição de encargos governamentais no tempo, em contraste com a tributação, que divide os mesmos gravames apenas entre indivíduos e classes do presente.”

³⁴⁰ GREMAUD, Amaury P.; TONETO Jr., Rudinei. *Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades*, p. 112: “A principal justificativa no que tange ao endividamento para fins de investimento é a eficiência alocativa no longo prazo. De modo geral, o acesso ao mercado financeiro aumenta a eficiência econômica ao melhorar a alocação de recursos, tanto em termos intertemporais como setoriais. O endividamento é uma forma adequada de financiar as despesas de capital, uma vez que os benefícios deste tipo de despesa estão distribuídos ao longo do tempo e a dívida permite distribuir também seu custo ao longo do tempo, gerando assim eficiência em termos inter-generacionais, ou seja, possibilitando a compatibilização do período de consumo do serviço com o de pagamento.” Ver também CARVALHO, André Castro. *Direito da infraestrutura: perspectiva pública*, p. 503: “Quando se trata do tema ‘infraestrutura’, a questão intergeracional faz-se presente mais do que em outras searas – principalmente por se tratar de bens com longo prazo de amortização, o que não costuma ocorrer em qualquer âmbito de ação governamental.”

³⁴¹ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 504: “A aquisição de capital novo tem alguns efeitos especiais, conforme aventado pela doutrina. O principal, nesse momento de análise, é destacar que há a produção

Assim, pode-se dizer que uma geração estará a contratar não apenas os benefícios da infraestrutura, mas também os seus custos de manutenção para a futura geração, sendo crucial que esta decisão se dê de forma transparente e em conformidade com um amplo planejamento de longo prazo, que referencie uma estratégia de desenvolvimento que abarque todas as áreas³⁴².

Diferir as despesas não significa *per se* alocá-las aos efetivos beneficiários diretos, mas apenas transferi-las ao tempo futuro. Isto ocorre, pois, primeiramente, é possível que as condições de endividamento não permitam conciliar perfeitamente o cronograma físico de uma obra pública com o cronograma de desembolsos de uma dívida contratada. Em segundo lugar, é possível que mesmo no futuro não sejam os usuários da infraestrutura os seus únicos financiadores. Isso ocorrerá, por exemplo, quando a infraestrutura tiver uso predominante por um determinado grupo de cidadãos, seja pela sua natureza ou localização. Assim, o deslocamento temporal proporcionado pela dívida permite tanto falar de solidariedade intrageracional quanto de concentração sub-reptícia de renda³⁴³.

As despesas de capital idealmente devem ser planejadas no sentido de que o custo de implantação da infraestrutura seja suportado ao longo da vida útil da estrutura gerada pelo investimento. Esta regra se sustenta por razões de eficiência econômica, mas também por razões de equidade, permitindo que o custo de implantação da estrutura seja suportado pela geração de cidadãos que dela se beneficiam³⁴⁴.

A chamada “regra de ouro” apresenta restrições importantes em matéria de justificativa do endividamento público, não representando, contudo, de forma isolada, uma con-

de benefícios e a respectiva necessidade de manutenção por vários períodos subsequentes, ressaltando a faceta intertemporal ou intergeracional da infraestrutura. Dessa forma, “[...] uma perspectiva de planejamento a longo prazo é necessária para se ter em consideração a natureza intertemporal das decisões sobre capital.” Ademais, as próprias infraestruturas duram períodos que atravessam gerações, o que pode justificar a questão intergeracional no seu custeio, porquanto muitas gerações beneficiar-se-ão do estoque criado.”

³⁴² CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, pp. 504-5: “O crédito público é, portanto, uma forma de envolver tanto os atuais contribuintes quanto os futuros em projetos de longo prazo. O problema é que, idealmente, a decisão pelo endividamento deveria ser de cunho econômico e levar em conta as receitas auferidas e o tamanho da dívida, juntamente com a relação intergeracional desses dois fatores – o que, na prática, costuma não ser a regra.”

³⁴³ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 507: “Na Espanha, havia uma crítica ao modelo adotado para investimento em infraestrutura, já que estaria muito fulcrado no arrolamento da dívida oriunda das obras públicas, não estando o financiamento a cargo dos usuários, mas sim dos contribuintes futuros.”

³⁴⁴ WORLD BANK INSTITUTE. *Municipal finances: a learning program for local governments*, p. 7: “The Golden Rule of capital finance is that, on both efficiency and equity grounds, the payment for capital goods should be spread over their useful life. It therefore follows that a financing mechanism be established so that the future generations that benefit from today’s capital spending for infrastructure will pay for the benefits they derive from using it. Local governments must be allowed to borrow and take on debt that is financed over time, if their financial situation is in good standing.” OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 76: “A obtenção de recursos de terceiros por meio de empréstimos e financiamentos é instrumento apropriado para financiar o investimento público, promove a equidade entre as gerações, representa opção de investimento para poupadores (mediante a aquisição de títulos públicos) e é fonte de recursos adequada para o enfrentamento de situações emergenciais e extraordinárias.”

dicionante suficiente para um recurso adequado ao endividamento como forma de financiamento da ação estatal. Representando limitação à contratação de operações de crédito em nível superior às despesas de capital executadas, essa regra tem por objetivo canalizar as receitas decorrentes de operações de crédito para ações orçamentárias que, supostamente, são realizadas uma única vez, não deixando despesas continuadas para serem pagas indefinidamente. Ademais, supõe-se que as despesas de capital apresentem um retorno social superior às receitas correntes, o que, embora em linha com a visão tradicional que associa crescimento econômico ao estoque de capital físico de uma economia, vem sendo contestado na literatura econômica, que vem dando relevo especial aos investimentos em capital humano³⁴⁵.

A insuficiência da regra de ouro ocorre especialmente nos casos de entes públicos cuja demanda por infraestrutura é superior à oferta de crédito, sendo necessário recorrer à própria poupança para custear uma parte dos investimentos. Neste caso, será possível respeitar a regra de ouro e ainda assim destinar recursos para despesas correntes, simplesmente destinando a poupança corrente que, de outra forma financiaria investimentos, para o custeio de despesas correntes, passando os recursos oriundos de dívida a exercer o papel que antes seria realizado pela poupança corrente³⁴⁶. Neste cenário, porém, o investimento total não se altera em relação ao que seria observado sem o endividamento³⁴⁷.

Feitas essas considerações, observa-se que o recurso ao endividamento público deve ser precedido de cuidadosa análise de custo benefício dos gastos a serem financiados, o que nem sempre se observa, especialmente, no caso de abundância de liquidez e de crédito, com oferta de recursos a taxas de juros baixas. Isto, pois, nessas circunstâncias, projetos com retorno financeiro ou social reduzido passam a ser viáveis, resultando em contrata-

³⁴⁵ LUCAS JR. Robert E. On the mechanics of economic development. *Journal of monetary economics*, p. 39: “The model that I think is central was developed in section 4. It is a system with a given rate of population growth but which is acted on by no other outside or exogenous forces. There are two kinds of capital, or state variables, in the system: physical capital that is accumulated and utilized in production under a familiar neoclassical technology, and human capital that enhances the productivity of both labor and physical capital, and that is accumulated according to a ‘law’ having the crucial property that a constant level of effort produces a constant growth rate of the stock, independent of the level already attained.”; SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*, p. 612: “Estudos recentes do crescimento econômico sugerem que o papel do capital, incluindo o capital humano (investimentos nas habilidades do trabalhador), é maior do que o medido pelo esquema de crescimento de Solow. A ideia básica dessa nova pesquisa é que o investimento de capital, seja em máquinas seja em pessoas, cria *externalidades positivas*, isto é, o investimento aumenta não somente a capacidade produtiva de outras empresas e trabalhadores similares. (...)”

³⁴⁶ Essa estratégia é ironicamente conhecida entre os praticantes das finanças públicas como “executar o roque”, em referência à jogada de xadrez em que o rei e a torre trocam de posição no tabuleiro.

³⁴⁷ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Op. cit.*, p. 171: “In principle, a good case can be made for limiting all borrowing to investment purposes. However, the so-called golden rule may not be sufficiently restrictive in countries that need to generate government savings to finance at least a part of public investment. Moreover, it may not be desirable to allow government borrowing to finance investments that do not have an adequate rate of economic and social return. Finally, in practice it may be difficult to avoid circumvention of the rule through the inclusion in investments of certain expenditures for current purposes.” (p. 171)

ções que, a longo prazo, poderão se mostrar más decisões do ponto de vista econômico, ou mesmo político e social.

A experiência, porém, demonstra que as contratações de operações de crédito nem sempre são precedidas de cuidadosa preparação de projetos e avaliação dos custos sobre as gerações seguintes à sua contratação. Se isso é verdade para as operações de crédito, com ainda mais força se pode fazer tal afirmação para o caso de operações estruturadas que possam gerar endividamento público, sem, contudo, se confundirem com operações de crédito, no sentido jurídico da expressão.

A questão do endividamento envolve uma discussão de justiça intergeracional, uma vez que se entende que os custos do financiamento para a geração de uma infraestrutura devem ser suportados ao longo do tempo, pelas gerações que se beneficiarão de fato da existência daquela estrutura³⁴⁸. O mesmo motivo seria também razão para se argumentar pela impossibilidade de financiamento de despesas correntes com recursos de operações de crédito³⁴⁹.

Por outro lado, a possibilidade de utilização oportunista do endividamento público como forma de financiar as despesas públicas é uma decorrência de diversas situações. Seja pela tentação dos cidadãos, agindo sob o efeito da “ilusão fiscal”, ou no típico caso de “tragédia dos comuns”, seja pela tentação de políticos no tradicional conflito agente-principal³⁵⁰, a tendência a transferir os custos da ação do Estado sobre as gerações futuras ou

³⁴⁸ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Liderando el desarrollo sostenible de las ciudades: unidad temática gestión financiera subnacional*, p. 28: “Financiamiento más eficiente y justo de la infraestructura, toda vez que los beneficios de este tipo de inversión recaen también sobre las generaciones futuras, las cuales también lidiarán con los costos de su financiamiento. La maduración de la deuda contraída debería coincidir con la vida económica de los activos involucrados. En la misma línea, la amortización de los pasivos debería coincidir con la depreciación de los activos a financiar.”

³⁴⁹ BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Op. cit.*, p. 29: “Si los déficits fiscales se originan cuando el endeudamiento subnacional financia inversión de capital y crecimiento económico, ello no representa un problema; no obstante, de acuerdo con la experiencia, los déficits se han generado para financiar pérdidas operacionales, lo cual ha producido situaciones fiscales insostenibles.”

³⁵⁰ Sobre falhas de governo e conflito agente principal, ver STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the public sector*, pp. 8-10: “while market failures led to the institution of major government programs in the 1930s and 1960s, in the 1970s and 1980s the shortcoming of many such programs led economists and political scientists to investigate government failure. Under what conditions would government programs not work well? Where the failures of government programs accidents, or did they follow predictably from the inherent nature of governmental activity? Are there lessons to be learned for the design of programs in the future? There are four major reasons for the systematic failures of the government to achieve its stated objectives: the government’s limited information, its limited control over private responses to its actions, its limited control over the bureaucracy, and the limitations imposed by political processes. (...)”

3 Limited control over bureaucracy. Congress and state and local legislatures design legislation, but delegate implementation to government agencies. An agency may spend considerable time writing detailed regulations; how they are drafted is critical in determining the effects of the legislation. The agency may also be responsible for ensuring that the regulations are enforced. (...)

In many cases, the failure to carry out the intent of Congress is not deliberate but rather a result of ambiguities in Congress’s intentions. In other cases, problems arise because bureaucrats lack appropriate incentives to carry out the will of Congress. For instance, in terms of future job prospects, those in

sobre uma classe diversa de cidadãos de uma mesma geração existirá e tenderá a prevalecer, caso não haja meios normativos de desincentivar esse comportamento³⁵¹.

Argumenta-se que tendência ao endividamento pode ser explicada pela dinâmica política, assim como também o pode a tentação ao *default* da dívida externa de uma nação. O motivo central para ambos os casos dever-se-ia ao fato de que nem os credores internacionais, nem as gerações ainda não nascidas votam, sendo, portanto, menos relevantes os seus interesses para fins de maximização de votos³⁵². O mesmo motivo poderia explicar a tendência aos desequilíbrios previdenciários, na medida em que as novas gerações não têm condição de expressar politicamente o seu descontentamento com o financiamento da aposentadoria das gerações precedentes que, por sua vez, têm grande peso político.

Como se pode observar a partir da discussão trazida, a dinâmica das escolhas públicas traz dificuldades específicas no que se refere à alocação intertemporal de recursos. Se por um lado poderá haver tendência à superexploração dos bens públicos presentes, levando a uma competição entre gerações pelas melhores condições de vida, por outro lado, o pacto social fundado na Constituição Federal, prevê a necessidade de se observar a solidariedade entre gerações, como forma de conferir eficácia ao princípio da igualdade.

O mecanismo da dívida pública é o instrumento jurídico e econômico por meio do qual se pode deslocar o ônus financeiro de um investimento para o futuro. Isso não significa, porém, que não haja por parte da geração que faz o investimento uma decisão de abdicar de consumo no momento presente em prol do interesse da geração seguinte. Isto, pois a dívida pública é formada a partir da canalização da poupança privada para o setor público. Assim sendo, a única maneira de transladar o custo do investimento totalmente para a geração seguinte, sem sacrifícios pela geração presente consistiria no recurso ao endividamento externo, uma vez que, neste caso, socorre-se da poupança externa, permitindo que o nível de consumo da geração presente interna se mantenha intocado.

Não é preciso grande elaboração para que se reconheça que o estabelecimento de uma competição entre gerações não leva a bom termo, pelo simples fato de que as gerações vindouras não possuem mecanismos para se defender. Esse problema aparece muito claramente na discussão do direito ambiental, especialmente no que se refere ao combate às mudanças climáticas decorrentes da emissão exagerada de gases causadores do efeito estufa.

charge of regulating an industry may gain more from pleasing members of the industry than from pursuing consumer interests.”

³⁵¹ OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 63: “Por inúmeras razões, algumas delas referidas às teorias expostas anteriormente: os benefícios dos gastos governamentais são diretamente usufruídos pelo público-alvo dos programas, enquanto os custos a eles associados são diluídos entre os milhões de atuais e futuros contribuintes; a maioria dos atuais beneficiários são eleitores e parte dos que arcarão com parcela dos custos no futuro ainda não o são; os políticos direcionam as suas ações pelos próprios interesses, em vez de fazê-lo pelos interesses daqueles que os elegem; uma vez que o orçamento público utiliza recursos aportados por todos, há incentivos para que cada grupo atue para extrair desse fundo comum mais do que deveria estar prudentemente a eles disponível; o crescimento da concessão de benefícios de natureza obrigatória torna o gasto público mais difícil de ser gerenciado e aumenta o custo político de obter o equilíbrio orçamentário.”

³⁵² OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 76.

No caso do endividamento público, a relação não é tão evidente quanto na esfera ambiental, embora o dilema desenvolvimento/preservação também se apresente no debate político e doutrinário, mas na sua roupagem desenvolvimento/austeridade. É preciso, neste cenário, que o direito financeiro e o direito econômico apresentem instrumentos adequados de tratamento da questão, de maneira a dar plena eficácia à proteção das diversas gerações, combatendo a tendência à competição que se estabeleceria em condições normais.

Neste contexto, passa-se adiante neste trabalho à análise do tratamento jurídico conferido ao endividamento público no Brasil, buscando-se avaliar a existência e a interpretação das normas relacionadas ao tema. Essa avaliação inicial conferirá as bases para uma análise mais detalhada, no capítulo seguinte, dos acordos financeiros de longo prazo não considerados, via de regra, como operações de crédito convencionais, mas que demandam a mesma atenção relativamente ao conflito de gerações, o que se convencionou chamar de “operações estruturadas”.

TRATAMENTO JURÍDICO DAS DÍVIDAS E OPERAÇÕES DE CRÉDITO PÚBLICO: ELEMENTOS, ATRIBUTOS CONSTITUIDORES E A NECESSIDADE DE PRECISA DEFINIÇÃO

2.1 O CONTROLE DO CRÉDITO PÚBLICO NA CONSTITUIÇÃO

2.1.1 A fixação de competências pela Constituição de 1988

Em razão dos efeitos que o endividamento pode produzir sobre toda a sociedade, suas gerações presentes e futuras, é que o ordenamento jurídico brasileiro, em toda a sua história constitucional, sempre guardou ao Poder Legislativo, o papel de protagonista no debate e na deliberação acerca do endividamento, mesmo nos momentos de maior autoritarismo³⁵³.

No âmbito normativo, regulamentação mais rígida para o endividamento público começou a ser formada ainda no final da década de 1960, com a Constituição de 1967 (com redação dada pela Emenda Constitucional n. 1 de 1969), que modificou tradição de maior flexibilidade em relação à matéria. No âmbito infraconstitucional, a Lei n. 4.320, de 1964, já trouxera avanços em relação ao marco até então vigente.

A atual Constituição de 1988 prevê ser competência do Congresso Nacional dispor, com a sanção do Presidente da República, sobre operações de crédito e endividamento

³⁵³ ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, p. 180: “Na Constituição imperial de 1824, competia à Assembleia Geral autorizar a tomada de empréstimos (art. 15, inciso XIII). Na Constituição de 1891, havia a previsão para o Congresso Nacional legislar sobre a matéria de crédito público e autorizar o Poder Executivo a contrair empréstimos e fazer outras operações de crédito (art. 34), além de afirmar que o Governo da União garantiria o pagamento da dívida pública interna e externa (art. 84). Na Carta de 1934, sua previsão vinha no art. 39, item III, que atribuía ao Poder Legislativo, com a sanção do Presidente da República, a competência para dispor sobre a dívida pública, os meios para pagá-la e sobre a abertura e as operações de crédito. A Constituição de 1937 fixou a atribuição do Poder Legislativo para tratar de crédito público no seu art. 16. Em 1946, a Constituição estabelecia seu regime em diversos dispositivos (art. 7º, inciso IV; art. 23, incisos I e II; art. 33; art. 63, inciso II, e art. 65, inciso III). Na Carta de 1967 (com a Emenda Constitucional n. 01/1969), a previsão vinha no art. 46, inciso II, ao dispor competir ao Congresso Nacional tratar de abertura e operações de crédito da dívida pública e das emissões de curso forçado.”

público (art. 48, II). Entendida a moeda emitida pelo Banco Central do Brasil como uma forma de endividamento estatal, é razoável que também ao Congresso Nacional caiba dispor sobre moeda, seus limites de emissão e também sobre o limite da dívida mobiliária federal (art. 48, XIV). A forma de disposição sobre tais matérias, contudo, deve atender ao disposto no artigo 163 da Constituição Federal, que prevê que lei complementar deverá dispor sobre dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público.

Em paralelo a esta competência do Congresso Nacional, coloca-se a competência exclusiva do Senado Federal para tratar de limites globais e condições para operações de crédito, para concessão de garantia da União em operações de crédito, e para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Assim, temos por óbvio que não cabe ao Senado Federal inovar em matéria de operações de crédito e endividamento, alterando conceitos, elementos constituidores e atributos, por exemplo, sendo a ele reservado apenas o papel de tratar sobre “limites globais e condições”.

Segundo Geraldo Ataliba, não devem ser consideradas sinônimas as expressões “dispor sobre a dívida pública” e “dispor sobre operação de crédito”, presentes na CF/88³⁵⁴, assim como já estavam presentes na CF/67 com EC n. 1/69. No entendimento do autor, a primeira expressão trataria da competência genérica para dispor de forma geral e abstrata sobre o tema, ao passo que a segunda expressão trataria da edição de normas concretas autorizativas de operações particulares.

Sobre a atribuição de competências realizada pela Constituição, é importante mencionar que não é constitucional a delegação de competência normativa em matéria de operações de crédito a outros órgãos que não os fixados na CF/88, ainda que a delegação seja feita por estes órgãos. Não é possível também que órgão qualquer, a pretexto de fiscalizar o cumprimento das regras constitucionais ou infraconstitucionais a respeito de operações de crédito, termine por exercer verdadeira competência normativa.

Este raciocínio pode ser aplicado ao exercício transitório de uniformização dos padrões contábeis nacionais pela Secretaria do Tesouro Nacional, que, por vezes, parece extrapolar o seu papel de uniformização, inovando em matéria reservada à lei ou às resoluções do Senado Federal³⁵⁵, tema esse ao qual voltaremos no Capítulo 3.

³⁵⁴ “Art. 48. Cabe ao Congresso Nacional, com a sanção do Presidente da República, não exigida esta para o especificado nos arts. 49, 51 e 52, dispor sobre todas as matérias de competência da União, especialmente sobre: (...) II – plano plurianual, diretrizes orçamentárias, orçamento anual, operações de crédito, dívida pública e emissões de curso forçado.”

³⁵⁵ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 54-5: “O legislador ordinário da União deverá expedir lei fixando que órgãos existentes procederão a este tipo especial de fiscalização. Poderá atribuí-lo ao Tribunal de Contas da União, ou outro órgão já existente ou a ser criado.

Não pode, entretanto, atribuir, nenhuma faculdade normativa a qualquer destes órgãos.

Neste ponto, parece-nos bem clara a Constituição: as únicas normas sobre a matéria são aquelas previstas no próprio texto constitucional, as emanadas nas respectivas esferas pelos Legisladores competentes e as resoluções do Senado. Parece-nos exaustivamente cuidado o assunto. Não comporta o sistema outras normas além das expressamente previstas no texto constitucional.

O mesmo valeria para o Senado Federal, se pretendesse, por meio de resolução, alterar o conceito de operação de crédito fixado em lei. Cabe atentar ao fato de que a Constituição atribui ao Congresso Nacional, por meio de lei complementar, dispor sobre dívida interna e externa, de maneira a ser forçoso reconhecer não haver competência nem mesmo da parte do Senado Federal para a fixação do conceito em cada caso. Assim, caberia ao Senado Federal tão somente dispor sobre os limites e condições ao endividamento público, sem, com isso, pretender elastecer ou restringir o conceito de operação de crédito ou de dívida pública³⁵⁶.

Ainda com maior repercussão, o alerta vale para a ação dos tribunais de contas, que devem se limitar a interpretar e aplicar a legislação vigente, sem inovar nos seus termos. Neste último caso, as consequências são ainda mais graves, em razão da atuação retrospectiva preponderante dos órgãos de controle, atingindo atos passados, gerando insegurança jurídica e elevando custos para toda a sociedade decorrentes da percepção de “risco legal”.

Nota-se, portanto, que o constituinte foi metucioso no estabelecimento de competências para tratar do fenômeno da dívida pública e de operações de crédito. Se por um lado prestigiou o papel do Poder Legislativo na autorização de operações de crédito, por outro, fixou limites objetivos à tomada de recursos e também à sua aplicação, estabelecendo, por exemplo, a previsão para a introdução de limites quantitativos à contratação de novas operações, e estabelecendo igualmente a obrigatoriedade da aplicação das receitas obtidas com essas contratações em despesas de capital.

Por conta disso, não se pode pretender inverter a hierarquia do ordenamento jurídico-constitucional brasileiro, de maneira a querer interpretar a Constituição a partir de conceitos e definições previstas em normas infraconstitucionais, exceto quando a própria Constituição tenha deixado de empregar algum conceito, delegando a órgão específico a sua apresentação. Com isso quer-se dizer que o exercício do poder regulamentar do Congresso Nacional nesta matéria é limitado. Embora haja campo para divergências quanto à definição jurídica de operação de crédito e de dívida pública, a regulamentação desses institutos pelo Congresso Nacional ou por qualquer outro órgão não pode alterar o regime jurídico previsto em seus contornos pela Constituição Federal.

Nesse regime constitucional, despontam, como já argumentado neste trabalho, a forma federativa do Estado brasileiro, verdadeiro federalismo misto de cooperação, e que

Nem aos órgãos a que se atribui competência normativa é facultado ‘delegar’ total ou parcialmente a competência recebida. Destarte, será nula a norma – seja de que espécie ou qualidade for – que venha a atribuir ao Banco Central, ou ao Conselho Monetário Nacional ou a qualquer outro órgão capacidade normativa.”

³⁵⁶ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação, p. 31: “Noutro giro, cabe à lei complementar dispor sobre dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público (CF, art. 163, II). Em face desse dispositivo, nos parece lícito afirmar que, no sistema nacional, cabe à lei complementar estabelecer os critérios de classificação da dívida pública em externa ou interna, e não à resolução do Senado Federal.

Isso porque cabe ao Senado Federal, no âmbito de sua competência normativa, dispor apenas sobre condições e limites das operações de crédito. Não poderia o Senado determinar o conceito das operações de crédito externo, pois, caso assim o fizesse, estaria delimitando sua própria competência.”

tem eficácia quando se assegura aos entes federados instrumentos amplos de atuação fiscal, de maneira equilibrada; o respeito aos interesses das gerações vindouras (solidariedade intergeracional), e que conduz à necessidade de observância de trajetória sustentável de dívida pública; e, o papel de destaque do Poder Legislativo no controle qualitativo do endividamento público em cada autorização de contratação de dívida. Não podem esses aspectos serem alterados ou limitados por legislação infraconstitucional, ainda que veiculada tal legislação por órgãos de elevada hierarquia no âmbito do Poder Executivo, Legislativo ou Judiciário.

2.1.2 O não pagamento da dívida: efeitos consequências econômicas, políticas e jurídicas

A diferença entre crédito público e privado assenta-se, fundamentalmente, sobre a figura do tomador do crédito e, por conseguinte, na finalidade decorrente da sua obtenção. Tratando-se o tomador do crédito de entidade pública, espera-se que este seja obtido no interesse geral da sociedade, portanto, com finalidade de atender ao interesse público³⁵⁷. Nem sempre, porém, isso ocorrerá, não sendo incomum na história o caso de repúdio de dívidas assumidas por regimes políticos de exceção, tais como ditaduras³⁵⁸, cujos recursos tomados em empréstimos não chegaram em nenhum momento a beneficiar a população.

O crédito público em geral é uma decorrência da perenidade que se presume à figura estatal, além do seu poder de império sobre os cidadãos de seu território, que ficam sujeitos ao poder tributário do Estado, exercido dentro de limites constitucionais autoimpostos. Não é difícil deduzir que tal entidade, perene por natureza e com poderes para apropriar-se da riqueza existente em seu território ou de propriedade de seus cidadãos, apresenta, tudo o mais constante, menor risco de inadimplência do que uma entidade privada³⁵⁹.

³⁵⁷ ASSONI FILHO, Sérgio. *Empréstimos públicos e sua natureza*, p. 797.

³⁵⁸ DRAGO, Luis Maria. *Les emprunts d'état et leurs rapports avec la politique internationale*, p. 32: "On ne sait que trop combien des gouvernements révolutionnaires ou des dictateurs d'aventures hésitent peu à imposer aux générations futures des charges accablantes, et se font un jeu de compromettre l'avenir économique et le développement ultérieur des pays qui ont le malheur de les subir."

³⁵⁹ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 21-23: "Evidentemente, sendo o Estado uma pessoa com aspiração à perenidade – nisso se distinguindo essencialmente das pessoas particulares, que são por natureza transitórias – e sendo o editor da ordem jurídica, isto já se constituiria, por si só um grande fator de crédito.

Não se ignora, entretanto, quantas vezes o Estado tem sido faltoso no cumprimento de suas obrigações, mesmo obrigações de pagar dinheiro.

Como os bens públicos são impenhoráveis, e, portanto, não há possibilidade de execução forçada contra a Fazenda Pública, todas as vezes que o Estado tem deixado de pagar os seus débitos, ou tem retardado este pagamento, a consequência desastrosa tem sido uma fantástica retração dos emprestadores potenciais e, portanto, uma diminuição do crédito público.

Não é, portanto, só a própria pessoa do Estado que deve inspirar a confiança, mas sim as pessoas físicas dos administradores, não pelas suas qualidades patrimoniais – portanto, não por causa do elemento objetivo – mas pelo tipo de administração e de política que desenvolvem, a seriedade com que desempenham suas funções, a lealdade com que enfrentam os problemas públicos, o discernimento com que

Contudo, se é verdade que o Estado apresenta maior facilidade do que os sujeitos privados na obtenção de recursos, também é verdade que o Estado, de forma geral, é menos suscetível às pressões para pagamento de suas dívidas, dado o poder soberano que exerce sobre o seu território e a impossibilidade de execução forçada sobre seu patrimônio³⁶⁰.

Ainda que se assuma a possibilidade de o Estado vir a responder juridicamente pelo não pagamento de suas dívidas, seja dentro de sua própria jurisdição ou em procedimento arbitral, fato é que não há execução contra o Estado no sentido técnico da palavra “execução”³⁶¹. Isto, pois a doutrina processualista considera não se tratar de execução for-

conduzem os negócios da administração pública; enfim, uma série de fatores eminentemente pessoais dos agentes políticos superiores do Estado é que tem servido de fator que efetivamente inspira confiança nos potenciais empregadores e que, portanto, atribuem ao Estado a credibilidade ou o crédito necessário, numa determinada fase.

Assim sendo, do ponto-de-vista subjetivo, não é só a pessoa do Estado que tem crédito, mas sim determinada administração, determinado governo, determinada equipe que – pela sua maneira de se conduzir, pela sua filosofia, pela sua política, e sobretudo pelos fatores que em geral podem inspirar confiança – empresta ao Estado, durante determinado período, aquelas condições que exatamente configuram o que se quer expressar pela palavra crédito, tomada nesta acepção.”; ver também ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, 798: “Com base no crédito ou confiança de que dispõem o Estado ou as pessoas jurídicas de direito público interno que, em última análise, representam não só sua presença, mas também trazem consigo aquela presunção de perenidade e solvência que lhe são próprias, é que se torna facilitada a aquisição dos recursos ou bens de que necessitam perante os seus proprietários originários, sejam eles capitalistas investidores ou meros cidadãos poupadores de suas economias.”; ver ainda BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 582: “Desde que o Estado não morre, não incorre em falência e goza da perenidade do grupo humano ao qual serve de personalidade jurídica e política, consegue dinheiro em condições excepcionais geralmente não acessíveis às empresas privadas.”

³⁶⁰ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, p. 245: “Por outro lado, a execução tem a finalidade de, apreendendo os bens do devedor, satisfazer o direito do credor, diretamente, mediante a adjudicação, ou indistintamente, mediante a venda em hasta pública, transformação em dinheiro e entrega ao credor. Tudo isso é impossível, em se tratando de ré pessoa pública. Os bens integrantes de seu patrimônio só por lei podem ser destinados a esta ou àquela finalidade. Seus dinheiros são empregados nos fins que a legislação financeira determina.

Daí a necessidade de em sistema que garantisse os direitos dos credores do Estado, sem ferir estes princípios, de tão grande importância para o bom funcionamento dos órgãos do Estado e especialmente de administração pública.

A meditação sobre tudo isto vem deixar bem evidente que a solução brasileira, consubstanciada na regra do art. 117 do texto constitucional – não obstante salutar e cheia de bons propósitos – não conduz à plena satisfação do direito do credor da Fazenda Pública, em contraste com o que ocorre quando o devedor é pessoa privada.

³⁶¹ Como visto, a própria ideia de o Estado poder ser provocado em alguma corte judicial, interna ou externa, acerca de danos causados aos credores decorrentes do não pagamento da dívida não é uma unanimidade na doutrina, havendo autores que identificam a dívida pública com atos de soberania, sobre os quais não cairia nenhuma possibilidade de responsabilização de natureza de direito privado. Ver, por exemplo, DRAGO, Luis Maria. *Op. cit.*, p. 35: “Le cas tout autre lorsqu’il s’agit d’emprunts internes ou externes avec émission de bons ou de titres rapportant un intérêt déterminé. La dette ainsi contractée, et dont le nom technique est ‘dette publique’ ou ‘dette nationale’, ne peut donner lieu à des actions judiciaires. Ainsi que nous l’avons expliqué, les bons ou fonds publics qui la constituent sont, de même que le papier-monnaie, mis en circulation en vertu des droits du Souverain; le service en est fait ou suspendu au moyen d’actes qui revêtent avec indiscutable évidence le caractère d’actes de souveraineté.”

çada o cumprimento voluntário da obrigação, por simples ordem à parte dirigida³⁶², sendo esse o procedimento a ser seguido, por exemplo, no caso de dívidas decorrentes de precatórios judiciais³⁶³.

O crédito de que goza o ente público junto aos investidores é função da forma como faz a gestão da sua dívida pública e, por consequência, da forma como faz a gestão da sua política fiscal e macroeconômica, de modo a ser capaz de atender aos seus compromissos com empresários³⁶⁴. Entretanto, tal análise não é uma análise estática, mas sim análise dinâmica que verifica o passado em busca de credibilidade e o futuro em busca de segurança.

No presente trabalho, trata-se de endividamento e crédito público em sentido amplo para, em momento seguinte, diferenciar as formas de sua realização jurídica, segregando o regime aplicável a cada uma delas, especialmente o regime aplicável exclusivamente às operações de crédito.

Como se sabe, porém, o crédito público não é mobilizado apenas por operações de crédito em sentido estrito. Sendo assim, nota-se que a própria existência de prazo de pagamento em contratos normais de fornecimento já se apresenta como uma manifestação do crédito de que goza o Estado. Neste contexto, o simples atraso ou proposital demora

³⁶² ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, pp. 252-3: “Só há execução quando os órgãos jurisdicionais satisfazem o credor por seus instrumentos (oficiais de justiça etc. ou força pública a seu serviço), empregando medidas coativas.

Não basta, pois para configurar o que por execução tecnicamente se entende que haja a condenação e sua comunicação a quem deva cumpri-la. Nem mesmo é suficiente que o réu, ciente da decisão judiciária, a acate sob pressão psicológica que acompanha tal ciência. Não; é preciso que o próprio Judiciário vá praticar, por seus meios, os atos necessários à satisfação do credor – à realização do direito – coativamente.

Se é assim, não é de execução que trata o art. 117 do Texto Supremo. Porque aí, em nenhum momento, o Judiciário se substitui aos atingidos pelo preceito. Não emprega, nem pode fazê-lo, medidas coativas contra os órgãos executivos que devem atender à decisão.

Todo o mecanismo, disposto para assegurar a observância do preceito assim emanado, é político. Não depende mais do Judiciário, que não dispõe de meios de coerção efetiva; não pode usar de força para compelir à obediência ao seu preceito; não tem instrumentos para satisfazer o credor, coativamente. A execução forçada é excluída. Não pode ser mobilizada, pelo Judiciário a força pública, em favor do credor, no caso da devedora ser a Fazenda.

O credor fica na inteira dependência do funcionamento do procedimento político que, então, passa a ter lugar.”

³⁶³ Há, porém, entre os processualistas, quem discorde desse entendimento. Como exemplo, ver NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de direito processual civil*, p. 1233: “Não concordo com a parcela doutrinária que defende que a Fazenda Pública não é executada, porque, não havendo atos de constrição patrimonial e expropriação, não se pode dar ao procedimento previsto nos arts. 534, 535 e 910 do Novo CPC e 100 da CF a natureza executiva. Expressões como ‘falsa execução’ ou ‘execução imprópria’ não devem ser prestigiadas. Entendo que todo procedimento voltado a resolver a crise jurídica de satisfação é uma execução, sendo irrelevantes para a determinação da natureza executiva do processo as técnicas procedimentais previstas em lei para a obtenção desse objetivo. Sendo o procedimento previsto em lei o adequado para o credor da Fazenda Pública receber seu crédito, com a solução da crise jurídica de satisfação, trata-se de execução.”

³⁶⁴ ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 799: “Ressaltando que a forma com que o Estado lida com sua dívida pública e o rigoroso adimplemento do que foi convencionado é um dos maiores indicadores da sua saúde financeira, bem como de seu crédito.”

no pagamento de despesas contratadas pode se revelar um foco de geração de passivos para o Estado, sendo merecedor de atenção do ponto de vista jurídico. Claramente, o tipo de regime aplicável a essas dívidas (em sentido amplo) não será o mesmo aplicável a dívidas decorrentes de outras origens, como a decorrente de depósitos de garantias para a participação de processo licitatório (dívida flutuante), a decorrente da contratação de parcerias público-privadas, ou a decorrente da contratação de operações de mútuo.

A questão dos atrasos em pagamentos do governo como forma de manipular as estatísticas fiscais não é monopólio do governo brasileiro e é causa de extensos debates na literatura econômica relacionada ao acompanhamento e à análise do endividamento público. Sabe-se, por exemplo, que, em diversos casos no mundo, o acúmulo de dívidas vencidas e não pagas tem sido um meio encontrado pelos governos para desviar das restrições ao crédito bancário existente nas legislações nacionais³⁶⁵.

O sistema francês de execução orçamentária, ao contrário do sistema inglês, segrega a execução administrativa da despesa pública da execução financeira. Entre as etapas relativas à execução administrativa da despesa, compreendem-se aquelas relacionadas ao empenho, à liquidação e à emissão da ordem de pagamento pelas unidades orçamentárias. Por outro lado, a execução financeira da despesa corresponderia à programação de pagamento com base nas ordens de pagamento emitidas pelas unidades orçamentárias e posterior compensação dos cheques ou autorizações de movimentação bancárias emitidos pela tesouraria do ente estatal³⁶⁶. Este tipo de sistema, que vigora no Brasil, conforme previsto na Lei n. 4.320/64, permite a verificação do estágio da execução da despesa pública em que são formados os estoques de despesas com atraso.

Ainda assim, embora no sistema francês seja possível tal verificação, isto não implica que tal verificação seja simples. Isto pois, não obstante o artigo 58 da Lei n. 4.320/64 expressamente determine que “empenho de despesa é o ato emanado de autoridade competente que cria para o Estado obrigação de pagamento pendente ou não de implemento de condição”, fato é que nos contratos administrativos, a obrigação de pagamento é usualmente definida como dependente da prestação principal realizando-se apenas após a liquidação da despesa, conforme determina o artigo 62 da mesma Lei n. 4.320/64. Os dados referentes à fatura dos serviços ou bens adquiridos pelo poder público e ao ateste do seu recebimento pela unidade contratante, até a liquidação da despesa, contudo, são dados que pertencem ao

³⁶⁵ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. Government arrears in fiscal adjustment programs, p. 143: “Several years ago the existence of government arrears, indicating delays in government’s payments to its suppliers and creditors, emerged as an important fiscal issue. Given accounting conventions, it became evident that the presence of arrears could lead to an underestimation of expenditure and, correspondingly, of the impact of government operations and the size of the fiscal problem facing a country. Because arrears can be viewed as a form of ‘forced financing’ to the government, the government’s borrowing requirement may also be underestimated, yielding a distorted picture of the sources of credit expansion in an economy. Arrears were also found to create problems in the context of adjustment programs. It was discovered that, when fiscal adjustment was less than programmed or there had been unprogrammed shortfalls in other sources of financing, a buildup of arrears could become a means by which governments reconciled the constraint on domestic bank financing. Such a unprogrammed accumulation in government internal and external arrears could circumvent the desired fiscal adjustment.”

³⁶⁶ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. *Op. cit.*, p. 150.

controle administrativo, não ao controle contábil-financeiro, encontrando-se na maior parte das vezes descentralizado, não permitindo, portanto, análise rápida e simples³⁶⁷.

Em artigo no qual comparam o sistema inglês e o sistema francês de execução orçamentária utilizados por diferentes países em desenvolvimento, Diamond e Schiller afirmam que a maior parte dos atrasos nos pagamentos decorrem de atrasos na fase de liquidação da despesa, isto é, na fase de reconhecimento do cumprimento da obrigação por parte do contratado. Contudo, mesmo após a liquidação, é possível que ocorram atrasos na emissão das ordens de pagamento pelo ordenador de despesa e na sua recepção pelo Tesouro do ente estatal, resultando em atraso na emissão das diretivas de movimentação financeira aos agentes financeiros, quer sejam cheques ou ocorram por meio da troca de arquivos eletrônicos³⁶⁸.

Outra questão relevante trazida pelo artigo corresponde à criação de meios de pagamento alternativos em razão da emissão de títulos de crédito contra o governo em montante superior às disponibilidades financeiras. Isso pode ocorrer pela emissão de cheques, mas também por outros meios como a existência de cartões de pagamento de programas assistenciais ou de serviços públicos com créditos que circulam em poder do público. No Brasil, poderíamos comparar o caso descrito com o referente a créditos de programas como cartões de passagens em transporte coletivo de passageiros, créditos de reembolso de tributos como medida de incentivo à solicitação de notas fiscais, entre outros programas de governo. Caso o saldo desses créditos de titularidade dos cidadãos exceda à disponibilidade financeira do governo, ficará evidente tratar-se de uma forma de financiamento do governo. Se, adicionalmente, for possível ao cidadão estabelecer mercado secundário destes créditos, então, obter-se-á como resultado a ampliação, ainda que precária, dos meios de pagamento³⁶⁹.

Modalidade relevante de atraso por vezes realizada pelos governos corresponde a atrasos no pagamento de despesas pelo fornecimento de bens ou serviços por empresas estatais. Valen-

³⁶⁷ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. *Idem, ibidem*: "As with the British system, the identification of the emergence of arrears in the French system is complicated by delays in processing incoming bills before the issuance of payments orders (for example, recorded expenditure commitments awaiting issuance of a payment order). At this stage of the expenditure process, arrears are not reflected in treasury accounts but only in the administrative accounting system. They can be measured only with information from spending agencies on the amount of unprocessed bills, a comparatively difficult and time-consuming procedure."

³⁶⁸ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. *Op. cit.*, pp. 149-150.

³⁶⁹ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. *Op. cit.*, p. 150: "Arrears reflected in the outstanding amount of cash vouchers differ somewhat from other treasury arrears. The instrument of payment has been issued, and it is up to the payee to present these vouchers to the cashier in the treasury. In this way the treasury has no real control over the amount of outstanding cash vouchers and cannot ensure that the outstanding amount of cash vouchers does not exceed the normal float. The situation is, however, different if the treasury continues issuing cash vouchers but does not accept them if presented to the cashier. Because cash vouchers are not transferable, the holder of the cash voucher has no choice but to wait until the treasury has sufficient financial resources to discharge its obligation. If the cash voucher were transferable, it could easily become a means of payment and so increase domestic liquidity. Such a situation has in recent years arisen in one African country, which in many respects follows procedures similar to the British accounting system, where checks were released in excess of financial resources. Consequently, government checks started to circulate at a discount in the economy as a means of payment."

do-se da posição de controle acionário e da influência política sobre a administração dessas empresas, o governo possui condições práticas de impor a estas o não pagamento a tempo de despesas efetivamente contratadas, levando, por diversas vezes, tais empresas a uma situação financeira precária, que as obriga a reduzir a disciplina de capital, recorrendo a fontes de financiamento apenas para suportar os efeitos dos atrasos nos recebimentos do governo. Assim, o governo transfere o seu endividamento às empresas estatais por meio desta prática³⁷⁰.

O acúmulo de atrasos de pagamentos, embora não apresente efeitos no lado monetário da economia³⁷¹ – salvo quando a contraparte for instituição financeira³⁷² –, impede que a análise do resultado fiscal do governo por regime de caixa capture de maneira adequada a contribuição do governo para a geração de renda na economia. Isto, pois as encomendas governamentais, ainda quando não pagas, colocam em marcha uma sequência de eventos que, mesmo que financiadas pelo setor privado, contribuem para a geração de renda³⁷³.

³⁷⁰ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. *Op. cit.*, p. 155: “The government may create arrears to the private sector or to other units within the public sector. Experience shows that if governments intentionally respond to spending pressures by accumulating arrears, they are likely to begin doing so with other public sector entities – for example, by not paying utility bills. It may be thought that, since public enterprises are owned by the government, arrears to public enterprises do not affect the overall financial position of the government. Nevertheless, such a mechanical accounting procedure makes the very real problem of a lack of financial discipline. Similarly, if one takes a broader view encompassing the entire public sector, as is often done in IMF-supported programs, it has also been argued that such arrears are in any case consolidated. Again, such a consolidation would merely hide an important policy problem. Moreover, insofar as the public enterprise has minority private shareholders, or is making losses financed outside government, or as result of government arrears is forced to build up arrears with its suppliers, the impact on the rest of the economy may be significant. Arrears to the private sector have often induced the private sector to hold back tax payments, creating a tax arrears. This, in turn, has sometimes resulted in a logjam of arrears throughout the economy.”

³⁷¹ Para uma análise das formas de criação e destruição de meios de pagamento, ver CARVALHO, Fernando J. Cardim *et alii*. *Economia monetária e financeira: teoria e política*, p. 27: “Não somente o Banco Central pode alterar o estoque de moeda da economia quando realiza uma operação de ampliação da base monetária – dado um multiplicador. Os bancos comerciais podem alterar diretamente o estoque de meios de pagamento. A regra prática utilizada para se verificar se uma operação qualquer alterou o estoque de meios de pagamento é semelhante àquela utilizada para se verificar se houve alterações da base monetária. A regra prática é visualizar os meios de pagamentos como uma *conta-resíduo* no balancete do sistema monetário. Portanto, uma variação dos meios de pagamento somente ocorrerá como resultado da diferença entre variações no valor das contas que estão do lado do ativo e variações do valor das contas do passivo não monetário do balancete do sistema bancário.”

³⁷² Sobre chamadas “pedaladas fiscais”, ver BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Acórdão 1798/2015, p. 28: “154. Esses ‘esqueletos’ do passado, originados por alta inflação e erros de gestão econômica de décadas anteriores, atualmente são conhecidos como ‘pedaladas fiscais’, mas que nada mais são do que adiamentos de repasses pelo Tesouro Nacional aos bancos para o cumprimento das despesas sociais, trabalhistas e previdenciárias, por exemplo.

155. Em fiscalização realizada recentemente pela Secez-Fazenda sobre as ‘pedaladas fiscais’ (TC 021.643/2014-8), que aguarda deliberação desta Casa, chegou-se à conclusão de que os financeiros de 2013 e de 2014 enquadram-se no conceito de operação de crédito estabelecido pelo art. 29 da Lei de Responsabilidade Fiscal e, por essa razão, deveriam ser registrados como tal para a devida apuração da dívida pública.” Ver também o TC 021.643/2014-8.

³⁷³ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. *Op. cit.*, p. 157: “Although such a definition captures the monetary impact of the budget, it does not – in the presence of an accumulation of arrears – fully capture the budget’s income-creating impact. Expenditure measured in cash terms will exclude any buildup

Aspecto interessante relacionado ao tema dos atrasos nos pagamentos devidos pelo governo consiste no fato de que eles mascaram o real fardo fiscal relacionado a juros no orçamento público. Isto, pois não se levam em consideração os juros embutidos nos preços praticados pelo mercado em negócios realizados pelo governo, juros embutidos estes decorrentes da prática costumeira de postergar pagamentos. Assim, a depender do poder relativo no mercado entre fornecedor e comprador (governo) os juros do período referente ao atraso médio no pagamento serão redistribuídos entre governo e fornecedor, por meio dos preços possivelmente mais elevados que o governo pagará pelos bens ou serviços fornecidos em relação ao preço de mercado³⁷⁴.

No caso de postergação do prazo de pagamento de dívidas contratuais, isto equivalerá, se realizado de forma unilateral, a um inadimplemento por parte do Estado, o que poderá suscitar o recurso ao Poder Judiciário por parte do interessado. Contudo, é importante verificar que eventual execução contra o Estado, mesmo nestes casos, se dará por meio de precatórios. No caso de atraso no pagamento de dívidas mobiliárias, além dos juros e encargos devidos na forma dos títulos, o Estado também deverá arcar com os juros moratórios decorrentes da expedição dos precatórios³⁷⁵.

A CF/88 permite a intervenção federal nos estados por suspensão de pagamentos à dívida fundada por mais de dois anos consecutivos, para reorganizar as finanças da unidade da federação. A menção à “reorganização das finanças” não aparece no dispositivo que trata da intervenção dos estados nos municípios. Posto isto, vale questionar-se se é necessário demonstrar de forma clara a “desorganização das finanças” da unidade ou se se trata de ponto que se pode presumir diante do não pagamento por dois anos da dívida consolidada. Em prestígio à autonomia federativa, deve-se compreender que é necessária a demonstração da desorganização das finanças. Do contrário, a intervenção deverá ser considerada inconstitucional, sujeitando o Presidente da República às sanções do artigo 85, II, V, VI e VII da CF/88³⁷⁶.

of arrears, even though this buildup may have set in motion corresponding income creating effects. Government purchases of goods or services will most likely have an impact on incomes and on domestic credit, even when payment is not made. That is, arrears are accumulated as the government effectively finances its deficit through an involuntary expansion of suppliers' credits or faced credits from employees, creditors, or other agents in the economy. In terms of policy, the credit expansion should be correctly attributed to the originating sector (specifically, the government).”

³⁷⁴ DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. *Op. cit.*, p. 162: “The implicit interest cost of arrears are independent of whether providers of goods and services bid up prices to account for the delays in payment. The degree to which prices are increased only determines the distribution of the financial burden of the payment delay – for example, as between the government, by paying increased prices (and ultimately the consumers of its services, through reduced services or higher taxes or fees), or the vendor, through a squeeze in their profit margins. To the extent that arrears are reflected in higher prices on those expenditure items on which arrears are frequently incurred, it is likely that existing fiscal data provide a biased picture true weight of interest costs in the budget because they do not take into account the implicit interest costs in the category of expenditure on goods and services.”

³⁷⁵ CATAPANI, Márcio Ferro. *Titulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 328.

³⁷⁶ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, p. 152: “Parece decorrer do texto constitucional que não é a simples circunstância de deixar de pagar sua dívida fundada que

É possível que o não pagamento da dívida fundada ocorra por motivo de força maior, caso no qual deixará de existir nexo de causalidade entre o dano causado aos credores e a conduta de não pagamento. Contudo, é preciso melhor explorar essa situação que, na prática, poderia ser utilizada frequentemente como pretexto para a inadimplência por parte do Estado de seus compromissos.

A previsão de que o não pagamento ocorra por motivo de força maior é ressalva para a qual cabe fazer algumas considerações. Inicialmente, observa-se que caberá ao agente que decreta a intervenção (Presidente da República ou Governador do Estado) avaliar a existência ou não de força maior, sujeita a avaliação a controle pelo Poder Judiciário, se provocado for a se manifestar³⁷⁷. Questão mais interessante, porém, consiste em avaliar as causas que poderiam ser apontadas como força maior.

Sobre esse específico ponto, vale perguntar se seria possível alegar força maior diante de redução de receitas previsível conforme ciclos econômicos vividos pela economia em geral. Também seria relevante discutir a existência de força maior pela discricionariedade de não interrupção de serviços públicos considerados essenciais que poderia resultar em recursos suficientes para o pagamento da dívida fundada.

De nossa parte, entendemos que os ciclos econômicos são conhecidos dos gestores públicos e, em geral, permitem a realização de ajustes com antecedências, de maneira a não prejudicar os serviços essenciais do Estado. Sendo assim, não seria possível a alegação de força maior se a crise de insolvência fosse decorrência de imobilismo do ente estatal diante de natural ciclo de menor desempenho da economia, com resultados sobre a arrecadação de receitas. O mesmo não se pode dizer nos casos em que eventual fase recessiva tenha duração excepcionalmente longa, superando o prazo necessário de recuperação das economias do ente estatal formadas para enfrentar o vale do ciclo. Também não se trataria da mesma forma caso em que a situação de penúria financeira fosse causada por choque externo imprevisível, como seria o caso, por exemplo, de uma elevação dos serviços da dívida causada por variação cambial ou variação de taxas de juros completamente fora dos cenários mais prováveis.

A questão da força maior relativa, ou seja, a força maior que se apresenta como uma escolha trágica do tipo “mal menor”, por meio da qual se decide dar continuidade à prestação de serviços públicos em lugar dos pagamentos da dívida, é situação, em nosso ver, mais complexa. Isto, pois a solução dependerá do tipo de serviço de que se trata e da sua priorização em relação aos interesses dos cidadãos do futuro, que arcarão com a dívida não paga e também com a elevação dos custos de captação que decorrerão da perda de crédito do Estado em razão do inadimplemento. Assim, entendemos que a situação de força maior estará caracterizada quando se refira diretamente à necessidade de continuidade de serviços intimamente ligados à manutenção do mínimo existencial, sobretudo nas áreas de educação infantil, saúde, habitação, assistência social e transporte. Nos demais casos, o ônus argumentativo terá de ser maior da parte do gestor público para justificar que os

justifica a intervenção num Estado. Dispondo o texto constitucional que a causa final da intervenção é a ‘reorganização’ das finanças estaduais, parece surgir que, não estando estas desorganizadas, não cabe a intervenção, não obstante se configure a hipótese da letra a, sub examine.”

³⁷⁷ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, pp. 155 e 168.

custos impostos às gerações futuras serão compensados pela manutenção de serviços públicos de menor hierarquia no presente.

A primeira menção constitucional à intervenção em estado por ausência de pagamento da dívida fundada ocorre na Constituição de 1891, após reforma constitucional do ano de 1926. Nos debates parlamentares referentes a essa reforma, evidencia-se a ideia de que a desorganização financeira seria prova da inaptidão de um território para a vida autônoma³⁷⁸.

A Constituição de 1934, de cunho liberal, reduziu a hipótese de intervenção ao não pagamento apenas dos serviços da dívida, excluídos, portanto, os pagamentos referentes à amortização da dívida fundada. Já a Constituição de 1937 foi mais severa, prevendo hipótese de intervenção por não pagamento de dívida com a União após um ano do seu vencimento. Também foi abolida a previsão da força maior como causa excludente da intervenção. A Constituição de 1946, por sua vez, eliminou o privilégio dado à União, limitando a intervenção ao caso de descumprimento das obrigações relativas à dívida externa³⁷⁹.

A intervenção dos estados nos municípios por não pagamento da dívida fundada é mais recente em nossa história constitucional, tendo aparecido pela primeira vez em 1934. Na Constituição de 1937 foi suprimida a previsão, em vista da nomeação pelos governadores dos prefeitos municipais, o que tornava desnecessária a previsão de procedimento específico de intervenção para esse caso. A previsão de intervenção retornou com a Constituição de 1946³⁸⁰.

O não pagamento de precatórios judiciais, inseridos por força da LRF na dívida consolidada para fins de aplicação de limites, resulta em algumas consequências previstas na CF/88, mas que já se encontravam no ordenamento jurídico brasileiro anteriormente. Se houver, por exemplo, preterição da ordem de pagamento ou não houver consignação no orçamento de créditos suficientes para pagamento do precatório, o credor poderá requerer o sequestro dos valores devidos³⁸¹. Quanto aos agentes públicos, o não pagamento gera a possibilidade de se falar em crime de responsabilidade e também de ocorrer o afastamento, no caso de governadores e prefeitos, por declaração de intervenção, em função de descumprimento de decisão judicial³⁸².

³⁷⁸ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, p. 158: “HERCULANO DE FREITAS, relator do projeto, sustentou com seu grande brilho que a incapacidade de se auto-sustentar, traduzida na insolvabilidade era situação tão contrastante com a qualidade de Estado autônomo – pressuposta pelo sistema constitucional – que a intervenção não colocaria o Estado em situação diversa da que já estava, argumento que foi desenvolvido pelo eminente JOÃO MANGABEIRA.”

³⁷⁹ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, pp. 155-61.

³⁸⁰ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, pp. 172-3.

³⁸¹ CF/88: “Art. 100. Os pagamentos devidos pelas Fazendas Públicas Federal, Estaduais, Distrital e Municipais, em virtude de sentença judiciária, far-se-ão exclusivamente na ordem cronológica de apresentação dos precatórios e à conta dos créditos respectivos, proibida a designação de casos ou de pessoas nas dotações orçamentárias e nos créditos adicionais abertos para este fim. (...) § 6º As dotações orçamentárias e os créditos abertos serão consignados diretamente ao Poder Judiciário, cabendo ao Presidente do Tribunal que proferir a decisão exequenda determinar o pagamento integral e autorizar, a requerimento do credor e exclusivamente para os casos de preterimento de seu direito de precedência ou de não alocação orçamentária do valor necessário à satisfação do seu débito, o sequestro da quantia respectiva.”

³⁸² ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, pp. 238-9.

A possibilidade de intervenção federal nos estados ou destes nos municípios não pode ser considerada como prova da executoriedade dos precatórios. Isto, pois não há nenhuma obrigação, além do constrangimento moral e político, de que o interventor faça o pagamento da dívida não quitada³⁸³. No caso da União, descabe a intervenção, valendo-se o descumprimento de decisão judicial como hipótese de crime de responsabilidade, ensejando o chamado “processo de *impeachment*”³⁸⁴.

Ainda sobre o inadimplemento de dívidas pelo Estado, vale observar a previsão existente na LRF, artigo 40, § 1º, II, de que a União poderá reter receitas tributárias diretamente arrecadadas por estados e municípios e as receitas provenientes de transferências constitucionais, com outorga de poderes para empregar o respectivo valor na liquidação da dívida vencida, no caso da concessão de garantias por essa aos demais entes. O mesmo dispositivo autoriza essa prática no caso de garantias concedidas por estados aos municípios.

José Maurício Conti considera inconstitucional por ferir o princípio federativo a previsão do artigo 40, §1º, II, da LRF, que prevê a retenção de transferências constitucionais pela União, visando a liquidar dívida paga por esta na condição de garantidora de Estados e Municípios³⁸⁵. Isto, pois a o artigo 167, § 4º da CF/88 apenas autorizaria a vinculação de receitas próprias geradas pelos impostos a que se referem os artigos 155 e 156, e dos recursos de que tratam os arts. 157, 158 e 159, I, a e b, e II, para a prestação de garantia ou contragarantia à União e para pagamento de débitos para com esta, não autorizando a compensação unilateral desses recursos com as referidas dívidas.

Estamos de acordo com o pensamento de José Maurício Conti a esse respeito. Contudo, consideramos ainda mais violadora da Constituição Federal a previsão frequentemente incluída em contratos de dívida entre estados, municípios e a União, de que o agente finan-

³⁸³ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, p. 255: “Pode inclusive dar-se o caso de todas as ações – que são só políticas, como assinalado – serem aplicadas, e, não obstante, permanecer o credor insatisfeito. Tratando-se de débito de Estado, quando for caso de dívida fundada, a intervenção só pode se dar após dois anos de cessação do seu pagamento. Antes, porém, em qualquer caso, pode haver decisão judicial – condenando a pagar – descumprida. Não sendo incluída verba no orçamento – o que só o Executivo pode promover – o credor deverá pleitear que o Procurador-Geral da República represente ao Supremo (art. 11, § 1º, c) que, então solicitará a medida extrema ao Presidente da República (art. 11, *caput*). Nomeado, o interventor poderá não pagar a dívida, nem incluir verba no orçamento do exercício subsequente, nem providenciar a abertura de crédito para tal fim, o recurso do credor, in hypothesis, será pleitear a substituição do interventor – segundo o mesmo penoso e lento processo. Nem assim é certo e garantido que este vá diligenciar no sentido do pagamento do crédito insatisfeito.”

³⁸⁴ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo. *Op. cit.*, p. 256: “Se o devedor for a União, nem sequer intervenção existe. Descumprida decisão judiciária, configura-se crime de responsabilidade do Presidente, tal como previsto no n. VII, 2ª parte, do art. 82 da Carta Política vigente.”

³⁸⁵ CONTI, J. M. *Federalismo Fiscal e Fundos de Participação*, p. 124: “Extrapolou os limites do que prevê a Constituição, por conseguinte, o disposto no art. 40, § 1º, II, da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n. 101, de 5.5.2000), ao estabelecer que ‘a contragarantia exigida pela União a Estado ou Município, ou pelos Estados aos Municípios, poderá consistir na vinculação de receitas tributárias diretamente arrecadadas e provenientes de transferências constitucionais, com outorga de poderes ao garantidor para retê-las e empregar o respectivo valor na liquidação da dívida vencida’. Trata-se de norma violadora do princípio federativo e em desacordo com os preceitos estabelecidos na Constituição para esta questão, sendo, pois, inconstitucional.”

ceiro do estado ou município retenha recursos diretamente das contas correntes do tesouro estadual ou municipal, com a finalidade de quitar à dívida inadimplida. Esse tipo de garantia, que se aproximaria de um penhor de saldos em conta de depósito bancário, prejudica gravemente o planejamento financeiro de entes públicos nacionais já em situação de estresse financeiro, desequilibrando as relações entre entes públicos componentes da federação.

Por fim, vale observar que, do ponto de vista econômico, a principal consequência do inadimplemento da dívida pública consiste na perda do crédito público pelo ente devedor. Se é verdade, como afirmado neste trabalho, que a Constituição prevê como consequência do direito fundamental à igualdade a existência de um princípio de equilíbrio intergeracional, então, nota-se que a perda de tal crédito consiste em consequência a ser herdada pelas gerações futuras, de decisões tomadas pelas gerações passadas.

A perda de crédito decorrente do não pagamento da dívida poderá ser mais ou menos grave a depender do contexto da inadimplência e de sua extensão. Ainda assim, não se pode perder de vista o fato de que a Constituição, ao mesmo tempo em que visa a limitar o crescimento insustentável da dívida pública, também visa a proteger a sociedade contra os efeitos negativos da perda do crédito público, o que o faz por meio das regras específicas que preveem priorização no pagamento dos serviços da dívida e das que preveem sanções decorrentes da sua inadimplência. Uma interpretação alternativa, porém, seria a de que, em lugar de proteger o crédito público, as mencionadas regras de responsabilidade fiscal se destinam a proteger os interesses financeiros dos credores da dívida pública.

2.2 OS LIMITES E CONDIÇÕES AO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO NAS RESOLUÇÕES DO SENADO FEDERAL

2.2.1 O exercício da competência privativa pelo Senado

A competência do Senado Federal para tratar de endividamento público é *privativa* o que exclui a competência de qualquer outro ente para tratar do assunto³⁸⁶. Já tivemos a

³⁸⁶ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 192-3: “Assinale-se, inicialmente, que esta competência do Senado – bem como as demais previstas no art. 42 do texto constitucional – é privativa. ‘Privativa’, esclarece magistralmente RUI BARBOSA, significa exclusiva, que priva qualquer outro órgão ou pessoa, que exclui da competência qualquer outro órgão. O titular da competência exclusiva opõe-na erga omnes. Ninguém mais – órgão ou pessoa subordinado, coordenado, superordenado ou independente – pode exercer idêntica competência.

Nem o seu não exercício outorga a outrem o arrogar-se a competência privativa. Daí ser inconstitucional qualquer ato expressivo dessa competência ou em seu campo inserível, que não promane do Senado.

E, por ser privativa, tal competência é indelegável e inderrogável. Derrogá-la não pode a lei do Congresso – já que vivemos em regime de Constituição rígida – como delegá-la não pode, em ninguém, o próprio Senado. (...)

Se delegação, mesmo implícita, houver, inconstitucional será, como inconstitucional e inoperante será a norma ou ato delegado, que tal delegação jamais poderia receber.

Isto tudo precisa ser dito com veemência e ênfase, porque o Senado – no desempenho dessa faculdade – já cometeu excessos e já burlou as exigências sistemáticas da Constituição, ao atribuir faculdades regulamentares a terceiros.” E novamente na página 206: “A competência atribuída ao Senado exclui a do Conselho Monetário Nacional ou Banco Central ou qualquer outra, para traçar normas para Estados e Municípios, ou fiscalizá-los.

oportunidade no presente trabalho de expor o fato de que essa competência se refere à definição de limites e condições para operações de crédito, além da aprovação de operações de crédito externo, não podendo ir ao ponto de estabelecer regras gerais sobre operações de crédito, endividamento e emissões forçadas, por ser competência específica do Congresso Nacional. Também já se discutiu o risco de que a competência privativa do Senado possa ser usurpada por outros órgãos que, a pretexto de determinar a forma de contabilização de operações (STN) ou a pretexto de fiscalizar o cumprimento das normas vigentes (TCU, TCEs, TCMs), exorbitem a própria competência, estabelecendo novos limites às operações de crédito, inserindo no saldo de dívida contabilizado operações que não podem ser consideradas juridicamente como operações de crédito.

O tema da competência do Senado Federal para imposição de limites à dívida consolidada e autorizar operações de crédito externo levanta interessante questão: qual seria a sanção para o caso de constituição de dívida em descumprimento das regras fixadas pelo Senado Federal? Pontes de Miranda, referindo-se a CF/67, com a EC n. 1/69³⁸⁷ afirma que tal dívida seria inexistente, não podendo gerar efeitos³⁸⁸. Por outro lado, Geraldo Ataliba, escrevendo sobre as operações de crédito externo, afirma que, por se tratar de contrato de natureza privada sujeitaria a União, o estado ou município aos seus termos e às eventuais sanções por descumprimento das condições impostas pelo Senado Federal. Ataliba assim argumenta fazendo distinção entre os efeitos de direito público esperados do contrato e os efeitos de direito internacional privado. Os efeitos de direito público poderão ser obstados em razão da não conformidade com os limites impostos pelo Senado. Porém, deverá permanecer vigente a obrigação da perspectiva do direito internacional privado³⁸⁹.

A situação muda de figura, porém, no regime atualmente vigente, considerando-se o contido no artigo 33, § 1º, da Lei Complementar n. 101/2000, que prevê que se considera nula a obrigação assumida em descumprimento desta lei, resultando na perda dos juros e encargos pela instituição financeira que deixar de exigir a observância das regras nela contidas.

Aliás – se é princípio constitucional que Estados e Municípios são autônomos, se são pessoas políticas e constitucionais – não poderiam ficar sujeitos a normas expedidas por órgãos meramente administrativos e infralegais e subordinados ao Executivo Federal.

A legislação federal – até mesmo as normas gerais de direito financeiro – são excluídas da possibilidade de ditar regras sobre as matérias de competência privativa do Senado, prevista no artigo 42, ns. IV e VI.”

³⁸⁷ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Comentários à Constituição de 1967: com a emenda n. 1, de 1969*, T. 3.

³⁸⁸ Para um estudo completo dos planos da existência validade e eficácia dos negócios jurídicos, ver AZEVEDO, Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia, passim*.

³⁸⁹ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 187: “Esta afirmação não contraria a nossa quanto à redução do negócio à condição de contrato entre privados em Estados diversos.

É que, se o contrato, ‘não pode ser revogado pelo órgão que o firmou, antes da sua aprovação’ ou reprovção, ‘porque o contrato faz lei entre as partes’ não repugna que – não obstante ineficaz na esfera do direito público interno – possa produzir efeitos na área do direito privado, atentos os princípios do direito internacional privado, mesmo porque os Estados e Municípios são pessoas jurídicas e, como tais, titulares de plena capacidade jurídica na esfera do direito privado.”

Se por um lado, a participação do Senado Federal reflete a preocupação do constituinte de que o endividamento público ocorra no interesse do desenvolvimento regionalmente equilibrado do país, por outro lado, as normas previstas nas Resoluções do Senado Federal não podem impor limites irrazoáveis, que impliquem em verdadeira retirada do poder de estados e municípios em contratarem empréstimos públicos visando ao atingimento de seus objetivos, sob pena de inconstitucionalidade, conforme já se manifestou o Supremo Tribunal Federal³⁹⁰.

Conforme exposto, o federalismo brasileiro se apresenta como federalismo cooperativo misto, por meio do qual algumas competências se apresentam como exclusivas de cada ente federal e outras se apresentam como concorrentes. Não quis, neste contexto, a Constituição limitar os instrumentos de natureza financeira à disposição dos estados e municípios em relação aos instrumentos disponíveis à União, senão no que se refere ao poder para a emissão de moeda. Mesmo neste quesito, porém, deve-se observar que a Constituição não autoriza que a emissão de moeda ocorra com a finalidade de financiamento do Tesouro Nacional (artigo 164), o que termina por igualar estados e municípios à União também neste aspecto.

Sendo assim, ainda que se possa discutir a respeito da existência de desequilíbrios na repartição de encargos e receitas na federação brasileira, observa-se que a Constituição previu cenário no qual todos os entes federados gozariam da possibilidade de financiar suas ações com tributos, por meio da exploração de serviços públicos e do seu próprio patrimônio, e também por meio da realização de operações de crédito. Ao mesmo tempo em que a Constituição estipulou a possibilidade de definição de limites ao endividamento por parte de estados e municípios, também o fez com relação à União Federal (Congresso Nacional – art. 48, XIV; Senado Federal – art. 52, VI). Nota-se, portanto, que a possibilidade de se endividar, dentro de limites razoáveis, faz parte de uma das facetas da autonomia federativa.

Por esta razão específica argumenta-se que a imposição de limites ao endividamento de estados e municípios pelo Senado Federal, por proposição do Presidente da República, nos termos do artigo 52 da Constituição Federal, deve ser razoável, não implicando na prática na eliminação do instrumento financeiro à disposição desses entes.

Neste contexto, o que se pode discutir, portanto, é a existência ou não de razoabilidade na definição de limites diferenciados a estados e municípios, especialmente diante de disparidades tão grandes existentes no país que podem ser observadas comparando-se, por exemplo, o poder econômico de cidades como São Paulo e Rio de Janeiro às limitações orçamentárias de estados com menor expressão econômica. Melhor seria, nessa ordem de considerações, sob o pressuposto de que o endividamento pode ser proporcional à capacidade de pagamento, que os limites fossem estabelecidos com base em agrupamentos por nível de receitas. Por outro lado, sob o pressuposto de que o endividamento serviria como forma de alavancar o

³⁹⁰ ADIn 1.728 MC-DF, rel. Min. Ellen Gracie, DJU 14.12.2001, p. 22: “É muito importante que as normas legais ou constantes da resolução não atinjam a intimidade de Estados, Distrito Federal e Municípios, uma vez que podem impor limites inconstitucionais. A propósito do assunto o STF já julgou que a norma não pode impor ‘determinadas destinações da receita local, como condição prévia ao exame das operações de crédito sujeitas à aprovação da Câmara Alta’.”

desenvolvimento e proporcionar um *catch up* do atraso relativo de algumas regiões, os limites poderiam ser dispostos de maneira inversa às receitas de cada ente. Finalmente, nessa linha de argumentação, apresenta-se como desarrazoado que até o momento não haja definição de teto para o endividamento da União, enquanto estados e municípios veem-se obrigados a observar regra proposta pelo Presidente da República e aprovada pelo Senado Federal.

2.2.2 Limites e condições ao montante da dívida consolidada e às operações de crédito

A competência do Senado para fixar limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos estados, do distrito federal e dos municípios, somente pode ser exercida sob proposta do Presidente da República. Cabe a este, portanto, a competência para iniciar o processo legislativo neste caso, o que foi feito no ano de 2000, por meio da Mensagem Presidencial n. 1.070 (para o limite de dívida mobiliária) e da Mensagem Presidencial n. 1.069 (para o limite de dívida consolidada)³⁹¹.

Cesar Andrade afirma que a dívida mobiliária não deve ser considerada integrante da dívida consolidada, considerando que a Constituição Federal prevê a possibilidade de estabelecimento de condições e limites específicos para o caso da dívida mobiliária da União e para o caso da dívida consolidada³⁹². Este entendimento, embora compatível com as propostas decorrentes das Mensagens Presidenciais n. 1.069 e 1.070 enviadas em 2000³⁹³ e até o momento não aprovadas, não é sustentado pelo Manual de Elaboração de Demonstrativos Fiscais da Secretaria do Tesouro Nacional, que expressamente inclui a dívida mobiliária como espécie de dívida consolidada³⁹⁴, em linha com o artigo 29, I, da LRF.

³⁹¹ SILVA, José Afonso da. Uma história da lei brasileira de responsabilidade fiscal, p. 145, notas 32 a 34.

³⁹² ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação, pp. 39-40: “Os incisos I e II do art. 29 da LRF distinguem a dívida consolidada da dívida mobiliária. A dívida consolidada decorre de obrigações assumidas em decorrência de lei, contrato, convênio ou tratado e de operações de crédito, cuja amortização seja superior a 12 meses (LRF, art. 29, I), e a dívida mobiliária é representada por títulos emitidos pela união (inclusive os do Banco Central do Brasil), Estados e Municípios (LRF, art. 29, II). Vale dizer, na dívida consolidada não está abrangida a dívida lastreada em títulos.

Tal distinção encontra amparo na Constituição, pois a dívida consolidada e a dívida mobiliária dos entes subnacionais estão sujeitas a condições e limites específicos (CF, art. 52, VI e IX). No mesmo passo, o limite da dívida consolidada da união deve estar previsto em resolução do Senado Federal (CF, art. 52, VI), enquanto o limite da dívida mobiliária federal deve estar previsto em ato do Congresso nacional (CF, art. 48, XIV).”

³⁹³ Isto, pois a Mensagem 1.070 previa para a dívida mobiliária federal limite de 6,5x (650%) da RCL, ao passo que para a dívida consolidada limite de 3,5x (350%) da RCL. Ora, como o todo não pode ser menor que a parte, fica patente a adesão dos técnicos do Poder Executivo federal em 2000 à tese de Cesar Andrade.

³⁹⁴ SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL. *Manual de Demonstrativos Fiscais: aplicada à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios*, p. 553: “A Dívida Consolidada (DC) ou fundada, para fins fiscais, corresponde ao montante total das obrigações financeiras, apurado sem duplicidade (excluídas obrigações entre órgãos da administração direta e entre estes e as entidades da administração indireta), assumidas: a) pela realização de operações de crédito com a emissão de títulos públicos, para amortização em prazo superior a 12 (doze) meses (dívida mobiliária);

Não deve prosperar o entendimento de que as dívidas mobiliárias sejam categoria apartada em relação à dívida consolidada. Ora, se se definiu como dívida consolidada aquela dívida assumida com a finalidade de financiar investimentos públicos em sentido amplo, em comparação à dívida flutuante, direcionada a suportar insuficiências temporárias de caixa, não há razão para excluir a dívida mobiliária da dívida consolidada, quando destinada ao financiamento de despesas de capital.

Nesta ordem de considerações, a justificativa para a possibilidade de existência de dois limites e condições distintos residiria no fato de que a dívida mobiliária, pela sua pulverização no mercado dificultaria a possibilidade de sua reestruturação, isto é, de renegociação de termos e condições, se necessário, motivo pelo qual, da perspectiva do tomador dos recursos, é marginalmente mais arriscada. Ademais, pela existência de mercado secundário, o que é uma decorrência da própria natureza mobiliária dessa dívida, a existência desses títulos elevaria a liquidez da economia, na medida em que pode servir de meio alternativo de pagamentos³⁹⁵.

Ainda que se possa aceitar como válidos tais argumentos, eles acarretariam, no máximo, a necessidade de criação de sub-limites e condições específicos para a dívida mobiliária, não se podendo apresentar como argumento para a exclusão da dívida mobiliária dos limites referentes à dívida consolidada. Trata-se a dívida mobiliária, portanto, de espécie de dívida consolidada, ao lado da dívida consolidada contratual.

Neste contexto, questão interessante consiste em perguntar se também alterações posteriores nas resoluções do Senado dependeriam de proposta do Presidente da República. Tendemos a responder positivamente, pois, do contrário, retirar-se-ia a complexidade do ato, que depende para sua validade da manifestação de dois órgãos distintos – Senado e Presidência da República. Isto não implica, porém, limitação da competência normativa do Senado, ao qual não se impõe a simples escolha entre ratificar ou vetar a proposta, podendo livremente modificar o seu teor³⁹⁶.

b) pela realização de operações de crédito em virtude de leis, contratos (dívida contratual), convênios ou tratados, para amortização em prazo superior a 12 (doze) meses;

c) com os precatórios judiciais emitidos a partir de 5 de maio de 2000 e não pagos durante a execução do orçamento em que houverem sido incluídos;

d) pela realização de operações de crédito de prazo inferior a 12 (doze) meses, que tenham constado como receitas no orçamento.”

³⁹⁵ Observe-se, por exemplo, o fato de que os títulos públicos de alta liquidez são inseridos, na metodologia do Banco Central do Brasil, no agregado monetário M4, para fins de estatísticas relativas aos meios de pagamentos no país. Ver BANCO CENTRAL DO BRASIL – BCB. *Reformulação dos Meios de Pagamento – Notas Metodológicas*, p. 3: “Cabe observar que, embora não usual na maioria dos países, a inclusão da dívida mobiliária pública em agregados monetários baseia-se nas especificidades da economia brasileira, com o setor público mantendo participação expressiva no dispêndio total por longo período, cujo financiamento dependia significativamente da captação de poupanças privadas por meio da emissão de títulos. Tais circunstâncias exigiram elevada liquidez desses instrumentos, propiciando sua adoção generalizada como quase-moeda até os dias atuais.”

³⁹⁶ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, p. 196: “Pois, nesse caso, a iniciativa é reservada ao Presidente da República.

Isto está coerente com a regra segundo a qual, em matéria de direito financeiro, criação de despesas, inclusive orçamento, a iniciativa do processo legislativo é sempre do Chefe do Poder Executivo (arts. 57 e 65).

Geraldo Ataliba chama a atenção para a enorme dificuldade prática de estabelecimento de uma regra única para a limitação do endividamento de cada ente estatal, tendo em vista as suas condições específicas. Considera inadequadas propostas que levem em consideração um nível absoluto de dívida, bem como critérios que prevejam limite máximo em relação às receitas. Caberia, portanto, em sua avaliação, ao Poder Legislativo de cada ente estatal determinar tais limites em função do custo de oportunidade social de não realização de investimentos públicos de interesse de cada comunidade³⁹⁷. A concorrência entre eles, porém, poderia levar à preponderância do oportunismo em uma situação de “tragédia dos comuns”, conforme já descrito no presente trabalho³⁹⁸, motivo pelo qual consideramos inadequada tal proposição em uma federação.

Com relação às sanções previstas por descumprimento das regras que impõem limites ao endividamento, do ponto de vista federativo, desponta a previsão contida na LRF de vedação ao recebimento de transferências voluntárias (art. 25, IV). Tal vedação poderia ser criticada do ponto de vista constitucional, na medida em que poderia aprofundar as dificuldades financeiras e, por consequência, os resultados sociais negativos, do ente federativo devedor. Uma leitura atenta do dispositivo, porém, permite observar que o seu alcance é limitado, na medida em que estão excluídas da proibição de transferência aquelas voltadas ao financiamento de ações nas áreas de educação, saúde e assistência social, que são justamente as áreas que recebem os maiores montantes a título de transferências para estados e municípios.

No âmbito do direito comparado, situação de interesse para o caso foi analisada pela Corte Suprema norteamericana no caso *South Dakota vs. Dole* julgado em 1987, na qual se avaliou a existência do chamado *spending power* de que seria titular o governo federal³⁹⁹. No mencionado caso, julgado em junho de 1987, a Suprema Corte estadunidense foi

O Senado delibera livremente, desembaraçadamente. Por isso, pode o projeto que lhe submete o Presidente da República sofrer emendas aditivas, modificativas ou supressivas. A promulgação da resolução cabe à Mesa ou ao Presidente do Senado, conforme o determine o regimento interno.”

³⁹⁷ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 198-9: “É tecnicamente inviável limitar, pelo montante, a dívida fundada. Se a constituição de dívida a longo prazo – 20, 30, 50 ou mais anos – é uma forma de repartir por gerações certos encargos sociais, não há como estabelecer-lhes limites. A não ser que se queira limitar o próprio futuro e o desenvolvimento dessas comunidades, não é possível limitar suas dívidas. Naturalmente que, atendendo a outros fatores, pode ser eventualmente útil, por determinado período, fixar um teto qualquer, para determinado Município ou Estado. Não se pode, entretanto, recorrer a esse meio grosseiro e primário de fixar limites para todos, nem alimentar a pretensão de estabelecer categorias de casos. Mormente quando não se sabe – como ocorrer com o Congresso, os altos escalões fazendários e outros órgãos federais – qual a diferença entre dívida fundada e flutuante... Só o prudente critério do próprio legislador estadual ou municipal, em cada caso, poderá estabelecer tais medidas restritivas, autolimitando-se no exercício desta faculdade.”

³⁹⁸ Cf. Capítulo 1.

³⁹⁹ OLIVEIRA, Fernão Justen. *Garantias ao parceiro privado e comprometimento fiscal*, p. 472: “Conforme noticiado naquela ocasião, a Suprema Corte americana adotou cinco requisitos para reconhecer o interesse federal que confere validade ao condicionamento da transferência voluntária: a finalidade de atendimento do bem-estar geral; a clareza nas condições estipuladas; a relação com interesses de titularidade federal; a ausência de estipulação de condições materialmente proibidas e o limite entre a indução de conduta e a verdadeira coerção.”

provocada a se manifestar a respeito da existência de abuso de poder de alocação de gasto público (*spending power*) em caso no qual o governo federal, por meio da Secretaria Federal de Transportes, reteve transferências federais destinadas a estados federados, em virtude do não estabelecimento de idade mínima para aquisição de bebidas alcoólicas em 21 anos nesses estados. A Corte julgou a ação do governo federal constitucional, estabelecendo requisitos por meio dos quais poder-se-ia avaliar a constitucionalidade de uma restrição de transferência de recursos, tais como: (i) a restrição deve visar o atingimento do bem comum (*general welfare*); (ii) as condições devem endereçar uma preocupação nacional (*national concern*); (iii) a restrição não pode ser tal que comprometa gravemente o estado federado, compelindo-o a aceitar as condições quaisquer que sejam⁴⁰⁰.

Em relação à situação aqui analisada, os critérios propostos pela Suprema Corte americana, em nossa opinião, conduziriam à constitucionalidade da previsão contida na LRF, também em face da Constituição Federal do Brasil de 1988. Isto, pois a limitação do superendividamento dos entes subnacionais no país está ligada ao bem-estar geral da nação, dadas as repercussões inter-regionais e intergeracionais do endividamento. Pelo mesmo motivo, pode-se dizer que se trata de uma questão nacional, que apenas pode ser endereçada de maneira coordenada. Finalmente, na maior parte dos casos, as restrições às transferências voluntárias não serão suficientes para tornar inviável a ação do ente federado prejudicado, a tal ponto de se tornar inconstitucional a interrupção das transferências. Esse último ponto, contudo, deverá ser analisado em cada caso, conforme a situação específica do ente estatal e da sua autonomia fiscal efetiva.

Durante a vigência da CF/67, com a Emenda n. 1 de 1969, assegurava-se ao Senado Federal a competência de definir, por resolução, as condições de emissão de títulos de dívida de estados e municípios, estabelecendo margens para taxas de juros e prazos de vencimento. A mesma previsão não se repete na CF/88, que confere apenas competência para estabelecer limites e condições para o montante da dívida mobiliária⁴⁰¹.

Uma das condições impostas para a captação de recursos por meio de operações de crédito pelo ordenamento brasileiro, conforme já argumentado, a “Regra de Ouro das Finanças Públicas”, consiste na proibição da realização de operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital. A preocupação aqui é que não sejam financiadas despesas correntes com recursos de empréstimos, sob o pressuposto de que despesas correntes não contribuem para aumento do produto potencial no longo prazo, resultando em ônus financeiro para as gerações futuras, ao contrário das despesas de capital⁴⁰².

⁴⁰⁰ U.S. SUPREME COURT, *South Dakota v. Dole* 483 U.S. 203 (1987). Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/483/203/>. Último acesso em 26 de junho de 2017.

⁴⁰¹ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 199-201.

⁴⁰² ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, pp. 375-6: “Essa ‘regra de ouro’, que vem também consignada no art. 12, § 2º, da LRF, ao estabelecer que montante previsto para as receitas de operações de crédito não poderá ser superior ao das despesas de capital constantes do projeto de lei orçamentária, tem por objetivo evitar o pagamento de despesas correntes com recursos decorrentes de emissão ou contratação de novo endividamento, impondo-se que os empréstimos públicos somente deverão ser destinados a gastos com investimentos e não para financiar as despesas correntes.”

Embora a preocupação seja legítima, a questão está mal colocada no ordenamento jurídico brasileiro, contribuindo para controle meramente formal das operações de crédito, sem qualquer avaliação sobre os reais benefícios ou custos da operação. Isto, pois ao remeter o limite da operação de crédito à realização de despesas de capital, remete à classificação das despesas orçamentárias por categoria econômica fixada pela Lei n. 4.320, de 1964, na qual se incluem despesas relacionadas não apenas a investimentos, mas igualmente a inversões financeiras, dentre as quais se encontram despesas que não contribuem com o aumento do estoque de capital da economia.

Ademais, mesmo as despesas consideradas “de investimento” podem acobertar gastos com custeio, no caso, por exemplo, de aumento de capital realizado para cobertura de insuficiência financeira de empresa estatal. É bem verdade que, neste último caso, a mesma Lei n. 4.320/64 exige que a despesa seja executada como transferência corrente no elemento de subvenção econômica ou social. Contudo, não é incomum, na prática de nosso país, observar tal tipo de suporte financeiro realizado à título de aumento de capital, mormente em se tratando de situação temporária, sem que se possa considerar a empresa como dependente para fins da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Finalmente, destaca-se que a regra citada não leva em conta a possibilidade de se considerarem algumas despesas correntes como essenciais para o aumento da produtividade da economia nacional. Tendo sido aprovada na década de 1960, a Lei n. 4.320/64 não leva em consideração o desenvolvimento da chamada “teoria endógena do crescimento econômico”⁴⁰³, que deixa clara a importância do capital humano, sobretudo potencializado pela educação, para o aumento do produto *per capita* e, conseqüentemente, para o crescimento econômico no longo prazo. Sendo assim, algumas despesas, ainda que de natureza corrente, poderiam, na prática, apresentar potencial para gerar resultados econômicos, no longo prazo, que, por esta razão, serão usufruídos pelas gerações seguintes.

A ideia de que a emissão de dívida deve ser precedida de análise acerca da geração futura de rendas suficientes para pagamento das parcelas de amortização e juros não é novidade. Já o artigo 67 da Lei n. 56, de 15 de novembro de 1827⁴⁰⁴, previa essa exigência com relação à Caixa de Amortização então criada, tratando-se de regra voltada à manutenção do equilíbrio fiscal intertemporal e garantia do recebimento pelos credores⁴⁰⁵.

O regime do crédito público está sujeito ao princípio da legalidade em sua forma mais estrita, qual seja a necessidade de lei específica autorizativa de cada operação de crédito⁴⁰⁶. A

⁴⁰³ Conforme já discutido no Capítulo 1 do presente trabalho.

⁴⁰⁴ “Art 67º A Caixa de Amortização, e suas Filiaes receberão pontualmente os capitais necessarios para as despesas que forem postas a seu cargo. Não deverá fundar-se capital de dívida alguma sem que na propria lei da sua fundação sejam consignados rendimentos certos que bastem á despeza do seu juro, e amortização.”

⁴⁰⁵ CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 85: “O artigo 67 trouxe disposição voltada para aquilo que hoje se denomina de ‘responsabilidade fiscal’: não poderia ser criada dívida sem que na própria lei de fundação fossem apontados capitais suficientes para fazer frente aos seus juros e amortização.”

⁴⁰⁶ BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 613: “Os empréstimos celebram-se por atos jurídicos da competência de agentes do Poder Executivo. São eles que, segundo escala de competência do Direito Administrativo, assinam os contratos e emitem os respectivos títulos. Mas só o Poder Legislativo está investido da competência constitucional para autorizar o Executivo a praticar aqueles atos no

autorização legislativa deve ser a mais específica possível, fixando inclusive as condições financeiras da operação, tais como prazo, taxa de juros, moeda da operação, garantias, etc. Isto, pois não apenas a existência de operação traz consequências duráveis ao Estado, mas também as condições dentro das quais ocorre a operação⁴⁰⁷. O descumprimento dessa formalidade, porém, não autoriza ao Estado negar a devolução dos recursos captados, pois do contrário resultaria enriquecimento ilícito da parte do ente público⁴⁰⁸. A legislação nacional, porém, impediria neste caso a devolução dos recursos com a totalidade dos juros e encargos contratados, conforme previsto no art. 33, § 1º., da LRF.

Nem sempre, porém, será possível se fixar de antemão na lei autorizativa a totalidade dessas condições, sob pena de tornar-se antieconômica a contratação, dependendo-se a cada mínima alteração proposta de nova tramitação legislativa e aprovação. Nestes casos, recomenda-se a fixação de intervalos de aprovação, especialmente para prazo e taxa de câmbio. A fixação de intervalo de taxas de juros, porém, no caso de contratação de taxas pré-fixadas, poderá conduzir à situação desvantajosa na negociação do financiamento pelo Estado, ancorando a negociação na margem superior do intervalo.

No caso das operações de crédito, as demonstrações de vantajosidade da operação são o elemento central por meio do qual é demonstrado o interesse público que orienta a contratação, em lugar de interesses privados que poderiam orientar a realização de determinada despesa com recursos emprestados, independentemente dos custos financeiros envolvidos.

José Maurício Conti sustenta que a exigência de demonstração pelo órgão técnico do custo-benefício da operação de crédito, que justifique a sua realização é uma decorrência lógica da possibilidade de fiscalização externa dos atos administrativos quanto à sua economicidade, que nada mais é que a avaliação dos atos da administração quanto à sua dimensão econômica, em comparação aos benefícios esperados⁴⁰⁹. Por “órgão técnico” devemos compreender não apenas os órgãos fazendários, especializados na questão financeiro-orçamentária, mas igualmente os órgãos finalísticos, ligados ao projeto a ser financiado, uma vez que serão estes os órgãos mais adequados a se manifestar quanto ao custo-benefício social ligado à contratação, custo esse tão ou mais importante que o custo simplesmente financeiro, dada a dificuldade de se realizar análise meramente financeira de viabilidade de projeto público de investimento.

Direito Constitucional brasileiro, o princípio é expresso. Em outros países como a França, a lei ordinária o proclamou.

É uma lei, no sentido formal, o meio de o Legislativo dar consentimento aos empréstimos, a serem levantados pelo Executivo.” ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 40-1.

⁴⁰⁷ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, pp. 44-45.

⁴⁰⁸ BALEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 618: “Mas a doutrina entende com razão que o Estado deve ser condenado a restituir o quanto recebeu, se o produto do empréstimo foi investido em sua utilidade. O princípio secular e universal de que a ninguém é lícito-lo locupletar-se com alheia jactura aplica-se também à dívida pública oriunda de contrato defeituoso por falta de autorização legislativa.”

⁴⁰⁹ CONTI, José Maurício. *Artigos 32 a 39*, p. 283: “a) a adequada relação custo-benefício da operação Essa obrigação já vem estabelecida no próprio texto da Constituição que trata da fiscalização das contas públicas e prevê, dentre outras, a existência da fiscalização quanto à economicidade dos atos administrativos por parte dos sistemas de controle interno e externo.”

Não se deve olvidar que a análise de custo-benefício de projetos públicos não é realizada nos mesmos moldes das metodologias indicadas para projetos privados, havendo limitações bastante claras nas metodologias clássicas de avaliação de projetos financeiros derivados das finanças corporativas, quando aplicados às políticas públicas⁴¹⁰. Tais métodos de avaliação – sendo os mais comuns as metodologias de avaliação do valor presente líquido, da taxa interna de retorno, e de opções reais – são inapropriados por poderem conduzir a uma decisão de rejeição de projeto com retorno social positivo, simplesmente por seus resultados pouco expressivos em termos de geração de caixa⁴¹¹.

Quanto às operações de crédito entre entes da federação, já se discutiu neste trabalho o fato de que a LRF prevê a proibição de tais operações, ainda que na forma de refinanciamentos. Como forma de evitar burla a tal dispositivo, veda-se também a realização de operações de ente federado com instituição financeira controlada por outro ente, se destinada a financiar despesas correntes ou refinarciar dívidas que não tenham sido contratadas com a própria instituição⁴¹².

A respeito do equilíbrio federativo, é importante notar que a LRF partiu da premissa de que a possibilidade de operações de crédito entre entes federais contribui para um

⁴¹⁰ Essas dificuldades são detalhadamente descritas por STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the public sector*, p. 274: “First the only consequences of a project that are of concern to the firm are those that affect its profitability, the government may be concerned with a much broader range of consequences. For example, it may be concerned with the ecological effects of a dam, and with the impact of the dam on the river’s recreational uses.

Second, whereas the firm uses market prices to evaluate what it has to pay for its inputs and what it receives for its outputs, there are two instances in which the government might not use market prices in evaluating projects: (a) When the outputs and inputs are not sold on the market, market prices do not exist. Market prices do not exist for clean air, for lives saved, or for the preservation of wilderness in its natural state. (b) When there is a market failure, market prices do not represent a projects true marginal social costs or benefits. The prices the government uses to evaluate its projects must reflect the market failure.”

⁴¹¹ A respeito das enormes dificuldades ligadas às metodologias para a avaliação de projetos públicos, ver BLANK, Leland; TARQUIN, Anthony. *Engenharia econômica*, p. 315: “É importante perceber o seguinte: É difícil estimar os impactos econômicos dos benefícios e malefícios de uma alternativa do setor público bem como obter concordância em relação a eles. Por exemplo, suponhamos que você recomende a construção de um desvio em uma cidade, ao redor de uma área propensa a congestionamentos. Até que ponto ele beneficiará o motorista em termos de dólares por minuto ao volante, tendo em vista que poderá desviar-se de cinco faróis de trânsito, dirigindo a uma média de 56 km/h, em comparação com o estado atual, em que cruza os faróis a uma média de 32 km/h, parando, em média, em dois faróis, com um tempo de espera de 45 segundos, aproximadamente, em cada um? As bases e os padrões para estimar os benefícios são sempre difíceis de estabelecer e verificar. Se comparadas às estimativas dos fluxos de caixa de receitas do setor privado, as estimativas de benefícios são muito mais difíceis de se fazer e variam amplamente, em torno de médias incertas.”

⁴¹² CONTI, José Maurício. *Artigos 32 a 39*, p. 286-7: “Dentre as demais limitações à realização de operações de crédito fixadas pela LRF destacam-se as seguintes:

- 1) vedação às operações de crédito entre entes da Federação, ainda que por meio da respectiva Administração indireta;
- 2) vedação às operações de crédito entre instituição financeira estatal e outro ente da Federação destinadas a financiar despesas correntes ou a refinarciar dívidas não contraídas junto à própria instituição concedente.”

desequilíbrio alocativo entre entes da federação⁴¹³. Não se cogitou, na LRF que a realização de operações de crédito entre entes federais possa contribuir para o desenvolvimento e redução das desigualdades regionais, embora não seja difícil imaginar situação na qual possa ser do interesse dos Estados a captação de recursos por ente com melhor perfil de crédito, para realização de esforço conjunto que, de forma rasa, poderia ser interpretado como operação de crédito entre entes da federação.

Interessante questão consiste em avaliar a constitucionalidade de seguidas leis, após o estabelecimento da vedação contida no artigo 35 da LRF, que autorizaram o refinanciamento de dívidas de Estados e Municípios com a União Federal. O simples de fato de serem tais leis veiculadas na forma de lei complementar afastaria as regras da LRF? Parte da doutrina parece se posicionar contrariamente a esse entendimento, sob o argumento de que fragilizaria o controle constitucionalmente imposto sobre a dinâmica do endividamento subnacional⁴¹⁴. Já tivemos oportunidade em capítulo anterior de argumentar a respeito da inconstitucionalidade do artigo 35, na medida em que extrapola a competência dada pela Constituição ao Congresso Nacional para legislar a respeito de operações de crédito e endividamento público, alterando aspecto elementar do federalismo de cooperação brasileiro.

De outro lado, de maneira a evitar relacionamento entre bancos públicos e entes estatais de maneira a eventualmente prejudicar a condução da política monetária e também a solidez do sistema financeiro nacional, veda-se a realização de operação de crédito entre ente público e instituição financeira por ele controlada, assim como o financiamento do Tesouro Nacional pelo Banco Central⁴¹⁵.

Do ponto de vista dos instrumentos de controle de tais regramentos, condições e limites, o ordenamento jurídico brasileiro dispõe de instrumentos adequados à declaração de nulidade de atos administrativos eivados de desvio de finalidade, tais como a ação popular, que permite a declaração de nulidade de atos prejudiciais ao interesse público por serem atentatórios à moralidade administrativa. A contratação de operações de crédito, naturalmente, submete-se a esse mecanismo de controle, sendo a justificativa técnica para a contratação da operação de crédito elemento essencial para a avaliação da existência do interesse público, um dos pressupostos para a contratação⁴¹⁶.

⁴¹³ CONTI, José Maurício. *Artigos 32 a 39*, p. 302: “A manutenção do equilíbrio federativo é uma das metas fundamentais de toda Federação. Assegurar um nível equivalente de bem-estar para os cidadãos em todo o território nacional integra o conceito mais amplo da ideia de igualdade e deve ser fim perseguido por todo Estado Democrático de Direito. Dentre as diretrizes da LRF está a de manter o equilíbrio federativo. Tendo em vista a possibilidade de os entes da Federação, ao realizarem operações de crédito entre si, causarem distorções nesse equilíbrio, estabeleceu-se a proibição desse tipo de operação.”

⁴¹⁴ CONTI, José Maurício. *Artigos 32 a 39*, p. 304: “A proibição de novação, refinanciamento ou postergação de dívidas já existentes constitui importante regra da LRF, haja vista estarem essas modalidades de negociação entre as principais causas do descontrole das contas públicas.”

⁴¹⁵ CONTI, José Maurício. *Artigos 32 a 39*, p. 287: “Dentre as demais limitações à realização de operações de crédito fixadas pela LRF destacam-se as seguintes: (...) 3) vedação às operações de crédito entre instituição financeira estatal e o ente que a controle. Considera-se empresa controlada a sociedade cuja maioria do capital social com direito a voto pertença, direta ou indiretamente, a ente da Federação; 4) vedação às operações de crédito com o Banco Central do Brasil.”

⁴¹⁶ ASSONI FILHO, Sérgio. Crédito público e responsabilidade fiscal, p. 113: “A LRF, em conjunto com a Lei 10.028/2000, procura conferir uma maior eficácia legal no combate à corrupção e aos abusos discricio-

Proíbe-se igualmente a assunção de compromisso com fornecedores por meio da emissão ou aceite em títulos de crédito, proibição essa a que a doutrina parece vem alargando indevidamente o alcance, sem fundamento no texto da LRF e, portanto, de forma desproporcional. A ideia que fundamentaria essa posição seria a de que assim se estaria a fraudar o regime de precatórios que rege o pagamento de dívidas judicialmente reconhecidas do Estado⁴¹⁷.

Esta posição, contudo, desconsidera o fato de que a circunstância de serem os títulos de crédito títulos executivos extrajudiciais não é a sua única característica. Pelo contrário, talvez a sua melhor definição consista na sua circulabilidade, decorrente da sua autonomia, literalidade e cartularidade. Na prática, portanto, seria possível imaginar casos em que o Poder Público poderia se beneficiar de melhores preços em contratos, pelo fato de que serem os eventuais créditos incorporados em títulos de crédito. Com isso, os fornecedores do ente público poderiam negociar tais títulos, especialmente em operações bancárias, visando antecipar o recebimento dos valores.

Ademais, não há proibição absoluta, em nosso entendimento, à emissão de títulos de crédito ou seu aceite pelo Estado no artigo 37, II, da LRF, havendo apenas impedimento de que se reconheça ou se assuma dívida⁴¹⁸ relativa a despesa realizada em descumprimento das normas orçamentárias, em especial do artigo 60 da Lei n. 4.320/1964, por meio da emissão de título, aceite ou aval em título de crédito, o que poderia ocorrer, por exemplo, no caso da assinatura de uma nota promissória ou no caso de aceite em duplicata apresentada pelo fornecedor.

Com relação aos limites quantitativos, de forma objetiva, atualmente vigoram limites relacionados ao estoque de dívida, contidos na Resolução SF n. 40, de 2001, e limites relacionados ao fluxo, isto é, a novas contratações de operações, presentes na Resolução n. 43, de 2001. Com relação ao primeiro caso, observa-se que a Resolução n. 40 prevê no

nários governamentais, refletindo uma gestão fiscal com maior planejamento, transparência, prevenção de riscos, correção de desvios, cumprimento de metas e observância de limites e condições, de forma a aumentar a confiança dos prestamistas e investidores em geral nos agentes públicos submetidos ao seu crivo. Em suma, a LRF é profilática ao primar pela execução orçamentária voltada ao legítimo interesse público, vinculando as dotações estritamente à consecução da finalidade pública especificada na Lei orçamentária, de modo a coibir o desvio de poder ou desvio de finalidade e, em última instância, servindo de óbice à existência de práticas qualificadas como corruptas no âmbito da Administração Pública.”

⁴¹⁷ CONTI, José Maurício. *Artigos 32 a 39*, p. 310-1: “O Poder Público não pode assumir compromissos que sejam garantidos por títulos de crédito, haja vista que o eventual inadimplemento deverá ser cobrado pelas regras processuais aplicáveis à Fazenda Pública, que prevê rito específico nos arts. 730 e s. do Código de Processo Civil.

Uma vez findo o processo e não sendo paga a dívida, expedir-se-á precatório, para inclusão do valor no orçamento e pagamento no exercício financeiro subsequente. Esse é o procedimento a ser seguido nas execuções contra a Fazenda, dada a impossibilidade de se penhorarem os bens públicos. A contratação com o Poder Público, portanto, deve seguir o procedimento previsto pelo regime jurídico de direito público, mediante a contratação de fornecedor previamente selecionado em procedimento licitatório, sem que haja qualquer privilégio de um em relação aos demais contratantes do Poder Público, não se justificando que determinados contratos sejam garantidos por títulos de crédito e outros não.”

⁴¹⁸ Isso em razão das expressões “assunção direta de compromisso, confissão de dívida, ou operação assemeelhada”, empregada pelo artigo 37, II, da LRF.

artigo 3º o limite de comprometimento da Receita Corrente Líquida (RCL) com dívidas em 200% para os Estados e em 120% para os Municípios. No caso de entes com dívidas refinanciadas junto à União no âmbito da Lei n. 9.496/1997 e da MP n. 2.185-35/2000, os limites são ainda inferiores, por força contratual, sendo de apenas 100% da Receita Líquida Real (RLR). Para o caso dos estados, essa previsão foi revogada pela Lei Complementar n. 148/2014, que alterou o artigo 3º da Lei n. 9.496/1997.

Poder-se-ia discutir a respeito da possibilidade de lei federal estabelecer limites mais rígidos que os fixados pelo Senado Federal, a quem cabe constitucionalmente fixar os limites de endividamento, por proposta do Presidente da República. No caso específico da Lei n. 9.496/1997 e da MP n. 2.185-35/2000, não observamos qualquer inconstitucionalidade em virtude do fato de que tais limites não foram estabelecidos de forma obrigatória para os demais entes, mas como condições razoáveis para o refinanciamento de dívidas, refinanciamento este ao qual não estavam as unidades obrigadas a aderir. Não se mostraria tal condição, por conseguinte, diferente de um *covenant* financeiro em um contrato de financiamento, sobre o qual não pairaria qualquer invalidade. Se, por outro lado, o estabelecimento do limite se desse de maneira forçada, sem a possibilidade de decisão por parte da unidade da federação, então, tais limites se mostrariam inconstitucionais, por desrespeitar a competência estabelecida com exclusividade ao Senado Federal.

Com relação aos limites à realização de novas operações, a Resolução n. 43/2001 traz no artigo 7º limitações referentes ao comprometimento anual da RCL com pagamento de serviços da dívida (11,5%) e limitações ao montante anual com novas operações (16% da RCL).

A mesma resolução traz em seu artigo 3º tentativa de definição da expressão “operação de crédito”, assim como identificação de operações que devem ser equiparadas a operações de crédito e de operações que não devem ser compreendidas como operações de crédito, muito embora possam apresentar alguma semelhança estrutural com esse tipo de operação. Esse artigo deve ser visto com ressalvas, uma vez que não cabe ao Senado Federal dispor sobre operações de crédito, mas tão somente fixar os seus limites e condições. Também vale aqui, ademais, as mesmas críticas que já fizemos quanto ao artigo 29, III, da LRF, dado que a definição de conceitos jurídicos é atividade que cabe de maneira mais adequada à doutrina e não ao legislador.

O regime federativo também inspira a exigência de Resolução do Senado Federal dispondo sobre os limites e condições às garantias da União, estados e municípios. Isto, para que não haja espaço para simples discricionariedade do Poder Executivo em relação às dívidas contraídas por um ou outro ente, permitindo-se com isso se realizar alocação de recursos entre estados e municípios, sem controle dos interesses nacionais ligados a esta alocação⁴¹⁹. A Resolução SF n. 43/2001, mais especificamente, trata dos limites e condi-

⁴¹⁹ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Dívida pública e operações de crédito, p. 216: “A União não pode servir de avalista ou de garantidora, por qualquer forma, das dívidas de outros entes federativos. A assunção de responsabilidade não pode ser ato exclusivamente político e submetido à discricção do chefe do executivo. A Constituição impõe controle do Legislativo sobre atos de mera liberalidade do Presidente. Sendo assim, o Senado expede resolução impondo restrições e limites para que possa haver a garantia por

ções para a concessão de garantias por estados, distrito federal e municípios, estabelecendo como teto 22% da RCL, podendo chegar a até 32% quanto cumpridas as condições fixadas no parágrafo único do artigo 9º.

Ao lado dos limites quantitativos descritos, a mesma resolução estabelece limites temporais à realização de operações de crédito, estipulando em seu artigo 15 a proibição de realização de contratação de operação de crédito nos cento e vinte dias anteriores ao final do mandato do Chefe do Poder Executivo do estado, do Distrito Federal ou do município. No caso de operações de crédito por antecipação de receita orçamentária (ARO), a restrição se aplica a todo o último ano de mandato e não apenas aos últimos cento e vinte dias.

2.2.3 Autorização para crédito externo

Conforme já tratado anteriormente no presente trabalho, a primeira Constituição republicana do Brasil, em 1891, permitia a estados e municípios assumir compromissos financeiros externos sem quaisquer limitações⁴²⁰. Essa ausência de coordenação levou a uma série de dificuldades de ordem fiscal e, mais amplamente, econômicas ao país. Por esta razão, as Constituições seguintes vedaram esse livre recurso às operações externas, vedação essa que se mantém até os dias atuais⁴²¹, sendo necessária autorização do Senado para a tomada de crédito externo.

Com a integração cada vez maior dos mercados, a distinção entre dívida externa e interna vem perdendo a sua central relevância, relevância essa que se pautava na ideia de que a dívida externa seria mais arriscada, em vista da impossibilidade de emissão monetária para seu pagamento pelo país devedor. Essa distinção vem perdendo força principalmente pela percepção de que não é a nacionalidade externa ou interna do detentor do crédito que torna a dívida mais ou menos arriscada, mas sim a possibilidade de descasamento do valor da moeda e dos prazos de maturidade das dívidas, diante da capacidade de pagamento do governo⁴²².

parte do Executivo. Os demais entes federados estão livres, salvo exigência que possa existir em relação à obtenção de concordância do Legislativo, para fornecer aval ou fiança. Nada obriga a sujeição à exigência de autorização do Senado.”

⁴²⁰ SCAFF, Fernando Facury. Crédito Público e Sustentabilidade Financeira, p. 42.

⁴²¹ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Dívida pública e operações de crédito, p. 210: “A Constituição de 1891 admitia que Estados e Municípios realizassem operações externas independentemente de controle do Senado, o que causou inúmeros inconvenientes, por falta de pagamento ou impontualidade. A partir da Constituição de 1934 vedou-se tal prática (art. 19), o que também ficou consignado nos textos posteriores.”

⁴²² PANIZZA, Ugo. Domestic and External Public Debt in Developing Countries, p. 2: “Debt composition matters, but we need to move well beyond the standard external/domestic debt decomposition. Excessive focus on the external/domestic decomposition may make us forget that the real source of vulnerabilities are maturity and currency mismatches and that the breakdown between domestic and external debt makes sense only if this breakdown is a good proxy for tracking these vulnerabilities. The recent switch from external to domestic borrowing may just lead countries to trade one type of vulnerability for another. For instance, countries that are switching from external to domestic debt could be trading a currency mismatch for a maturity mismatch. Alternatively, the switch to domestic borrowing could lead to pressure on institutional investors and banks to absorb ‘too much’ government

Há três formas tradicionais de se identificar uma dívida como externa. A primeira forma foca na moeda em que a dívida é emitida, se nacional ou moeda estrangeira. A segunda forma tradicional de se identificar a dívida externa leva em consideração a residência do credor, se no próprio país emissor da dívida ou se no exterior. Finalmente, o terceiro critério leva em consideração a jurisdição em que a dívida foi constituída e, portanto, o conjunto de leis aplicáveis à relação: se as leis nacionais ou se as leis de outros Estados⁴²³.

Ugo Panizza argumenta que a primeira forma tradicional não é apropriada, pois não é incomum a existência de dívidas lançadas no mercado doméstico em moeda estrangeira, ou corrigidas pela variação de alguma moeda estrangeira. A segunda metodologia de diferenciação, por sua vez, torna-se difícil de ser efetivamente acompanhada em mercados cada vez mais integrados, considerando a existência de um dinâmico mercado secundário de títulos públicos, no qual residentes e não residentes possam negociar com a dívida de um determinado país⁴²⁴. Restaria, portanto, a terceira metodologia, que aponta para a jurisdição de constituição da dívida⁴²⁵.

A classificação entre dívida interna e externa deve levar em consideração não apenas aspectos meramente teóricos, mas também a prática das estatísticas fiscais e coleta dos respectivos dados, sob pena de se tornar mera pretensão acadêmica, sem qualquer relevância prática. Por este motivo, é necessário reconhecer que a maior parte dos países, se não todos, possuem sérias restrições na obtenção tempestiva de informações relacionadas ao real detentor de títulos públicos, considerando-se a dinâmica do mercado financeiro cada vez mais internacionalizado⁴²⁶.

debt and this may have a negative effect on financial stability. Moreover, expanding the market for domestic government bonds may have positive externalities for the domestic corporate bond market but there is also the risk that the public sector may crowd out private issuers. Finally, there are political economy reasons that may make domestic debt more difficult to restructure. In fact, a few highly indebted countries which were able to use debt relief initiatives to address their external debt problems are still burdened with high levels of domestic debt. It is also important to correctly evaluate the cost of borrowing in different currencies. In an environment in which several emerging currencies are expected to appreciate vis-à-vis the United States dollar, the ex post interest rate in domestic currency may end up being higher than that in dollar.”

⁴²³ PANIZZA, Ugo. *Op. cit.*, p. 4: “So far, I referred to external and domestic debt without providing an accurate definition of the terms. There are three possible definitions of external (and thus, domestic) debt. The first focuses on the currency in which the debt is issued (with external debt defined as foreign currency debt). The second focuses on the residence of the creditor (external debt is debt owed to non-residents). The third focuses on the place of issuance and the legislation that regulates the debt contract (external debt is debt issued in foreign countries and under the jurisdiction of a foreign court).”

⁴²⁴ PANIZZA, Ugo. *Idem, ibidem*.

⁴²⁵ PANIZZA, Ugo. *Op. cit.*, p. 5: “As a consequence, I tend to prefer the third definition which classifies as external all debt issued under foreign law (this is the definition used in CLYPS). While I am aware that the second definition is the one which is theoretically correct, a definition based on jurisdiction is feasible and does not give misleading information on who are the supposed holders of a country’s debt.”

⁴²⁶ PANIZZA, Ugo. *Op. cit.*, p. 6: “Hence, countries that are in a position to do so should provide information on who the holders are, and should also publish information on debt composition and structure. However, as some of these data are difficult to obtain, it would be better to start from what we can measure and then work towards the ideal dataset. Only by having a clear idea on what countries can and cannot report we will be able to have accurate and comparable information on the structure of public debt.”

O Brasil adota, para fins de estatísticas fiscais, o conceito de dívida externa como aquela denominada em moeda estrangeira. Isto favorece o acompanhamento de eventuais pressões e riscos ao balanço de pagamentos, em função da volatilidade do câmbio. Ademais, sabe-se que, em tese, a dívida interna sob esta perspectiva, isto é, a dívida em moeda nacional, poderia ser paga mediante a emissão de moeda pelo Banco Central, acarretando, portanto, um menor risco de *default* em relação à dívida externa, tudo o mais constante⁴²⁷. O FMI, porém, sugere a adoção do critério baseado na residência dos credores, sob a premissa de que o comportamento de credores não residentes seria diferente do comportamento dos credores residentes, sendo, portanto, relevante o acompanhamento segregado de tais rubricas⁴²⁸.

O crédito externo para o Estado possui algumas características positivas, entre as quais permitir o financiamento do Estado sem o efeito *crowding-out* do setor privado e sem o recurso a expedientes inflacionários. Ademais, em alguns casos, sobretudo, em países com sistema financeiro menos desenvolvido, o Estado pode servir de intermediário, tomando recursos emprestados no exterior e repassando-os ao setor privado em moeda nacional⁴²⁹.

Cesar Andrade entende que o artigo 3º da Resolução n. 43 do Senado Federal prestigiaria o conceito de operação de crédito externo como sendo aquela realizada junto a credor domiciliado no exterior, visto que a referida norma mencionaria como “operação de crédito, para os efeitos desta Resolução, os compromissos assumidos com credores *situados*

⁴²⁷ SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Conceito e estatísticas da dívida pública*, p. 104, n. 12.

⁴²⁸ SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. *Op. cit.*, p. 104: “Quanto à origem, a dívida pode ser classificada em interna ou externa. A experiência internacional tem demonstrado ser possível classificar a dívida de duas formas distintas, variando em função dos riscos considerados relevantes para o gestor da dívida, dentre outros fatores. Em países com histórico de crises em seu balanço de pagamentos, o critério que melhor capturaria os riscos associados à dívida é o referente à moeda utilizada para negociação do título. Nesse caso, seria classificada como dívida interna aquela denominada na moeda corrente do país e como dívida externa aquela denominada em outras moedas que não a moeda corrente. Por esse critério, percebe-se melhor a pressão do fluxo gerado por uma dívida, ao longo do tempo, sobre o balanço de pagamentos, bem como os riscos inerentes a uma possível crise cambial. Essa é a forma de classificação atualmente utilizada pelo Brasil.

Outro critério possível é considerar como dívida interna aquela que está em poder dos residentes no país e como externa aquela em poder dos não residentes. Essa classificação é mais interessante para países que possuem livre fluxo de capitais, assumindo que o investidor não residente tem comportamento diferente do residente. Assim, títulos denominados em moeda local, mas possuídos por não residentes, seriam considerados dívida externa, e títulos denominados em moeda estrangeira detidos por residentes seriam considerados dívida interna. Esse segundo critério é o proposto pelo FMI para divulgação das estatísticas de dívida dos países, não obstante a existência de dificuldades em conseguir, com as centrais de liquidação e custódia, notadamente as internacionais, informações sobre os detentores finais dos títulos da dívida pública, o que poderia reduzir a qualidade da estatística gerada.”

⁴²⁹ PANIZZA, Ugo. *Op. cit.*, p. 10: “The international capital market can provide a large amount of funds and developing countries have used external public borrowing to supplement scarce domestic savings and thus finance public deficits without crowding out lending to the private sector or recurring to inflationary finance.11 Moreover, in developing countries where private firms do not have access to the international capital market the state often plays the role of financial intermediary by either guaranteeing private external debt or by borrowing abroad and then using the external resources to lend domestically to the private sector.”

no País ou no exterior.” Avaliando as diferentes alternativas, Sérgio Assoni Filho afirma que o melhor critério a ser adotado consiste no local do pagamento⁴³⁰. O mesmo entendimento é sustentado por Régis Fernandes de Oliveira⁴³¹. Este entendimento, afirma Cesar Andrade, coincidiria com o critério do local do domicílio do credor.⁴³²

Não se deve adotar este critério sem complementação. A Constituição Federal atribuiu ao Senado Federal a competência de autorizar as operações de crédito externo, para que este assegure, além do necessário equilíbrio federativo no acesso aos recursos estrangeiros, também um controle e acompanhamento dos compromissos assumidos pela nação junto a nações estrangeiras, seja pela questão do crédito nacional no sentido de “confiança”, seja pela questão do equilíbrio da balança de pagamentos e da posição internacional de investimentos do país.

Neste contexto, é sabido que, no momento da emissão da dívida, se o primeiro subscritor for residente no exterior, o ente nacional experimentará um aumento nos seus ativos líquidos e também nos seus passivos com o exterior. Conforme forem vencidos e pagos os juros da operação, o ente nacional sofrerá uma redução nos seus ativos líquidos com o exterior correspondente ao pagamento dos juros, que transitará pela conta de juros do balanço de pagamentos. Verifica-se, portanto, que as relações financeiras com o exterior são afetadas pelo crédito tanto no momento da sua emissão quanto no momento do pagamento. Assim, parece correto afirmar que a operação de crédito externo é aquela realizada com credor residente no exterior cujo pagamento ocorra exterior em moeda estrangeira, sendo essa a opinião que melhor se ajusta à sistemática cambial vigente no país, com fundamento na Lei n. 4.131/1962.

Catapani utiliza uma combinação do critério de local de emissão e da moeda de referência para identificar como interna ou externa uma operação de crédito. Entende serem externas as operações lançadas em país estrangeiro, cujo pagamento ocorra em moeda estrangeira⁴³³. Em caso de conflito entre ambos os critérios, porém, o autor entende que deva preponderar o local de emissão, pois isso colocaria relevo no poder normativo decor-

⁴³⁰ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, p 58: “A nosso juízo, o critério de diferenciação que se apresenta mais seguro é o do local do pagamento do montante emprestado, sendo interna a dívida pública paga dentro da praça financeira do país tomador, uma vez que não há uma transferência de divisas ao exterior, e externa a dívida pública paga fora da praça financeira do país tomador, isto é, com transferência de divisas para o exterior.”

⁴³¹ OLIVEIRA, Régis Fernandes de. *Dívida pública e operações de crédito*, p. 203.

⁴³² ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*, p. 34: “Tal critério nos parece o mais correto. Todavia, como visto anteriormente, a legislação complementar não estabelece o critério para se segregar a dívida interna da externa e, assim, permitir a aplicação do regime jurídico próprio a cada uma dessas espécies. Este critério, embora não seja explícito, pode ser depreendido do art. 3º da Resolução SF 43, de 2001 (e corroborado pelo Banco Central em seu sítio na Internet), segundo o qual a dívida é externa quando se tratar de operação de crédito firmada com credor situado no exterior.”

⁴³³ CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, pp. 68-9: “Os títulos emitidos no Brasil, para pagamento em moeda nacional, são da dívida pública interna. Já os títulos emitidos no exterior, cujo pagamento se dá em moeda estrangeira, caracterizam a dívida pública externa.”

rente dessa emissão, uma vez que se aplicaríam as normas do direito brasileiro, sobre as quais o Estado detém poder de alterar⁴³⁴.

O recurso ao crédito externo, sobretudo nos países em desenvolvimento como é caso do Brasil, historicamente é uma decorrência da ausência de capital interno, que leva, conseqüentemente à baixa oferta de crédito interno para atender à demanda tanto do governo, quanto do setor privado⁴³⁵.

Quando se trata de crédito externo, a discussão sobre o regime jurídico aplicável se torna juridicamente complexa, adentrando ao campo do direito internacional. A principal questão, neste contexto, corresponderá a definir se se aplicarão as normas de direito internacional público, especialmente as relacionadas à não submissão a tribunal não nacional senão de forma voluntária, ou, se se aplicarão as normas de direito internacional privado, o que implicará ainda na necessidade de se identificar as normas aplicáveis, se nacionais ou de outro país, assim como a jurisdição competente para processar e executar eventual sentença decorrente de avença envolvendo o empréstimo internacional⁴³⁶.

O contrato de empréstimo será regido pelo direito internacional público quando se tratar de contrato assinado entre Estados soberanos ou entre esses e uma instituição pública internacional. Neste último caso, defende Agustín Gordillo, a internalização dos tratados de constituição da organização internacional, quando o ente estatal seja parte de tais tratados, seria suficiente para assegurar a sua adesão a eventuais regras deles decorrentes relativas ao regime dos créditos concedidos⁴³⁷.

É preciso observar que a exigência de parecer do órgão jurídico do ente para a aprovação de uma operação de crédito, mais do que uma cautela para o ente estatal, é uma forma de proteção ao prestador. Isso, pois não é estranha a alegação de Estados que passaram por trocas não democráticas de governos de que dívidas contraídas em anos anteriores sejam ilegais ou inconstitucionais e que, portanto, não obrigariam ao Estado. Essa linha de argumentação fica fragilizada diante da presença de parecer do próprio ente estatal atestando a legalidade do contrato de dívida⁴³⁸.

⁴³⁴ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 69.

⁴³⁵ GORDILLO, A. El Contrato de Crédito Externo, p. 421. Já tratamos desse tema em maiores detalhes no Capítulo 1, quando comentamos as principais teorias sobre o processo de desenvolvimento econômico e a especial situação da economia brasileira no século XX.

⁴³⁶ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 422.

⁴³⁷ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 423: “Cuando el empréstito se realiza con una entidad pública internacional, cabe distinguir según el Estado se halle o no adherido por la ley al convenio de creación de la entidad internacional. En el primer caso ya la ley de adhesión implica una aceptación, cuya constitucionalidad no ha sido hasta el presente puesta firmemente en duda, de las cláusulas que el acta constitutiva contiene, entre las que figuran las relativas al otorgamiento y régimen de los créditos a conceder por el organismo a los Estados miembros.” E novamente na página 431: “De esta forma también resulta obviada la objeción que puede emerger del principio de igualdad de los Estados, tratándose de contratos regidos por el derecho internacional público, casos en los cuales, además, la aceptación del Convenio Constitutivo de la entidad crediticia, por ley nacional, elimina adicionalmente otras objeciones. (El caso del BID.) La regla par in parem non habet imperium, es decir, que ningún Estado puede pretender ejercer jurisdicción sobre otro, a menos que se someta voluntariamente a ella, ha quedado así, tradicionalmente, salvada.”

⁴³⁸ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 426: “Fruto de esa desconfianza son, precisamente, las exigencias de que haya un dictamen de los más altos organismos de asesoramiento letrado del país deudor, expresando que el

A eleição de foro estrangeiro para o contrato internacional de empréstimo, assim como a fixação de normas estrangeiras para reger as obrigações decorrentes do contrato, é uma forma de proteção ao prestador contra o eventual oportunismo do Estado na modificação de sua legislação, com o objetivo de favorecer o não pagamento da sua dívida⁴³⁹. É também, como já comentado, uma forma de reduzir os custos legais de transação, em vista da maior estabilidade das regras e da jurisprudência de tradicionais praças financeiras internacionais, como Londres ou Nova Iorque.

Não obstante a imunidade dos Estados a tribunais estrangeiros, exceto de forma voluntária, seja admitida como regra geral no direito internacional, também há argumentos no sentido de que tal prerrogativa deixaria de existir quando o Estado agisse no sentido de firmar acordo regido por regras de direito privado⁴⁴⁰.

Se se confere ao Estado o poder de definir a forma de contratação, motivado por razões de ordem econômica, financeira, ou diplomática, também se deve reconhecer que o Estado ficará vinculado a esta forma de contratação, não podendo, a seu critério, pretender aplicar normas próprias do direito público a contratos assinados sob o regime de direito privado⁴⁴¹.

contrato es válido y se han cumplido todos los requisitos legales y constitucionales: Es para seguridad del inversor y del título de crédito que se emite.” E novamente na página 441: “Los organismos de asesoramiento jurídico nacionales han tenido un rol bastante fundamental en el otorgamiento de los créditos, pues uno de los requisitos usualmente exigidos por el acreedor es que el préstamo, tal como se ha pactado, cuente con el aval jurídico, a satisfacción del acreedor, de organismos de asesoramiento letrado de las entidades intervinientes y del Poder Ejecutivo. La razón de ser de esta exigencia del organismo de crédito tiene su origen en las posibles objeciones jurídicas que el país pueda más adelante oponer a la exigibilidad de los títulos emitidos en garantía del préstamo: Si ya sus organismos de asesoramiento letrado se expidieron en su oportunidad acerca de la validez y legitimidad del contrato de crédito, es obvio que son pocas las posibilidades que la entidad tiene que alegar luego exitosamente ante algún tribunal extranjero la posible invalidez del contrato. Por este motivo dicho dictamen es requisito habitualmente exigido por los bancos o consorcios de bancos, u organismos internacionales de crédito que otorgan créditos a los países en desarrollo.”

⁴³⁹ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 427: “El propio país deudor no siempre evitará querer modificar unilateralmente los términos de su compromiso, y ello sólo lo puede hacer si su propia legislación y jurisdicción le son aplicables; en cambio, si el contrato se rige por otra legislación y jurisdicción, no tiene otro camino que cumplir con lo pactado, renegociar la deuda o buscar alguna otra salida convencional que satisfaga a los acreedores.”

⁴⁴⁰ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 432: “En el derecho interno prevalece la opinión de que debe considerarse superado este privilegio de origen monárquico, que impediría a los particulares obtener protección judicial ante los estrados nacionales contra los actos del propio gobierno. En el derecho internacional, en cambio, la regla de la inmunidad soberana es por lo general admitida, pero con el alcance de que un Estado no puede ser sometido contra su voluntad a los tribunales de otro Estado. Con todo, hay autores y precedentes jurisprudenciales en favor de admitir la jurisdicción de los tribunales de otro Estado, cuando se estima que el Estado extranjero ha actuado bajo un régimen de derecho privado.”

⁴⁴¹ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 438-9: “La elección de uno u otro matiz de contratación dependerá como es obvio de su capacidad de negociación política y económica, de su grado de determinación en cuanto a no usar del crédito sino en determinadas condiciones y circunstancias, etc. Ningún esquema normativo ata al país para elegir una u otra forma de contratación; pero una vez elegida una – por ejemplo la más controvertida, sujeción a tribunales y a legislación extranjera – ya no cabe en los hechos volver atrás, respecto de ese contrato. El cumplimiento de esas obligaciones será exigible tal como fue pactado, sin

Deve-se lembrar que, ainda que não se possa impor ao prestamista internacional a legislação interna de natureza publicística diante de contratos de dívida assinados sob regime de direito internacional privado, nem por isso se deve afastar o plexo normativo aplicável à conduta do administrador público que deu causa aos referidos contratos, quando em violação de normas cogentes de direito público interno⁴⁴².

Quanto ao resguardo da soberania nacional na assinatura de contratos de dívida externa, é ainda importante mencionar a existência de vedação à compensação automática de dívidas e créditos, prevista no artigo 32 da LRF. Evita-se, com isso, a perda do poder de decisão do ente nacional, central ou regional, quanto à sua execução orçamentária e financeira⁴⁴³.

Notam-se, portanto, as peculiaridades da dívida externa que tornam necessário regimento específico para que possa ser utilizada como recurso ao financiamento de projetos públicos. Se por um lado a dívida externa apresenta, em diversos casos, vantagens sobre o endividamento interno, também é fato que a dívida externa traz dificuldades relacionadas à administração das contas externas de um país, com repercussões sobre o crescimento econômico e a qualidade de vida da população.

Em acréscimo, a dívida externa implica na necessidade de discussões dogmáticas importantes a respeito da submissão do Estado-nacional ao império de outras nações, no caso da necessidade de execução forçada de dívida eventualmente inadimplida⁴⁴⁴. Assim,

que pueda el país deudor modificar ni influir sobre la forma de interpretación o aplicación del contrato por el país elegido, a través de leyes, decretos o resoluciones posteriores del país deudor. Desde luego, va implícito en lo dicho que las modalidades de contratación son diferentes si nos encontramos ante un empréstito público, que lo emite en su territorio el propio Estado nacional y se rige entonces por el derecho público interno, o un contrato de crédito externo, que lo celebra una entidad descentralizada del Estado en el exterior para ser allí cumplido y juzgado por las normas y los tribunales del país de que se trate.”

⁴⁴² PINTO, Élide Graziane. *Controle da Administração do Endividamento Público*, p. 362: “Ainda que não se possa imprimir regime publicístico diferenciado aos títulos que refinanciam a dívida pública nacional – porque, como lembra Gordillo (1998), prevalece a lógica do credor sobre as demandas do devedor –, é preciso não olvidar as limitações normativas impostas ao administrador público no sentido de que há deveres constitucionais por serem cumpridos, direitos fundamentais a serem assegurados e princípios inafastáveis que regem o seu agir.”

⁴⁴³ CONTI, José Maurício. Artigos 32 a 39, p. 291: “O § 5º do art. 32 da LRF impede, na contratação das operações de crédito externo, a inclusão de cláusula que preveja a compensação automática de débitos e créditos. Obriga, pois, que o credor, em caso de inadimplência do devedor, siga os procedimentos usuais para a cobrança da dívida, evitando assim que se possam utilizar recursos públicos já vinculados ao pagamento de outras rubricas para a quitação de dívida com credores externos, sem que houvesse previsão legal para tanto. É uma maneira de preservar a soberania dos entes da Federação em relação aos credores internacionais, em atenção ao disposto nos arts. 1º, I, e 4º, I, da Constituição, que garantem a soberania e a independência nacional.”

⁴⁴⁴ Sobre o tema, vale o conhecimento da chamada “doutrina Drago”, formulada no início do século XX como uma doutrina política e diplomática, não jurídica, como uma extensão da doutrina Monroe, afirmando a não aceitação de meios violentos, sobretudo do recurso à guerra, como forma de constranger países americanos ao pagamento de dívidas em favor de países europeus. Ver DRAGO, Luis Maria. *Les emprunts d'état et leurs rapports avec la politique internationale*, pp. 20-1: “Et, pour mettre les termes de

a dívida externa mantém a sua característica de deslocamento de recursos no tempo e no espaço, mas a disputa entre cidadãos e gerações deixa de ser dentro das fronteiras de um país, passando a envolver toda a comunidade de nações. Daí surgir uma pergunta que não pretendemos responder no presente trabalho, mas que se coloca na sequência da pergunta trabalhada anteriormente⁴⁴⁵: haveria um princípio de solidariedade entre gerações e entre populações de diferentes países?

2.3 EQUILÍBRIO FISCAL, ENDIVIDAMENTO E OPERAÇÕES DE CRÉDITO NA LEI COMPLEMENTAR N. 101/2000

2.3.1 Mecanismos de estabilização fiscal e a lei de responsabilidade fiscal brasileira

A Lei de Responsabilidade Fiscal teve como um dos seus expressos objetivos, conforme se depreende da leitura de sua exposição de motivos, contribuir para “a drástica e veloz redução do déficit público e a estabilização do montante da dívida pública em relação ao Produto Interno Bruto da economia”. Verifica-se aqui a preocupação com o crescimento supostamente descontrolado do endividamento em relação à capacidade de pagamento da nação⁴⁴⁶.

O principal objetivo declarado da concepção e da aprovação de uma lei voltada ao estabelecimento de boas práticas na gestão fiscal, no Brasil, foi a necessidade de influenciar positivamente no processo histórico de endividamento, assegurando a estabilização do montante da dívida pública em relação ao potencial de geração de riquezas no país, isto é, em relação à sua capacidade de pagamento⁴⁴⁷.

A Lei de Responsabilidade Fiscal brasileira foi o produto de diversas influências externas⁴⁴⁸, além da demanda interna por maior transparência e controle das contas públicas, cuja

la défense d'accord avec les nécessités de ce moment-là, elle proclama de principe, que, 'la dette publique ne peut jamais donner lieu, de la part d'une puissance européenne, à une intervention armée, et bien moins encore à l'occupation matérielle du sol d'une nation américaine'. (...) Ce ne fut pas là l'affirmation d'un principe abstrait, ayant une valeur simplement académique, ni d'une règle juridique d'application universelle que nous ne sommes pas qualifié pour soutenir. Ce fut l'énoncé d'une doctrine de politique et de diplomatie américaines. Cette doctrine s'appuie sans doute sur des raisons de droit très solide; mais elle a surtout pour but d'éviter aux peuples de ce continent les calamités de la conquête, lorsque celle-ci prendrait le déguisement des interventions financières. (...) Le principe proclamé, une fois circonscrit de la sorte, se présente sous une face nouvelle, éminemment diplomatique et absolument indépendante de son interprétation juridique.” Para uma análise abrangente das questões envolvidas no processo de reestruturação internacional de dívidas, ver LOCHAGIN, Gabriel Loretto. *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública*.

⁴⁴⁵ No Capítulo 1.

⁴⁴⁶ ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, p. 374.

⁴⁴⁷ OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 42: “A razão fundamental que levou à concepção da Lei de Responsabilidade Fiscal foi a necessidade premente e histórica de instituir processos estruturais de controle do endividamento público, direta e indiretamente.”

⁴⁴⁸ Embora a LRF tenha sido influenciada por experiências externas, não se pode dizer que tenha sido fruto de uma imposição do FMI, como algum de seus críticos argumentam. SILVA, José Afonso da. Uma história da lei brasileira de responsabilidade fiscal, p. 131: “O que muitos ignoram até hoje é que, na

fraqueza, por anos, resultara em instabilidade econômica e social. Entre as influências externas para a criação da lei, destacam-se as recomendações e normas de transparência fiscal do Fundo Monetário Internacional (*Fiscal Transparency*); o Tratado de Maastricht, que prevê regras para entrada e permanência na Comunidade Econômica Europeia; a legislação neozelandesa sobre responsabilidade fiscal (*Fiscal Responsibility Act*); e a legislação americana sobre orçamentos públicos e seu fortalecimento (*Budget Enforcement Act*)⁴⁴⁹.

Embora tenha servido de inspiração, não se pode dizer que a lei de responsabilidade brasileira seja mera cópia da lei neozelandesa, tendo sido elaborada considerando o ordenamento nacional e também aspectos da cultura política e orçamentária do Brasil, que se apresentavam como de atendimento prioritário na ocasião⁴⁵⁰.

Do modelo europeu, previsto no Tratado de Maastricht de 1992, o principal mecanismo importado pela legislação brasileira foi o de limites e metas de endividamento e déficit público, visando a uma estratégia de equilíbrio intertemporal, ainda que com momentos de resultado fiscal negativo⁴⁵¹.

origem da LRF, está novamente o Congresso Nacional. O projeto de lei complementar do Executivo Federal para regulamentar a matéria não nasceu espontaneamente, mas, sim, decorreu de uma exigência parlamentar: foi exigida pela Reforma Administrativa – a Emenda Constitucional n. 19, de 04.06.1998 –, que tramitou e foi promulgada meses antes de estourar a mais grave crise externa da década e o Brasil ter que recorrer ao FMI, tendo firmado acordo só em outubro daquele ano.

A iniciativa parlamentar sobre a LRF, na verdade, é bem anterior a 1998 porque decorreu de sugestão apresentada para modificar a proposta de emenda datada de 1995 e introduzida logo no início de sua apreciação na Câmara dos Deputados. Vale reproduzir a norma, de caráter transitório, prevista naquela Emenda de 1998: ‘Art. 30. O projeto de lei complementar a que se refere o art. 163 da Constituição Federal será apresentado pelo Poder Executivo ao Congresso Nacional no prazo máximo de cento e oitenta dias da promulgação desta Emenda.’

Portanto, ao contrário do que alegaram pouco depois os críticos do projeto da LRF, a sua proposição foi gestada por uma imposição – mas do Congresso Nacional. É uma criação genuinamente brasileira e não foi idealizada ou muito menos imposta pelo FMI ou qualquer organismo internacional.”

⁴⁴⁹ ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 331: Para a elaboração da Lei de Responsabilidade Fiscal brasileira, tomaram-se basicamente quatro modelos: a) o do Fundo Monetário Internacional, organismo do qual o Brasil é Estado-membro e que tem editado e difundido normas de gestão pública (*Fiscal Transparency*); b) a legislação da Nova Zelândia (*Fiscal Responsibility Act*, de 1994); c) as regras para o ingresso e participação na Comunidade Econômica Europeia, a partir do Tratado de Maastricht; d) as normas de gestão fiscal dos Estados Unidos (*Budget Enforcement Act*).”; Ver também OLIVEIRA, Weder de. *Idem, ibidem*: “Os Estados Unidos haviam aprovado sucessivas leis para controlar o déficit público, os países da União Europeia haviam celebrado o Tratado de Maastrich, que lhes impunha a observância de regras fiscais, como limites quantitativos para a dívida pública e o déficit orçamentário, e a Nova Zelândia, país parlamentarista de 3 milhões de habitantes, havia aprovado uma lei de responsabilidade fiscal, baseada na definição de princípios.”

⁴⁵⁰ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 47: “Basta ler e comparar os dois textos legais, cuidadosamente. O Projeto de Lei de Responsabilidade Fiscal incorporou, sem dúvida, mecanismos de legislações estrangeiras, mas adaptou-os à realidade brasileira, unindo-os, de forma sistematizada, a normas constantes de nosso ordenamento jurídico (Constituição, resoluções do Senado Federal, dispositivos das leis de diretrizes orçamentárias, artigos da Lei n. 4.320, de 1964, decretos e outras leis), construindo uma legislação completamente diferente de qualquer uma estrangeira que lhe tenha servido de inspiração.”

⁴⁵¹ ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, pp. 332-3: “No Pacto de Estabilidade e Crescimento (1997), firmado através de Resolução do Conselho Europeu, havia um mecanismo denominado ‘Early Warning System’

Do modelo americano foram essencialmente copiados os mecanismos (i) de limitação de empenho, que almeja a responsabilidade do agente público ao longo da execução orçamentária em caso de frustração de receitas projetadas, e (ii) de necessidade de apontar medidas de compensação no caso de aprovação de aumento permanente de despesas ou de renúncias fiscais⁴⁵².

O Brasil tomou a dianteira entre os países em desenvolvimento ao ser um dos primeiros a aprovar legislação voltada à responsabilidade fiscal do Estado⁴⁵³. Ademais, a legislação brasileira possui abrangência e grau de austeridade elevados, em relação às suas contrapartes estrangeiras. Essas características fizeram supostamente com que o Brasil recebesse destaque de alguns especialistas e organismos internacionais⁴⁵⁴.

para advertir preventivamente o país signatário que apresentasse uma tendência ao descumprimento das metas estabelecidas de manutenção da estabilidade e equilíbrio orçamentário. Porém, de grande importância para nós foi o Tratado de Maastricht (1992), que estabelecia regras fiscais rígidas para os países que desejassem ingressar na Comunidade Europeia, tais como o estabelecimento de metas de manutenção de uma relação estável entre dívida/PIB, equilíbrio fiscal sustentado e controle do déficit orçamentário. Dentre os diversos parâmetros fiscais previstos no Tratado de Maastricht que impõe metas fiscais, citamos dois que influenciaram sobremaneira nossa legislação: a) a adoção do denominado Anexo de Metas Fiscais (art. 4º, § 1º, LRF), b) a determinação para a fixação por meio de lei de limites rígidos para as dívidas mobiliária e consolidada (arts. 30 e 31, LRF).” (pp. 332-3)

⁴⁵² ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 333: “A experiência dos Estados Unidos, por sua vez, nos inspirou a adotar alguns de seus instrumentos fiscais para a contenção do déficit público. Uma norma norteamericana importante nesse aspecto foi o *Budget Enforcement Act* de 1990, que estabelece mecanismos de controle do déficit público para o Governo Federal, possuindo dois dispositivos que acabaram sendo adotados pela legislação brasileira. O primeiro mecanismo é o *Sequestration*, que na legislação brasileira ficou conhecido por limitação de empenho (art. 9º, LRF), que impõe uma contenção nos gastos públicos, em despesas consideradas discricionárias, quando a receita correspondente não se realizar como originalmente previsto na proposta orçamentária. Limitam-se, portanto, os gastos ‘flexíveis’ quando as receitas para o seu financiamento não se concretizarem da maneira esperada. O segundo mecanismo decorrente da legislação americana é o *Pay as you go*, aqui conhecido como compensação (arts. 14 e 17, LRF), que impõe uma diminuição no montante de despesas discricionárias quando uma redução de receitas se verificar (por concessão de benefícios fiscais ou subsídios, renúncias, etc.), ou estabelece que para haver um aumento de despesa obrigatória de caráter continuado esta deverá ser acompanhada pelo aumento de receitas correspondente ou por uma redução de despesas em outra área ou de outra natureza. Simplificadamente, pode-se dizer que o mecanismo brasileiro de compensação prevê que qualquer ato que provoque aumento de despesas deverá ser compensado através da redução em outras despesas ou aumento de receitas.”

⁴⁵³ Pouco antes do Brasil, a Argentina já havia aprovado lei com limites máximos de déficits públicos. A lei argentina, contudo, não tinha a mesma abrangência da lei brasileira, nem evitou a crise que se sucedeu naquele país. Ver SILVA, José Afonso da. *Op. cit.*, p. 138.

⁴⁵⁴ ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 336: “... no cenário internacional, especialistas e organismos multilaterais enaltecem ter sido o Brasil o primeiro país emergente a adotar a LRF, considerando-a uma das mais abrangentes e austeras do mundo.” Durante a sua tramitação, o projeto recebeu críticas de técnicos do FMI por tratar de uma variedade muito grande de temas, conforme testemunho de SILVA, José Afonso. *Op. cit.*, p. 134. Os elogios vieram apenas após a promulgação da lei, cf. SILVA, José Afonso. *Op. cit.*, pp. 146-7: “Pouco depois de promulgada a LRF, logo surgiu o reconhecimento pelas mudanças estruturais promovidas pela LRF, desde pesquisas de opinião pública até documentos oficiais de organismos internacionais. Para o FMI, a LRF representou um ‘divisor de água’, conforme avaliação extremamente positiva sobre as contas e práticas fiscais no País, sublinhando o grau de transparência fiscal

É discutível, porém, o quanto dessa legislação não é pensado de maneira a favorecer os interesses do capital financeiro nacional e sobretudo internacional, em detrimento dos interesses produtivos e sociais nacionais, ao privilegiar entre as despesas, por exemplo, os serviços da dívida, em detrimento de serviços públicos essenciais⁴⁵⁵. Desde uma perspectiva constitucional, como se argumenta no presente trabalho, esse destaque apenas se justifica na medida em que contribui para o atingimento de uma situação de equilíbrio entre gerações, o que se obtém com a estabilização da dívida em relação à capacidade de pagamento do Estado no longo prazo, não necessariamente com a priorização absoluta dos pagamentos pontuais da dívida pública, de forma absoluta e sem problematização diante das circunstâncias sociais, econômicas e políticas do caso concreto.

A LRF foi, logo após a sua aprovação, submetida ao crivo do Supremo Tribunal Federal, em Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI n. 2238) contra diversos de seus dispositivos, com argumentos tanto de inconstitucionalidades formais, quanto de inconstitucionalidades materiais, as quais supostamente estariam ligadas ao desrespeito aos princípios da separação de poderes, autonomia dos entes da federação e irredutibilidade de salários. A medida cautelar proposta foi quase que integralmente rejeitada, exceto quanto ao art. 9, § 3º, art. 23, §§ 1º e 2º, art. 56 e art. 57, § 2º não havendo até o momento decisão definitiva por parte do Tribunal, o que contribui para a insegurança jurídica quanto ao tema⁴⁵⁶. Além da

alcançado, inclusive a liderança no uso do Governo eletrônico. A OCDE também divulgou análise amplamente favorável à posição fiscal brasileira, com atenção aos avanços da LRF, ressaltando que os Governos subnacionais não mais ameaçam a estabilidade macroeconômica. Já o Banco Mundial destacou a revitalização do processo de planejamento governamental. A Cepal, por sua vez, sempre abordou o tema em seminários focados em política fiscal, como o de novembro de 2001, que destacou a variedade de objetivos e temas tratados pela legislação brasileira.”

⁴⁵⁵ ABRAHAM, Marcus. *Op. cit.*, p. 332: “Importante apresentarmos o controverso entendimento de alguns doutrinadores que, sob o aspecto político, afirmam que a influência do FMI na nossa Lei de Responsabilidade Fiscal se deu no sentido de privilegiar os interesses do capital externo, uma vez que o pagamento de juros da dívida pública e sua amortização viriam com prerrogativas em relação a outros gastos públicos.”

⁴⁵⁶ EMENTA: CONSTITUCIONAL. MEDIDA CAUTELAR EM AÇÃO DIRETA DE INCONSTITUCIONALIDADE. LEI COMPLEMENTAR N. 101, DE 04 DE MAIO DE 2000 (LEI DE RESPONSABILIDADE FISCAL). MEDIDA PROVISÓRIA N. 1.980-22/2000. Lei Complementar n. 101/2000. Não conhecimento. I – Os §§ 2º e 3º do art. 7º da LC n. 101/00 veiculam matérias que fogem à regulação por lei complementar, embora inseridas em diploma normativo dessa espécie. Logo, a suposta antinomia entre esses dispositivos e o art. 4º da Medida Provisória n. 1.980-22/00 haverá de ser resolvida segundo os princípios hermenêuticos aplicáveis à espécie, sem nenhuma conotação de natureza constitucional. Ação não conhecida. II – Ação prejudicada quanto ao inciso I do art. 30 da LC n. 101/00, dado que já expirado o prazo da norma de caráter temporário. Lei Complementar n. 101/2000. Vício formal. Inexistência. III – O parágrafo único do art. 65 da Constituição Federal só determina o retorno do projeto de lei à Casa iniciadora se a emenda parlamentar introduzida acarretar modificação no sentido da proposição jurídica. IV – Por abranger assuntos de natureza diversa, pode-se regulamentar o art. 163 da Constituição por meio de mais de uma lei complementar. Lei Complementar n. 101/200. Vícios materiais. Cautelar indeferida. V – O inciso II do § 2º do art. 4º apenas obriga Estados e Municípios a demonstrarem a viabilidade das metas programadas, em face das diretrizes traçadas pela política econômica do Governo Federal (políticas creditícia e de juros, previsões sobre inflação, etc.), o que não encontra óbice na Constituição. VI – Art. 4º, § 4º: a circunstância de certos elementos informativos deverem constar de determinado documento (Lei

de Diretrizes Orçamentárias) não impede que venham eles a ser reproduzidos em outro, principalmente quando destinado à apresentação do primeiro, como simples reiteração dos argumentos nele contidos. VII – Art. 7º, *caput*: norma de natureza fiscal, disciplinadora da realização da receita, e não norma vinculada ao Sistema Financeiro Nacional. VIII – Art. 7º, § 1º: a obrigação do Tesouro Nacional de cobrir o resultado negativo do Banco Central do Brasil não constitui utilização de créditos ilimitados pelo Poder Público. IX – Arts. 9º, § 5º, 26, § 1º, 29, § 2º e 39, *caput*, incisos e parágrafos: o Banco Central do Brasil age, nos casos, como executor da política econômica, e não como órgão central do Sistema Financeiro Nacional. X – Art. 11, parágrafo único: por se tratar de transferências voluntárias, as restrições impostas aos entes beneficiários que se revelem negligentes na instituição, previsão e arrecadação de seus próprios tributos não são incompatíveis com o art. 160 da Constituição Federal. XI – Art. 14, inciso II: medida cautelar indeferida. XII – Art. 15: o dispositivo apenas torna efetivo o cumprimento do plano plurianual, das diretrizes orçamentárias e dos orçamentos anuais, não inibindo a abertura de créditos adicionais previstos no art. 166 da Carta Política. XIII – Art. 17 e §§ 1º a 7º: que o aumento de despesa de caráter continuado esteja condicionado à redução de despesa ou aumento de receita, também em caráter continuado, é proposição que, por achar-se em sintonia com a lógica, não pode ser obviamente considerada responsável pelo engessamento de qualquer dos Poderes de Estado ou órgãos da Administração e, portanto, ofensiva ao princípio da separação dos Poderes. Pela mesma razão, não se pode ver como atentatória ao princípio da autonomia dos entes federados. O incremento da arrecadação pelas formas indicadas no § 3º do art. 17 da LRF se reveste de previsibilidade e se presta, por isso, para um cálculo de compensação, que há de ser, tanto quanto possível, exato. XIV – Art. 18, § 1º: a norma visa a evitar que a terceirização de mão-de-obra venha a ser utilizada com o fim de ladear o limite de gasto com pessoal. Tem, ainda, o mérito de erguer um dique à contratação indiscriminada de prestadores de serviço, valorizando o servidor público e o concurso. XV – Art. 20: o art. 169 da Carta Magna não veda que se faça uma distribuição entre os Poderes dos limites de despesa com pessoal; ao contrário, para tornar eficaz o limite, há de se dividir internamente as responsabilidades. XVI – Art. 24: as exigências do art. 17 da LRF são constitucionais, daí não sofrer de nenhuma mácula o dispositivo que determina sejam atendidas essas exigências para a criação, majoração ou extensão de benefício ou serviço relativo à seguridade social. XVII – Art. 29, inciso I: não se demonstrou qual o dispositivo da Constituição que resultou malferido. XVIII – Art. 59, § 1º, inciso IV: trata-se de dispositivo que prevê mera advertência. XIX – Art. 60: ao Senado Federal incumbe, por força dos incisos VII e IX do art. 52 da Constituição Federal, fixar limites máximos, norma que não é violada enquanto os valores se situarem dentro desse âmbito. XX – Art. 68, *caput*: o art. 250 da Carta-Cidadã, ao prever a instituição de fundo integrado por bens, direitos e ativos de qualquer natureza, não excluiu a hipótese de os demais recursos pertencentes à previdência social, até mesmo os provenientes da arrecadação de contribuições, virem a compor o referido fundo. Ademais, nada impede que providência legislativa de caráter ordinário seja veiculada em lei complementar. Lei Complementar n. 101/2000. Interpretação conforme a Constituição. XXI – Art. 12, § 2º: medida cautelar deferida para conferir ao dispositivo legal interpretação conforme ao inciso III do art. 167 da Constituição Federal, em ordem a explicitar que a proibição não abrange operações de crédito autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo. XXII – Art. 21, inciso II: conferida interpretação conforme a Constituição, para que se entenda como limite legal o previsto em lei complementar. XXIII – Art. 72: dada interpretação conforme, para considerar a proibição contida no dispositivo legal restrita aos contratos de prestação de serviços permanentes. Lei Complementar n. 101/2000. Vícios materiais. Cautelar deferida. XXIV – Art. 9º, § 3º: hipótese de interferência indevida do Poder Executivo nos demais Poderes e no Ministério Público. XXV – Art. 23, §§ 1º e 2º: a competência cometida à lei complementar pelo § 3º do art. 169 da Constituição Federal está limitada às providências nele indicadas, o que não foi observado, ocorrendo, inclusive, ofensa ao princípio da irredutibilidade de vencimentos. Medida cautelar deferida para suspender, no § 1º do art. 23, a expressão “quanto pela redução dos valores a eles atribuídos”, e, integralmente, a eficácia do § 2º do referido artigo. XXVI – Art. 56, *caput*: norma que contraria o inciso II do art. 71 da Carta Magna, tendo em vista que apenas as contas do Presidente da República deverão ser apreciadas pelo Congresso Nacional. XXVII – Art. 57: a referência a “contas de Poder”, no § 2º do art. 57, evidencia a abrangência, no termo “contas” constante do *caput* do artigo, daqueles cálculos decorrentes da atividade

ADIn n. 2238 foram também propostas outras ações, com objetos mais restritos, mas que mereceram respostas semelhantes⁴⁵⁷.

O rol de princípios apresentado no artigo 6º do projeto de lei complementar que deu origem à LRF é ilustrativo da importância que o objetivo de ajuste estrutural das contas públicas, ao lado do primado de uma ação estatal planejada, exerceram. Embora esse rol não tenha permanecido no texto final da lei aprovada, os seus princípios ganham efetividade nas regras de responsabilidade e transparência que terminaram aprovadas. Entre tais princípios se encontram, por exemplo, a prevenção de déficits imoderados e reiterados, e a limitação da dívida pública em níveis prudentes⁴⁵⁸.

Ainda que corretamente se afirme que a existência de limites e condições ao exercício da faculdade de endividar-se não constitui, por si, elemento violador da Federação, é preciso que tais limites e condições sejam razoáveis e, portanto, que não extrapolem no sentido de eliminar por completo o poder de um determinado ente federado de obrigar-se para o futuro, contraindo dívida⁴⁵⁹. A LRF, como lei nacional, isto é, que visa a exprimir

financeira dos administradores e demais responsáveis por dinheiros, bens e valores públicos, que somente poderão ser objeto de julgamento pelo Tribunal de Contas competente (inciso II do art. 71 da Constituição). Medida cautelar deferida. Medida Provisória n. 1.980-22/2000. Ação prejudicada. XXVIII – Arts. 3º, I, e 4º: diploma normativo reeditado, sem que houvesse pedido de aditamento da petição inicial após as novas edições. Ação prejudicada, nesta parte.

⁴⁵⁷ O trabalho de Cristiane Kerches da Silva Leite apresenta a relação completa das ADIns propostas, seus proponentes, dispositivo atacado e a respectiva decisão do STF. LEITE, Cristiane Kerches da Silva. *O processo de ordenamento fiscal no Brasil na década de 90 e a Lei de Responsabilidade Fiscal*, p. 148: “As principais Adins foram impetradas pelos partidos de oposição, pelos Tribunais de Contas e pelo Governador do Estado de Minas Gerais, Itamar Franco. A mais abrangente era a Adin n. 2238, dos partidos de oposição. As demais questionavam basicamente os limites de gastos de pessoal por poder. (...)”

No caso da Adin 2256, a ATRICON, na época em que a Adin foi impetrada, era dirigida por técnicos do Estado de Minas Gerais. O advogado da associação era o filho do presidente do Supremo Tribunal Federal. Na época do julgamento, ao invés de ser julgada a Adin impetrada pela ATRICON, foi julgada a n. 2238, do PT, PCdoB e PSB, que atingia mais pontos da lei. O Governo Federal se mobilizou, tentando convencer os juízes de que os dispositivos, especialmente o do limite de pessoal, não era inconstitucional. O Governo acabou ganhando e o dispositivo foi mantido na lei.”

⁴⁵⁸ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 47: “Desse modo, o eixo da elaboração do projeto de lei complementar previsto no art. 163 da Constituição foi o estabelecimento de um ‘regime de gestão fiscal responsável’, um dos inúmeros aspectos das finanças públicas, cujos princípios fundamentais vinham explicitados no art. 6º do projeto: a) prevenção de déficit imoderados e reiterados; b) limitação da dívida a nível prudente; c) limitação de gastos continuados a nível prudente; d) prevenção de desequilíbrios estruturais nas contas públicas; e) adoção de processo permanente de planejamento da atuação estatal; f) transparência na elaboração e divulgação dos documentos orçamentários e contábeis; e g) amplo acesso da sociedade a informações sobre as contas públicas, entre outros princípios.”

⁴⁵⁹ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação, p. 176: “Dessa forma, o controle do endividamento público deve ser desempenhado dentro das delimitações da Constituição, de forma razoável, para preservar a autonomia financeira das entidades subnacionais. O controle não pode ser rígido a ponto de impedir que os entes subnacionais contraiam obrigações financeiras para gerir seus recursos. A Constituição Federal de 1988, ao atribuir competência ao Congresso Nacional e ao Senado Federal para estabelecer limites e condições nessa matéria, não lhes conferiu poderes para anular a capacidade dos entes públicos de administrar a dívida pública. Os limites fixados devem, pois, ser razoáveis, sem extrapolar o quanto disposto na Constituição.”

a vontade de toda a nação e não a função legislativa de interesse da União Federal apenas deve seguir a essa lógica.

Nesta linha, parte da doutrina argumenta que o artigo 35 da LRF seria inconstitucional⁴⁶⁰, por resultar em limitação excessiva da faculdade de agir como prestador ou tomador de recursos de entes subnacionais, colocando no rol da proibição estruturas jurídicas e econômicas voltadas principalmente à promoção do desenvolvimento regional e à redução de desigualdades regionais⁴⁶¹.

Tendemos a concordar com essa visão. A CF/88 estabeleceu os contornos do federalismo cooperativo no Brasil. Em matéria financeira, previu a Constituição a possibilidade de cooperação entre estados, município e União, visando ao atingimento dos objetivos comuns da República Federativa, não tratando de proibir que essa cooperação se desse na forma da realização de empréstimos. Ademais, também se apresenta como desarrazoada a proibição de realização de empréstimos entre unidades da federação quando não se proíbe a realização de transferências voluntárias, uma vez que a lógica determina que a parte está contida no todo, e uma vez que se reconheça que, é autorizada a transferência de recursos a fundo perdido, com maior força deve-se reconhecer a possibilidade de transferência de recursos de forma temporária a título de empréstimo⁴⁶².

⁴⁶⁰ Este ponto foi também objeto de acalorado debate no Congresso Nacional, conforme ensina LEITE, Cristiane Kerches da Silva. *Op. cit.*, p. 131: “Talvez a DVS que trouxe a discussão do tema mais polêmico foi a no 9, sobre as operações de crédito entre entes federativos. O DVS de iniciativa da bancada do PT foi uma tentativa de alterar o art. 35, que veda as operações de crédito entre entes federativos, subtraindo do texto os casos de crédito por novação e refinanciamento, como a mesma bancada já havia tentado através de emenda de plenário no 9. O dep. Waldir Pires (PT/BA) fez discurso contundente contra a proibição de empréstimos entre entes federativos, afirmando que a aprovação desse artigo era uma ameaça à federação, era inconstitucional e feria a autonomia dos Estados (DCD, 5750, 02/02/2000). O dep. Roberto Jefferson (PTB/RJ) defendeu o artigo porque ele acaba com a socialização do prejuízo que historicamente as grandes cidades sofreram com administradores irresponsáveis. Segundo o dep. Aloizio Mercadante (PT/SP), a lei acaba com a possibilidade de renegociação da dívida, o que é perigoso, porque não se sabe como vai ser a taxa de juros internacional. A resolução no 78 já estabelecia a política e os parâmetros da renegociação. A lei privilegiava a visão da tecnocracia, que tem visão de tesoureiro, em detrimento da visão política, do Senado e do Congresso como instâncias de definição da política de negociação (DCD, 5752, 02/02/2000). A despeito dos argumentos dos deputados da bancada de oposição, um dos mais importantes artigos do projeto não foi alterado, em função da larga margem de votos: 304 favoráveis, pela manutenção da expressão, e 127 desfavoráveis (ver tabela 3 a seguir).”

⁴⁶¹ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Op. cit.*, p. 182: “Assim, o art. 35 da LRF impede a efetivação do federalismo de cooperação e solidariedade, como o caracterizado pela Constituição Federal (art. 3º), em que os entes de maior capacidade econômico-financeira prestam auxílio aos demais, menos capacitados sob esse ponto de vista.”

⁴⁶² Sobre o argumento “a fortiori” e seu poder de convencimento, ver REBOUL, Olivier. *Introdução à retórica*, pp. 178-9: “Das estruturas do real extrai-se um argumento muito complexo, porém muito eficaz, a dupla hierarquia, que consiste em estabelecer uma escala de valores entre termos, vinculando cada um deles aos de uma escala de valores já admitida.” Ver também PERELMAN, Chaïm; OLBRECHTS-TYTECA, Lucie. *Tratado da argumentação: a nova retórica*, p. 391: “Quase todos os argumentos por hierarquia dupla podem ser tratados como argumentos a fortiori: o intento então não é encontrar, por meio de outra hierarquia, o lugar exato de um elemento numa hierarquia, mas determinar um limite a quo.”

Entendemos, no entanto, que o caráter de legislação nacional da LRF justificaria a inclusão de condicionantes e cautelas à celebração de operações de financiamento entre unidades da federação, o que poderia incluir a previsão de procedimento visando a garantir que a contratação se desse sem prejuízos aos interesses das demais unidades da federação, justificada pelo objetivo de redução das desigualdades regionais e sociais, que é princípio da ordem econômica nacional, conforme postulado pelo artigo 170 da CF/88. O que não se poderia aceitar, porém, é que o artigo 35 vede por completo a realização de operações de crédito entre unidades da federação.

Na mesma linha, deve-se observar a violação à Constituição contida no artigo 11 da Lei Complementar n. 148, de 25 de novembro de 2014, que veda a emissão de títulos de dívida mobiliária por estados e municípios, com a finalidade de limitar as fontes de financiamento desses entes nacionais, desrespeitando a autonomia de que gozam esses entes por força constitucional. A mesma vedação já estava contida de forma temporária na Lei n. 9.406, de 11 de setembro de 1997 (artigo 3º, par. 5º), e na Medida Provisória 2.185-35, de 24 de agosto de 2001 (artigo 8º, I). Contudo, as previsões anteriores não violavam a Constituição por serem temporárias e por serem facultativas, isto é, apenas se aplicariam àqueles entes que aderissem ao refinanciamento de dívidas com a União Federal proporcionado pela legislação especial. Não é esse o caso da Lei Complementar n. 148, motivo pelo qual incorreu inconstitucionalidade, por ferir a forma federativa de Estado em um dos seus aspectos mais cruciais, qual seja, a autonomia fiscal.

O primeiro Secretário do Tesouro dos Estados Unidos da América, Alexander Hamilton, endereçando ao Congresso americano relatório sobre o crédito público em 1790 apontava importantes benefícios decorrentes da possibilidade de recurso ao endividamento público. Contudo, Hamilton já ressaltava a necessidade de responsabilidade dos governantes no recurso ao endividamento, na medida em que ressaltava que o recurso ao endividamento já deveria conter em si os meios da sua extinção. Com isso, colocava relevo sobre a questão da sustentabilidade da estratégia de endividamento público, evitando-se a utilização de dívida para custeio de despesas que não contribuíssem de forma estratégica para o desenvolvimento do país⁴⁶³.

As leis que impõem regras fiscais podem estabelecer regras quantitativas ou regras de procedimentos. No primeiro caso, estabelecem-se limites, pisos ou tetos, assim como trajetórias esperadas/desejadas, para variáveis fiscais como nível de endividamento, despesas de pessoal, déficit operacional, resultado financeiro, entre outras. As regras de procedi-

⁴⁶³ HAMILTON, Alexander. *First report on public credit*: “Persuaded as the Secretary is, that the proper funding of the present debt, will render it a national blessing: Yet he is so far from acceding to the position, in the latitude in which it is sometimes laid down, that “public debts are public benefits,” a position inviting to prodigality, and liable to dangerous abuse, – that he ardently wishes to see it incorporated, as a fundamental maxim, in the system of public credit of the United States, that the creation of debt should always be accompanied with the means of extinguishment. This he regards as the true secret for rendering public credit immortal. And he presumes, that it is difficult to conceive a situation, in which there may not be an adherence to the maxim. At least he feels an unfeigned solicitude, that this may be attempted by the United States, and that they may commence their measures for the establishment of credit, with the observance of it.”

mentos, por outro lado, estabelecem ritos para elaboração do planejamento fiscal do Estado, culminando com a elaboração e controle da execução do orçamento público⁴⁶⁴.

A LRF possui nítida preocupação com o atingimento de uma situação intertemporal de equilíbrio. Não se impede a realização pura e simplesmente de operações de crédito, mas se estabelecem regras que visam a assegurar que tais operações não comprometam de forma crescente a capacidade de pagamento do ente estatal⁴⁶⁵.

As regras vigentes, porém, ainda apresentam limitações que precisariam ser endereçadas para que se assegure a preservação do patrimônio público. Tais limitações estão ligadas à metodologia de análise da posição de endividamento e da precariedade do registro do patrimônio público por meio da contabilidade pública, ainda muito orientada para a análise do orçamento (fluxo) em lugar da análise do patrimônio (estoque)⁴⁶⁶.

Como exemplo dessa limitação pode-se mencionar que, sob uma perspectiva exclusivamente contábil, em regime de competência, as despesas com investimentos são mais bem refletidas, diferindo-se as despesas com a formação de ativo permanente para os anos futuros na proporção da vida útil do bem por meio das despesas de depreciação. O orçamento público, de maneira isolada, não permite essa análise, por trabalhar sob a lógica do regime de caixa. Acostumada a pensar em termos exclusivamente de orçamento público, a dogmática do direito financeiro não parece endereçar do modo adequado o impacto das despesas com a formação de ativo permanente nas metas fiscais, tampouco o impacto das despesas de depreciação sobre a precarização do patrimônio público⁴⁶⁷.

Com racionalidade semelhante à da regra de ouro, a regra do artigo 44 da LRF estabelece a impossibilidade de utilização de receitas de alienação de bens em despesas correntes. Esta norma confere densidade a uma espécie de princípio econômico-financeiro do não retrocesso, que impediria o gestor público de adotar estratégias que reduzissem o estoque de patrimônio de um momento para outro. Em suma, este princípio estabelece a necessidade de operar-se no sentido de uma acumulação de capital, na forma de estru-

⁴⁶⁴ OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 65: “As regras fiscais, que visam manter o déficit e o endividamento públicos sob controle, podem ser classificadas como regras quantitativas ou como regras de procedimento. Regras quantitativas são as que estabelecem limites para variáveis fiscais – no caso da LRF, são regras dessa natureza as que estabelecem limites para a dívida pública, operações de crédito e despesa com pessoal, exemplificativamente. Regras de procedimento ‘referem-se aos procedimentos de como o orçamento público deve ser elaborado, votado e executado’.”

⁴⁶⁵ OLIVEIRA, Weder de. *Op. cit.*, p. 68: “Direta ou indiretamente, a quase totalidade de suas normas relaciona-se à viabilização do equilíbrio orçamentário intertemporal (tendo em vista o exercício financeiro imediato e o futuro próximo, pelo menos).”

⁴⁶⁶ Essa lógica exclusivamente orçamentária vem sendo paulatinamente superada em virtude do trabalho de convergência da contabilidade pública com a contabilidade privada, no Brasil e no mundo. Ainda há muito porém a percorrer nesse caminho.

⁴⁶⁷ CARVALHO, André Castro. *Direito da infraestrutura: perspectiva pública*, p. 513: “Ainda que o equilíbrio e o superávit fiscal sejam o mote nas finanças públicas, o déficit oriundo das despesas de capital pode ser útil, ao passo que reparte o custo para além do período inicial do gasto, recaindo sobre todos os anos em que determinado bem será utilizado. Assim, esse processo de endividamento fará frente a essa despesa, a qual, conseqüentemente, gerará fontes de receita para que as gerações futuras a financiem.”

tura pública, sem que se possa aceitar a redução do patrimônio público por meio da sua alienação para aplicação em despesas correntes⁴⁶⁸. Esta regra é de suma importância no caso das operações estruturadas, em vista do fato de que, em diversas operações, a relação de crédito dará lugar a uma relação de alienação de um bem público, vinculando a destinação dos recursos levantados na operação com despesas de capital⁴⁶⁹.

A regra de ouro prevista no Brasil, ao contrário de regras semelhantes contidas na legislação de outros países, não impede a utilização de receitas de operação de crédito em despesas correntes. Pelo contrário, a regra apenas funciona como um limite intra-anual para realização de operações de crédito, de maneira que o ente estatal não possa tomar crédito em montante superior às despesas de capital que pretenda realizar. Nada impede, contudo, que as despesas de capital sejam custeadas com receitas tributárias, por exemplo, e que despesas correntes sejam custeadas com as receitas de operação de crédito, dentro dos limites do total das despesas de capital⁴⁷⁰.

A regra de ouro também não exerce, como pretendido, o poder de incentivar maiores despesas com investimentos. Na prática, nada impede que operações de crédito sejam utilizadas como alternativa para reforço de caixa. Isso, pois os entes públicos em geral anualmente despendem recursos com despesas de capital ordinárias, ligadas à própria manutenção do estoque de capital instalado. Neste cenário, as receitas de operações de crédito não se somam aos recursos ordinários, resultando no dobro de investimentos, mas simplesmente liberam recursos próprios do ente estatal para outras despesas, normalmente de natureza corrente. Assim, fica o ente estatal liberado de financiar investimentos com poupança própria.

⁴⁶⁸ BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 601: “Partindo do princípio de que os empréstimos repartem com as gerações futuras despesas públicas de hoje, condenavam os financistas até época bem próxima, por elementar regra moral infensa ao egoísmo, a política financeira de emprego do crédito para o custeio dos gastos ordinários, cuja utilidade se esgota no presente, sem maior proveito para os pósteros.

A dívida pública havia de ser reservada aos investimentos duráveis, que concretizam capital fixo e útil a ser legado aos vindouros. Estradas de ferro ou de rodagem, canais, portos equipados, fortificações, a utensilagem material dos transportes e comunicações ou, então, os investimentos reprodutivos, isto é, autoliquidáveis do patrimônio público, constituíam o campo legítimo de aplicação dos empréstimos.

A geração futura ficaria onerada com amortização, ou com os juros da dívida, mas receberia, como compensação desse ônus, o valor da rede de transportes, das empresas públicas produtivas de receitas originárias, das fortalezas, frotas mercantes de guerra, bens corpóreos etc. O sacrifício da posteridade seria praticamente nulo pelo ativo que se conservaria até a época em que viesse a suportar os ônus financeiros correspondentes.”

⁴⁶⁹ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 516: “Outro dispositivo que se assemelha à ‘regra de ouro’, mas na faceta das receitas, é o artigo 44 da LRF: o indigitado comando legal veda a utilização de receita de capital oriunda da alienação de bens e direitos para financiamento de despesas correntes, salvo algumas exceções legais (previdência social, por exemplo).”

⁴⁷⁰ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 517: “O maior problema da ‘regra de ouro’ brasileira é que ela não veda a aplicação dos recursos obtidos pelas operações de crédito em despesas correntes, além de, igualmente, não servir como fator limitante ao próprio crescimento dessas despesas. Ele apenas limitará a capacidade de endividamento do ente federativo, de forma que a denominação de ‘regra de ouro’ para o disposto no artigo 167, III, da Constituição pode ser vista com certa parcimônia e em um formato sui generis ao se comparar com a ‘regra de ouro’ existente nos países supramencionados.”

Nota-se que a forma de contabilização dos investimentos públicos e do estoque de capital instalado por meio de investimentos públicos, gera uma série de restrições à aplicação de melhores práticas de preservação e construção do patrimônio público. Entende-se que a ausência de informações de qualidade relativas ao estoque de investimento público e infraestrutura instalada afeta a qualidade das decisões de investimento e a sua distribuição no espaço e entre diferentes gerações. Avanços importantes têm sido dados por meio do trabalho de consolidação da contabilidade pública e convergência com a contabilidade privada liderado pela Secretaria do Tesouro Nacional, ainda assim, restrições técnicas e orçamentárias, especialmente em estados e municípios, podem ser um obstáculo a um avanço mais acelerado nesta matéria.

2.3.2 Endividamento e operações de crédito: proposta de conceito doutrinário

A doutrina jurídica brasileira tende a concentrar a sua atenção no contrato de mútuo como única manifestação do fenômeno do crédito público, não destinando muitas linhas à análise e à avaliação de outras formas contratuais que têm potencial para resultar em ampliação do endividamento público. Essa postura termina por deixar aberta importante lacuna nos estudos jurídicos no âmbito do direito financeiro e econômico, em face do desenvolvimento do mercado financeiro nas últimas décadas⁴⁷¹.

A Lei de Responsabilidade Fiscal trata o conceito de operação de crédito de forma exemplificativa, trazendo situações expressas de enquadramento e outras operações que devem ser consideradas assemelhadas, ou equiparadas, às operações de crédito, tais como a assunção de dívidas, o seu reconhecimento ou a sua confissão⁴⁷².

A prática internacional ajuda, neste ponto, a esclarecer a ideia. Uma importante referência em âmbito internacional consiste no *Government Finance Statistics Manual 2014 (GFSM 2014)*, do FMI. Essa referência exclui do conceito de dívidas os compromissos financeiros resultantes de participações societárias ou de derivativos financeiros, definindo como dívida apenas obrigações financeiras que requeiram pagamento a título de juros ou amortização em datas futuras⁴⁷³.

⁴⁷¹ Ver, por exemplo, HARADA, Kiyoshi. *Direito financeiro e tributário*, p. 114: “... para a generalidade dos autores, crédito público é um contrato que objetiva a transferência de certo valor em dinheiro de uma pessoa, física ou jurídica, a uma entidade pública para ser restituído, acrescido de juros, dentro de determinado prazo ajustado. Corresponde, portanto, na teoria geral dos contratos, ao mútuo, espécie do gênero empréstimo, ou seja, empréstimo de consumo, em contraposição ao comodato, que configura um empréstimo de uso.”; ABRAHAN, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, p. 177: “As operações de crédito se concretizam através de contratos de empréstimos, sejam eles específicos e diretos entre o credor e o devedor, sejam eles operacionalizados através da emissão pulverizada de títulos públicos.”

⁴⁷² SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. *Manual de contabilidade aplicada ao setor público (MCASP)*, p. 205: “Equipara-se à operação de crédito a assunção, o reconhecimento ou a confissão de dívidas pelo ente da Federação, sem prejuízo do cumprimento das exigências para a geração de despesa.”

⁴⁷³ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Government Finance Statistics Manual 2014*, pp. 207-8: “7.236 Total gross debt – often referred to as “total debt” or “total debt liabilities” – consists of all liabilities that are debt instruments. A debt instrument is defined as a financial claim that requires

Uma das características essenciais das obrigações jurídicas é a sua transitoriedade e por meio desta característica se pode distinguir, por exemplo, a obrigação da plena propriedade, que tende a ser perene⁴⁷⁴. A operação de crédito não acresce ao patrimônio público, visto que o ingresso de recursos no caixa da entidade pública é acompanhado de aumento do seu passivo. Partindo da clássica distinção entre ingressos e receitas⁴⁷⁵, temos que a entrada de recursos a título de operação de crédito, a despeito de ser classificada contabilmente como receita orçamentária, não o é do ponto de vista jurídico, visto que apenas devem ser reconhecidas como receitas as entradas de recursos que acrescem ao patrimônio da entidade pública⁴⁷⁶.

As operações de financiamento do Estado, porém, são objeto de grande e antiga polêmica na dogmática jusfinanceira, em razão da existência de múltiplas formas de manifestação do crédito estatal⁴⁷⁷. Por esta razão, para que se possa adequadamente delimitar o conceito jurídico de operações de crédito, para fins da incidência de diferentes normas protetivas da justiça intertemporal e inter-regional, é preciso evidenciar esse espectro de operações, delimitando o seu regime jurídico.

A respeito da natureza jurídica do empréstimo público, destacam-se algumas correntes que variam sobre os seguintes eixos: (i) o empréstimo público como ato unilateral de

payment(s) of interest and/or principal by the debtor to the creditor at a date, or dates, in the future. (...) 7.237 From the foregoing list, it follows that all liabilities included in the GFS balance sheet are considered debt, except for liabilities in the form of equity and investment fund shares and financial derivatives and employee stock options. Equity and investment fund shares are not debt instruments because they entitle the holders to dividends and a claim on the residual value of the unit. Financial derivatives are not debt instruments because they do not supply funds or other resources, but rather shift the exposure to risks from one party to another.”

⁴⁷⁴ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 2-3.

⁴⁷⁵ BALEEIRO, Aliomar. Uma introdução à ciência das finanças, p. 152: “As quantias recebidas pelos cofres públicos são genericamente designadas como ‘entradas’ ou ‘ingressos’. Nem todos esses ingressos, porém, constituem receitas públicas, pois alguns deles não passam de ‘movimentos de fundo’, sem qualquer incremento do patrimônio governamental, desde que estão condicionados à restituição posterior ou representam mera recuperação de valores emprestados ou cedidos pelo governo.

Exemplificam esses ‘movimentos de fundos’ ou simples ‘entradas de caixa’, destituídas de caráter de receitas, as cauções, fianças e depósitos recolhidos ao Tesouro; os empréstimos contraídos pelos Estados, ou as amortizações daqueles que o governo acaso concedeu; enfim as somas que se escrituram sob reserva de serem restituídas ao depositante ou pagas a terceiro por qualquer razão de direito e as indenizações devidas por danos causados às coisas públicas e liquidados segundo o Direito Civil.”

⁴⁷⁶ ASSONI FILHO, Sérgio. *Empréstimos públicos e sua natureza*, p. 800: “Entretanto, a operação de crédito efetivada será ‘patrimonialmente neutra’ nada sendo acrescido de forma absoluta aos cofres públicos, pois tudo aquilo que for angariado pelo Tesouro, sob a forma de empréstimo, o será de forma provisória e transitória, uma vez que deverá haver a restituição dos valores recebidos nos prazos fixados e na forma convencionada.”

⁴⁷⁷ BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*, p. 615: “A caracterização jurídica do empréstimo público exige a prévia discriminação dos vários tipos de operações de crédito estatal, pois há profundas diferenças entre um empréstimo voluntário e o forçado, ou entre uma dívida assumida para com um indivíduo e os negócios típicos do tesouro, à base de subscrição oferecida aos prestamistas às instituições de cada país também imprimem matiz especial a esses negócios jurídicos.”

soberania; e, (ii) o empréstimo público como contrato firmado pelo Estado com os emprestadores⁴⁷⁸.

A primeira corrente, à qual se filia, entre outros, Luís Maria Drago⁴⁷⁹, defende ser o débito público marcado pela posição de soberania detida pelo Estado. Não se trata de uma relação contratual, portanto, não se podendo falar em execução forçada contra o Estado, dada a natureza inalienável (e assim impenhorável) de seu patrimônio⁴⁸⁰.

Parte dos argumentos dessa corrente funda-se sobre a ideia de dívida pública mobiliária, isto é, a dívida pública lastreada em títulos públicos negociados no mercado de capitais. Afirma-se, assim, que a relação não seria contratual, pois não seria possível se falar em acordo de vontades entre sujeitos que não fizeram parte da relação original com o Estado, na medida em que os títulos são negociados no mercado secundário⁴⁸¹. Ademais,

⁴⁷⁸ BALEEIRO, Aliomar. *Op. cit.*, pp. 614-5. Ver também ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*, p. 177: “Para esclarecer melhor a questão da natureza jurídica do contrato do crédito público enquanto fonte de receita pública, temos quatro correntes a considerar, cada qual contemplando um aspecto relevante da relação: a) ato de soberania, constituindo o empréstimo público uma obrigação de Direito Público unilateralmente criada pelo Estado, justificando a impossibilidade de invasão ou de intervenção forçada do Estado credor no país devedor quando este não conseguisse saldar sua dívida; b) ato legislativo, uma vez que os empréstimos públicos se originam de atos normativos editados especificamente para tal função; c) contrato de direito privado, já que seguem a disciplina do contrato de mútuo previsto no Direito Privado; d) contrato de direito público (ou administrativo), uma vez que, não obstante haja uma aproximação entre o contrato de mútuo do direito civil e o contrato de direito administrativo, o Estado não figura em posição de igualdade com o particular nem tem a mesma liberdade deste na operação, especialmente por haver necessidade de autorização legislativa, previsão orçamentária e controle do Congresso Nacional. Em face da atual configuração do ordenamento vigente em nosso país, parece-nos como mais adequada a adoção da última corrente (contrato de direito público).” Ver também ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*, pp. 21-2.

⁴⁷⁹ DRAGO, Luis Maria. *Les emprunts d'état et leurs rapports avec la politique internationale*, p. 35: “Nous avons déjà fait ressortir la différence qu'il y a entre une dette publique et les contrats, assimilables aux contrats de droit commun, où l'État, procédant comme personne juridique, accepte des obligations et acquiert des droits définies envers les particuliers avec qui il traite. Ces derniers contrats sont soumis à des règles fort nettes. Si le gouvernement ne remplit pas les engagements qu'ils lui imposent, il est traduit devant les tribunaux ou appelé devant des Cours de Réclamations spécialement changées de statues dans ces sortes de procès. S'il y avait de sa part un déni de justice évident, la question serait réglée d'accord avec certains principes du droit des gens parfaitement clairs et universellement acceptés. Les cas est tout autre lorsqu'il s'agit d'emprunts internes ou externes avec émission de bons ou et titres rapportant un intérêt déterminé. La dette ainsi contractée, et dont le nom technique est 'dette publique' ou 'dette nationale', ne peut donner lieu à des actions judiciaires. Ainsi que nous l'avons expliqué, les bons ou fond publics qui la constituent sont, de même que le papier-monnaie, mis en circulation en vertu des droits du Souverain; le service en est fait ou suspendu au moyen d'actes de souveraineté.”

⁴⁸⁰ ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 807: “Para Drago, o reconhecimento da dívida pública, bem como a sua liquidação, devem ser feitos pela nação sem o desprezo de seus direitos primordiais como entidade soberana que é. Até mesmo porque, os prestamistas sabem que o Estado é dotado de soberania e que é condição inerente à toda soberania a impossibilidade de obtenção de seu direito de crédito via execução forçada caso ele se torne inadimplente, pois o seu patrimônio é inalienável e, portanto, impenhorável.”

⁴⁸¹ ASSONI FILHO, Sérgio. *Idem, ibidem*: “Prossegue ele afirmando que os títulos representativos da dívida pública de um Estado constituem uma classe ou categoria excepcional de obrigações que não podem ser confundidas com nenhuma outra, visto que tais títulos são emitidos em virtude do poder sobre-

afirma-se que o fundamento para a ação do Estado estaria na lei e não na vontade do administrador ou, ainda com menor força, do detentor do título de dívida pública⁴⁸².

O fato de ser autorizado por lei, porém, não chega a ser um óbice para a natureza contratual do empréstimo público, segundo a corrente que defende tratar-se de uma relação contratual entre governo e prestador. Entende-se que a lei se constituiria em mera autorização de emissão dos títulos, que apenas se aperfeiçoaria como empréstimo público no momento do acordo de vontades caracterizado pela subscrição dos títulos públicos pelo particular. Assim sendo, argumenta-se que, embora deva ser compreendido como um contrato de direito público, os empréstimos públicos seriam tão obrigatórios quanto os empréstimos privados⁴⁸³.

rano do Estado, assim como a moeda, surgindo em decorrência de autorizações legislativas e não apresentando as características gerais dos contratos de direito privado, uma vez que, na sua opinião, não existe uma pessoa determinada a favor da qual se estabelecem obrigações, pois o pagamento dos títulos é prometido de forma indeterminada ao portador. O prestamista adquire os títulos representativos de seu crédito no mercado anônimo de capitais, sem qualquer formalidade ou relação com o governo devedor, diferentemente do adiantamento de dinheiro promovido por aquele nos contratos ordinários de mútuo.” Essa colocação é criticada pela doutrina, em face dos contratos existentes no âmbito do mercado de capitais, os quais se assemelham fortemente à situação descrita por Drago de realização de acordo sem o encontro e conhecimento entre as partes, ver, por exemplo, LOCHAGIN, Gabriel Loretto. *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública*, pp. 46-7: “Drago pretende explicar que a principal diferença dos empréstimos públicos para os privados é que, no primeiro caso, a relação jurídica se estabeleceria com pessoas indeterminadas; além disso, os credores não entregam o dinheiro ao Estado como num empréstimo normal, e sim por meio da compra de títulos no mercado aberto. Daí conclui que não haveria uma relação entre o governo e os compradores dos títulos, pelo que parece querer afastar a própria ideia de que se trata de um negócio jurídico. Esta argumentação soa, hoje, estranha. Se for esta a principal diferença entre os empréstimos públicos e os privados, o inespecífico argumento excluiria do âmbito de incidência de normas do direito privado as operações mais corriqueiras dos mercados de capitais – ou, à beira do absurdo, concluiria tratar-se de empréstimos públicos todos os negócios jurídicos com pessoas indeterminadas expressos em títulos de crédito.”

⁴⁸² Tratando do tema das concessões públicas, mas em lição aplicável à situação dos empréstimos públicos, ver MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. *Concessões*, p. 139: “Forte nessa doutrina é a percepção de que não poderia haver contrato enlaçando o Poder Público e os privados, posto que (i) um contrato pressuporia igualdade entre as partes, de todo incompatível com a prevalência do Estado em face do indivíduo; (ii) o contrato se perfaz pela livre e autônoma manifestação das partes, o que descaberia para a administração, pois ela não dispõe de vontade nem de autonomia; e, por fim, (iii) se houvesse contrato, a administração permaneceria indefinidamente vinculada ao pacto, e ela só está vinculada pela lei e pelo interesse público. De tudo isso, restaria impossível ao Poder Público firmar pactos obrigacionais, e descaberia, então, sustentar que a concessão teria natureza jurídica de contrato, muito menos de contrato privado.” Ver também ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 809: “Arremata argumentando que as condições do empréstimo são estabelecidas mediante lei, que é a expressão da soberania do Estado, sem que haja a possibilidade de a vontade dos particulares influírem a respeito, pois o processo formador da obrigação ‘nasce aperfeiçoado em virtude do ato legislativo de criação’”.

⁴⁸³ ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 810: “Enfaticamente ele [Louis Trotobas] ainda prossegue em seu raciocínio dizendo que todas as teorias que procuram estabelecer, sob o pretexto da soberania, ou da legitimidade de um regime, que os empréstimos públicos não são obrigatórios para o Estado, são juridicamente falsas. Na sua visão, essas teorias buscam em vão justificar em direito quão nocivos poderiam ser os procedimentos aos quais os Estados seriam constringidos política ou economicamente a arcar com seus compromissos, mas ao mesmo tempo negligenciam que o descumprimento daquilo que foi previa-

A teoria do empréstimo público como ato de império concentra-se ainda na dificuldade prática de coação física do Estado ao pagamento de uma dívida, dada a sua soberania interna e externa. Contudo, aceitar esse raciocínio implicaria aceitar a noção jusfilosófica de que a validade de uma norma jurídica identifica-se com a sua eficácia, o que fora objeto de crítica recorrente no campo da filosofia do direito⁴⁸⁴.

O fato de que os bens públicos são impenhoráveis não pode ser apresentado como justificativa contra a natureza contratual dos empréstimos públicos. A Constituição Federal assegura a inafastabilidade da jurisdição e, em um Estado de Direito, também o Estado se submete à lei (*rule of law*). Sendo assim, em que pese a execução contra a Fazenda Pública não ocorrer de maneira forçada, mas por meio de instrumentos jurídico-políticos, isso não desnatura o empréstimo público como uma relação contratual decorrente de um acordo de vontades entre Estado e credores⁴⁸⁵.

Os defensores da natureza contratual dos empréstimos públicos contrapõem-se aos argumentos da corrente contrária, afirmando que a vontade do Estado é dirigida a destinatários indeterminados, na mesma forma de uma oferta de contrato, algo absolutamente comum no direito privado. De igual modo, a manifestação de vontade dos investidores se dá pela subscrição dos títulos emitidos⁴⁸⁶. Geraldo Ataliba se filia à corrente que interpre-

mente acertado é sempre condenável jurídica e moralmente. Até mesmo porque, para ele, os empréstimos públicos são tão obrigatórios quanto os empréstimos privados, pois ‘o fato de o empréstimo público apresentar-se como um contrato de direito público não atenuaria este seu caráter obrigatório’.

⁴⁸⁴ Já Hans Kelsen apontava no início do século XX o fato de que a validade de uma norma não depende de sua eficácia em todo o tempo, mas sim da eficácia da ordem jurídica como um todo. Ver, KELSEN, Hans. *Teoria pura do direito*, p. 237: “(...) As normas de uma ordem jurídica positiva valem (são válidas) porque a norma fundamental que forma a regra basilar da sua produção é pressuposta como válida, e não porque são eficazes; mas elas somente valem se esta ordem jurídica é eficaz, quer dizer, enquanto esta ordem jurídica for eficaz. Logo que a Constituição e, portanto, a ordem jurídica que sobre ela se apóia, como um todo, perde a sua eficácia, a ordem jurídica, e com ela cada uma das suas normas, perdem a sua validade (vigência).

Uma ordem jurídica não perde, porém, a sua validade pelo fato de uma norma jurídica singular perder a sua eficácia, isto é, pelo fato de ela não ser aplicada em geral ou em casos isolados. Uma ordem jurídica é considerada válida quando as suas normas são, *numa consideração global*, eficazes, que dizer, são de fato observadas e aplicadas. E também uma norma jurídica singular não perde a sua validade quando apenas não é eficaz em casos particulares, isto é, não é observada ou aplicada, embora deva ser observada e aplicada.” ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, pp. 7-8: “Como pessoa soberana, o Estado pode violar seus deveres, convencionais ou institucionais. Politicamente, não há o que possa coagir o Estado a pagar uma dívida.

Juridicamente posta a questão, entretanto, a imodificabilidade dos contratos – *rebus sic stantibus* – o impede. No Brasil, além do mais, o § 3º do art. 153 da Carta Constitucional vigente assegura a intangibilidade do ato jurídico perfeito.”

⁴⁸⁵ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Op. cit.*, p. 23: “A impenhorabilidade dos bens públicos, a nosso ver, também não retira o caráter contratual dos empréstimos públicos. Isso porque tal impenhorabilidade não significa que não possa ser proposta ação judicial para demandar o Poder Público em caso de inadimplemento.”

⁴⁸⁶ ASSONI FILHO, Sérgio. *Op. cit.*, pp. 812-3: “Segundo ele [Ferreiro Lapanza], os efeitos jurídicos da vontade do Estado de tomar emprestado, declarada por meio da emissão de títulos representativos da dívida pública, explicam-se recorrendo à figura da oferta de contrato. De modo que, na análise jurídica

ta o empréstimo público como um contrato, mais especificamente um contrato de mútuo, podendo ser oneroso ou gratuito⁴⁸⁷. Essa é também a opinião de outros autores contemporâneos⁴⁸⁸. Aliomar Baleeiro, por sua vez, ao mesmo tempo em que parece se inclinar em favor da teoria contratual, reforça a necessidade de identificação precisa do tipo de operação de endividamento que se está tratando, uma vez que o Estado pode recorrer ao crédito público por meio de muitos instrumentos jurídicos⁴⁸⁹.

De modo semelhante, argumentam esses autores que o fato de o Estado poder unilateralmente alterar o contrato de empréstimo não faz dele menos contrato. O raciocínio é o mesmo válido para outros contratos administrativos que, para garantir o atingimento da finalidade pública do Estado, assegura a esse as chamadas “cláusulas exorbitantes”, por meio das quais releva a sua posição de predominância na relação contratual, respeitados direitos fundamentais da contraparte, e sempre em nome do interesse público⁴⁹⁰. A exis-

da dívida pública, observa-se a diferença entre a manifestação da vontade do Estado dirigida a quem queira entregar uma soma de dinheiro em empréstimo (oferta de contrato) e a manifestação materializada da entrega e aceitação dessa soma, também como declaração da vontade dos sujeitos que querem produzir um efeito jurídico, portanto, um contrato.”

⁴⁸⁷ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, pp. 5-6: “Por isso conceituamos o empréstimo público – gerador do débito público – como contrato pelo qual alguém transfere a uma pessoa pública – seja ela política ou meramente administrativa – certa quantia em dinheiro, como a obrigação desta de entregar igual quantia de dinheiro, com ou sem vantagens pecuniárias, no prazo convencionado.”

⁴⁸⁸ GORDILLO, A. *El Contrato de Crédito Externo*, pp. 417-8: “La relación económica en virtud de la cual el Estado recibe dinero de terceros, creándose un vínculo de deudor y acreedor, ha sido históricamente encarada en el mundo jurídico de manera diversa. Concepciones tradicionales la ubican como un poder del Estado o como una obligación unilateral contraída por el Estado, cuya fuente inmediata es la ley y no la voluntad de las partes contratantes. Con todo, prevalece la idea de que se trata de un contrato, y, preferentemente, un contrato de derecho público, al cual se denomina ‘empréstimo público’. Algunos autores retoman para este contrato de derecho público varias de las prerrogativas clásicas del poder del Estado, entre ellas, significativamente, la facultad del Estado de modificar el régimen jurídico del empréstimo con posterioridad a su emisión.”; ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, p. 43: “Entretanto, não nos furtaremos de emitir nossa opinião, já antecipando que a corrente contratualista, além de contar com um número maior de paladinos, contém argumentos que nos pareceram mais convincentes, do mesmo modo que a sua ramificação, no sentido de que esse contrato é um contrato de direito público, mostrou-se mais persuasiva.”

⁴⁸⁹ BALEEIRO, Aliomar. *Uma introdução à ciência das finanças*, p. 615: “A caracterização jurídica do empréstimo público exige a prévia discriminação dos vários tipos de operações de crédito estatal, pois há profundas diferenças entre o empréstimo voluntário e o forçado, ou entre uma dívida assumida para com um indivíduo e os negócios típicos do Tesouro, à base de subscrição oferecida aos prestamistas. As instituições de cada país também imprimem matiz especial a esses negócios jurídicos.”

⁴⁹⁰ ASSONI FILHO, Sérgio. *Empréstimos públicos...*, p. 813: “O fato de o Estado poder anular os efeitos de tal contrato mediante uma lei não influiria em sua natureza jurídica, não o destipificaria como contrato, visto que a lei estaria fora e acima da relação contratual. Até mesmo porque, considera que a lei pode vir a modificar os efeitos de um contrato de direito público, tanto quanto pode modificar os efeitos de um contrato de direito privado.

Frisando também que é inválida a afirmação de que no caso dos empréstimos públicos é o Estado, ou seja, é o devedor, que modifica os efeitos do referido contrato, pois uma vez observada aquela tripartição funcional descrita, o devedor é o Estado-Administração, e quem modificaria os efeitos do contrato mediante a lei seria o Estado-legislador.”

tência destas cláusulas exorbitantes permitiria apontar os empréstimos públicos como contratos de direito público⁴⁹¹. Assim, a desigualdade entre as partes não pode servir de argumento contrário à possibilidade de contrato entre elas⁴⁹².

Este ponto está ligado à tormentosa questão de se se tratam os empréstimos públicos de contratos administrativos ou de contratos da administração⁴⁹³. No entendimento de Sérgio Assoni, o fato de o Estado perseguir o interesse público com a contratação de operações de crédito autoriza a presença nestes contratos das chamadas cláusulas exorbitantes. Tais cláusulas revelariam a existência de preponderância do Poder Público na relação contratual, não se podendo falar de um simples contrato de direito privado assinado pela Administração⁴⁹⁴.

Em que pesem os argumentos de Assoni, entendemos que toda a ação estatal deverá estar, de algum modo, alinhada ao interesse público, retirando dessa ligação a sua legitimidade. Se este elemento fosse suficiente a tornar qualquer contrato realizado pela Administração como contrato administrativo, não seria relevante a distinção feita pela doutrina entre contratos administrativos e contratos da administração.

⁴⁹¹ ASSONI FILHO, Sérgio. *Empréstimos públicos...*, p. 824: “Quanto ao regime jurídico dos contratos de empréstimo público, consideramos que tais contratos sejam de Direito Público, não só pela presença do Estado-Administração no pólo passivo da relação obrigacional, mas também pela existência, nessa espécie de contrato, de cláusulas especiais que privilegiam o ente público em nome do atendimento do interesse público, visto que a razão mesma da contratação do empréstimo é a consecução de uma finalidade pública, que deverá prevalecer ante qualquer interesse privado.” Este entendimento, porém, em nossa opinião, não se sustenta diante da legislação e da prática dos tribunais brasileiros. Ver, por exemplo, REsp 1.253.062/SC sobre as LFTs do Estado de Santa Catarina.

⁴⁹² MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. *Op. cit.*, p. 142: “O fato de não haver igualdade entre as partes, em razão de um contratado dispor de poderes exorbitantes da esfera do outro, não é suficiente para desnaturar a relação contratual.”

⁴⁹³ Ressaltamos tratar-se aqui de tópico tormentoso em nossa opinião, pois a doutrina em geral não problematiza adequadamente o tema, limitando-se a repetir a ideia de que, uma vez aderida a tese contratualista, conclui-se automaticamente pela natureza de contrato administrativo da avença.

⁴⁹⁴ ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público...*, pp. 46-7: “Quanto ao regime jurídico dos contratos de empréstimo público, consideramos que tais contratos sejam de direito público, não só pela presença do Estado-Administração no pólo passivo da relação obrigacional, mas também pela existência, nessa espécie de contrato, de cláusula especiais que privilegiam o ente público em nome do atendimento do interesse público, visto que a razão mesma da contratação do empréstimo é a consecução de uma finalidade pública, que deverá prevalecer ante qualquer interesse privado.

Assim sendo, legitimado estará o contrato de empréstimo público somente quando o ente público tomador do montante junto aos prestamistas agir como verdadeiro mandatário da sociedade, buscando mediante este contrato uma finalidade socialmente relevante, isto é, o bem da coletividade.

Tanto é assim que, em vista desse objetivo de compromisso social, a presença em sua substância das chamadas cláusulas exorbitantes ou de prerrogativa, a favor do ente público e como expressão de seu poder de império, serão plenamente justificáveis e até mesmo desejáveis.” E na página 48: “A título conclusivo, consideramos o empréstimo público um contrato de direito público (contrato administrativo em sentido estrito), pois é um contrato ofertado pelo ente público tomador, com base em seu crédito, tendo em vista uma finalidade pública, unilateralmente fixando as condições de restituição futura do capital, e que é aceito pelo prestamista, pessoa física ou jurídica, pública ou privada, que dispõe do capital solicitado pelo primeiro.”

Adicionalmente, argumenta-se que os contratos de empréstimos públicos sejam contratos administrativos, sob o argumento de que o interesse público não pode se submeter a vontade de particulares. Contudo, deve-se lembrar que os contratos administrativos, ao mesmo tempo em que conferem prerrogativas ao Poder Público, também devem atender a regras protetivas do particular, tais como a manutenção do equilíbrio econômico-financeiro do contrato, que, entretanto, não encontram expressa proteção no âmbito dos contratos privados⁴⁹⁵⁻⁴⁹⁶.

Ademais, ressalta-se o fato de que ser o conteúdo do contrato fixado unilateralmente não é característica única dos contratos administrativos. Contratos privados de adesão também são firmados dessa maneira. Debêntures também têm os seus termos fixados na escritura de emissão, sem a possibilidade de negociação de cláusulas. Além disso, essa fixação unilateral de cláusulas nem sempre é o caso em contratos assinados pela Administração. Em dívidas contratuais, a depender do ente estatal em questão, o poder de fato da instituição financeira prestamista poderá ser superior ao da própria Administração, seja pela capacidade técnica, seja pela própria capacidade financeira.

A estes argumentos contrários à posição de Assoni, posição esta predominante na doutrina, se somaria o artigo 62, § 3º, I, da Lei n. 8.666/93, que reconhece que nos contratos de financiamento se aplicam predominantemente normas de direito privado, embora preveja a aplicação, no que couber, de normas próprias dos contratos administrativos. Finalmente, deve-se reconhecer que o artigo 1º da Lei n. 8.666/1993, lei geral de contratos administrativos, expressamente prevê sua aplicação apenas a contratos de obras, servi-

⁴⁹⁵ CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 261: “É justamente em razão desse risco político que a tradição jurídica criou uma série de regras aplicáveis aos contratos administrativos, com vistas a garantir os particulares que pretendem travar ou efetivamente realizam negócios com a Administração. Tais regras, além de garantirem o equilíbrio econômico-financeiro do contrato, permitem uma vantagem econômica para o ente estatal, na medida em que o mercado precifica o risco político existente; e, destarte, quanto menor for este menor será, em tese, o desembolso exigido do Estado para adquirir bens e serviços.

Entretanto, no âmbito dos títulos públicos, em virtude de escassa – ou quase inexistente – regulação legal, não há regras claras acerca de quais as possíveis alterações unilaterais pode o governo realizar nos direitos originados desses ativos financeiros. Para formatação de um conjunto de regras que proteja efetivamente o mercado e os investidores, é necessário, hoje, o recurso aos princípios gerais do Direito – como a vedação ao enriquecimento sem causa – e a princípios constitucionais bastante amplos – como a livre iniciativa ou a necessidade de respeito ao ato jurídico perfeito. No entanto, dada a amplitude e generalidade de tais princípios, torna-se mais incerta sua concretização por meio de decisões administrativas ou judiciais que freiem eventuais iniciativas do poder público contrárias ao adequado funcionamento do mercado. Prejudica-se, assim, tanto a estabilidade e a certeza normativas, como a segurança jurídica.” Para uma análise completa das cláusulas exorbitantes nos contratos administrativos e um estudo comparado entre o direito norteamericano, francês e Brasileiro, ver GIACOMUZZI, José Guilherme. Estado e contrato: supremacia do interesse público versus igualdade, um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo, *passim*.

⁴⁹⁶ Para uma análise do papel do equilíbrio econômico-financeiro como uma compensação da preponderância do Estado nos contratos administrativos e a relação dessa construção jurídica com a formação do Estado no caso francês, importado para o direito administrativo brasileiro, ver o abrangente e profundo trabalho de José Guilherme Giacomuzzi, *Estado e contrato: supremacia do interesse público “versus” igualdade – um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo, passim*.

ços, compras, alienações e locações. O contrato de mútuo não se enquadra em nenhuma das situações listadas, o que já permitiria afastar a aplicabilidade da Lei n. 8.666/1993, inclusive no que se relaciona à existência e à validade de cláusulas exorbitantes⁴⁹⁷.

Por fim, entendemos que, embora seja possível aos contratos de dívida pública a aplicação dos mesmos princípios aplicáveis aos contratos de direito civil relativizadores do *pacta sunt servanda*, tais como o princípio da boa-fé objetiva, o princípio da não onerosidade excessiva, o princípio da não redução ao estado de necessidade, não é possível a sua alteração unilateral. Este fato, sustentado por Régis Fernandes de Oliveira, contrasta com a natureza de contrato administrativo que alguns autores advogam para o contrato de empréstimo público⁴⁹⁸.

Ao contrário do que se imagina, a condição do contrato de empréstimo como um contrato administrativo não é condição que privilegia sem custos o Poder Público⁴⁹⁹. Pelo contrário, a possibilidade de alteração unilateral pelo Poder Público de condições do ajuste inicial agrega à relação um elemento de risco que é incorporado ao preço cobrado pelo prestador de recursos, isto é, nos juros. Isto ocorre por conta de ser central aos empréstimos, sobretudo públicos, o elemento *confiança*, no sentido de uma legítima expectativa de comportamento conforme o declarado pela parte contratante⁵⁰⁰⁻⁵⁰¹.

Embora a teoria possa afirmar que o Estado detém posição de supremacia na negociação dos termos do empréstimo, donde se poderia extrair o regime de direito público

⁴⁹⁷ Concluindo da mesma forma SCHIRATO, Vitor Rhein. *As empresas estatais no direito administrativo econômico atual*, p. 113: “Em primeiro lugar, há contratos que em nenhuma hipótese serão regidos pelo Direito público, nem se tiverem como contraparte pessoas integrantes da Administração Pública. São exemplos o contrato de seguro, o contrato de locação e o contrato de mútuo, que têm regime jurídico específico, que afasta *ipso facto* o regime jurídico de Direito público.”

⁴⁹⁸ OLIVEIRA, Régis Fernandes de. *Dívida pública e operações de crédito*, p. 209: “De se ressaltar, igualmente, que não pode haver alteração unilateral das cláusulas firmadas. A ninguém é lícito modificar o que foi livremente aceito. Mesmo porque, prevalece a equivalência das condições de onerosidade, o que significa que não pode haver enriquecimento sem causa.”

⁴⁹⁹ CÂMARA, Jacintho Arruda. *Tratado de direito administrativo: licitação e contratos administrativos*, v. 6, p. 315: “É importante também afastar a impressão de que tais prerrogativas seriam, por si e em qualquer caso, benéficas ao interesse público. A aplicação desse regime jurídico traz, por óbvio, um ônus financeiro ao contratante. É que, devido a tais regras protetivas, o contrato passa a gerar custos e riscos adicionais ao contratado, que naturalmente os incorpora ao preço cobrado do Poder Público. Assim, abrir mão de tal regime de exceção, sujeitando-se às normas comuns de direito privado, pode perfeitamente ser uma opção mais benéfica ao interesse público.”

⁵⁰⁰ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 419: “(...) es obvio que su ubicación en el campo del derecho público se torna, pues, conflictiva con el elemento ‘confianza’ del acreedor, habida cuenta de las prerrogativas que el derecho público interno de cada país otorga al Estado.”

⁵⁰¹ Sobre a importância do elemento confiança nos empréstimos públicos, ver HAMILTON, Alexander. *First report on public credit*: “And as on the one hand, the necessity for borrowing in particular emergencies cannot be doubted, so on the other, it is equally evident, that to be able to borrow upon good terms, it is essential that the credit of a nation should be well established. For when the credit of a country is in any degree questionable, it never fails to give an extravagant premium, in one shape or another, upon all the loans it has occasion to make. Nor does the evil end here; the same disadvantage must be sustained upon whatever is to be bought on terms of future payment.”

vigente na contratação, isso nem sempre corresponde à realidade⁵⁰². A imagem do contrato administrativo de empréstimo próxima de um contrato de adesão pelo qual aos privados cabe apenas aderir ou não aos seus termos e condições pode ser verdadeira para alguns entes estatais, mas certamente não é verdadeiro para todos, especialmente quando se está tratando de crédito externo. Com frequência, a situação fática impõe ao devedor público a aceitação de cláusulas exigidas pelo credor, como condição para o empréstimo⁵⁰³, entre elas cláusulas como *representations*, *warranties* e *covenants* financeiras.

O mercado internacional para instrumentos financeiros beneficia-se da existência de padronização de cláusulas e de interpretação sobre essas mesmas cláusulas. Tal padronização é exigência não apenas da dinâmica do mercado, para o qual a padronização implica segurança e previsibilidade, mas também para o desenvolvimento técnico de sistemas informatizados de negociação, sem os quais os mercados para instrumentos financeiros não podem se desenvolver⁵⁰⁴.

Nesta ordem de considerações, a negociação de cláusulas com as contrapartes cede lugar ao estabelecimento unilateral de condições gerais de contratação, com base em fórmulas padronizadas aceitas rotineiramente pelo mercado⁵⁰⁵ e não discricionariamente fixadas pelo Estado.

Essa chamada “fuga para o direito privado”⁵⁰⁶ preocupa o publicista na medida em que poderia consistir em expediente para retirar a dívida pública do debate distributivo

⁵⁰² Analisando a possibilidade de realização de contratos pela Administração Pública sem a previsão de prerrogativas exorbitantes, Jacintho Câmara menciona o caso especial dos contratos de financiamento. Ver CÂMARA, Jacintho Arruda. *Idem, ibidem*: “Para ilustrar a observação feita por Marçal Justen Filho, tome-se o emblemático exemplo do contrato de financiamento. Seria muito pouco crível que alguma instituição financeira concedesse empréstimos a entes públicos se estes tivessem, por lei, a prerrogativa de alterar ou rescindir tais contratos. Também não parecer ser minimamente compatíveis com o modelo de prerrogativas ao ente público os contratos de seguro, os de leasing e outros tantos, visceralmente atrelados a um regime jurídico próprio ao direito privado.”

⁵⁰³ GORDILLO, A. *Op. cit.*, p. 420: “El contrato de ‘adhesión’ que el país en desarrollo propone a los inversionistas no encuentra siempre ‘adherentes.’ El capital no conoce de ‘patriotismo.’ Y por lo demás no se trata siquiera de su propio país. Entonces los términos pueden invertirse: Es el que está dispuesto a otorgar el crédito al país que lo requiere, el que a veces fija las condiciones jurídicas del crédito, que se constituye también como contrato de adhesión, pero no ya a favor del Estado deudor, sino a favor del ente u organismo acreedor. Esta es la práctica corriente que viven los países en vías de desarrollo, muy, similar a la situación de los gobernantes empobrecidos de dos siglos atrás, frente a ricos banqueros, comerciantes o empresas.”

⁵⁰⁴ CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, pp. 230-1.

⁵⁰⁵ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 232: “A delimitação dos direitos referentes a um dado instrumento financeiro tem de ser feita de forma genérica, por meio de atos normativos, que servem de parâmetro ou moldura tanto para a verificação de quais são os direitos de que se trata, como para basear os negócios que os tenham como objeto.”

⁵⁰⁶ A ideia de fuga para o direito privado foi analisada em detalhes no trabalho de Maria João Estorninho, ganhando a partir de então atenção especial por parte da doutrina, ainda que o tema não fosse inteiramente inédito já no momento da publicação daquele trabalho. ESTORNINHO, Maria João. *A fuga para o direito privado: contributo para o estudo da actividade de direito privado da administração pública*, p. 94:

democrático, que consiste na comparação do gasto público com o pagamento dos credores da dívida pública *vis a vis* o gasto público decorrente de prestações do Estado no interesse de sua população. Assim, argumentar que se trataria de contratos de natureza privada, em alguma medida, representaria o mesmo que dizer que a eles não se aplicam os princípios decorrentes da primazia do interesse público e que justificam o papel de preponderância do Estado nos contratos de natureza administrativa⁵⁰⁷.

Não podemos concordar com essa opinião. A utilização de instrumentos de direito privado pelo Poder Público não significa a exclusão completa de regras de direito público⁵⁰⁸. Ainda que a contratação de operações de crédito, por exemplo, não se submeta à lei de licitações e contratos, deverá sempre respeitar os princípios da administração pública previstos no artigo 37 da CF/88, que impõem que a contratação se dê em respeito à legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência. Deste modo, deverá eventual

“Ora, estes novos setores da actividade administrativa não podiam ser regidos pelo Direito Administrativo tradicional. De facto, tornava-se indispensável assegurar-lhes a maleabilidade de gestão necessária para lhes facilitar a inserção no meio económico onde passam a desenvolver a sua actividade. É verdade que anteriormente não se excluía a possibilidade de haver uma submissão de certos actos da Administração a normas jurídico-privadas e ao juiz judicial. Mas a verdadeira novidade consistiu em passar a admitir que serviços inteiros podiam ser regulados pelo Direito Privado e escapar ao controlo do juiz administrativo.” No direito brasileiro, deve-se destacar o trabalho de Maria Sylvia Zanella Di Pietro, especialmente, em sua tese de livre docência, “Da aplicação do direito privado no direito administrativo”, de 1988. Ver DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Do direito privado na administração pública, passim*.

⁵⁰⁷ PINTO, Élda Graziane. *Controle da Administração do Endividamento Público*, p. 349: “A preocupação com a ‘fuga para o direito privado’ funda-se, pois, na tendência de que os particulares que compram os títulos da dívida pública (seus credores) impossibilitem ou constriam a capacidade de processamento dos mais diversos interesses sociais envolvidos com a assunção de endividamento pelo Estado. Dito de outra forma, o problema de se perceber como puramente privados os contratos de empréstimo público é que a fixação das balizas, das metas e dos termos contratuais escaparia ao crivo do embate com os demais interessados neste processo. Mas dessa justa preocupação democratizante decorre a existência de uma figura ontológica de assunção de dívida típica do Estado?”

⁵⁰⁸ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Tratado de direito administrativo: Teoria geral e princípios do direito administrativo*, p. 232: “No entanto, a fuga do direito administrativo não pode e nunca será total. Em primeiro lugar, porque os próprios instrumentos utilizados pela administração pública para transferir a gestão de serviços públicos aos particulares são regidos pelo direito administrativo, como ocorre com os contratos de concessão, os contratos de gestão, os convênios, os termos de parceria, tendo de sujeitar-se aos controles da administração pública, inclusive do Tribunal de Contas. Em segundo lugar, porque o regime jurídico a que se submete o particular que exerce a atividade estatal é híbrido: se é verdade que a entidade atua sob o regime de direito privado, não é menos verdade que são de direito público as normas sobre os bens utilizados na prestação dos serviços, sobre responsabilidade civil perante os usuários, sobre os princípios aplicáveis à prestação do serviço, sobre os poderes exercidos pelo poder público, sobre regulação por agências reguladoras, as normas postas pelas mesmas compõem um direito administrativo de natureza talvez um pouco diversa (pela origem do órgão de que emanam) e que imprimem menos segurança jurídica (porque não sujeitas a alteração e revogação) e com a desvantagem de serem baixadas sem a observância do princípio democrático presente no processo previsto constitucionalmente para o Poder Legislativo” E continua na página 233: “Por mais que se idealize a fuga do direito administrativo, ela nunca poderá ser integral, porque, mesmo quando se socorre de institutos do direito privado, tais normas são parcialmente derogadas pelo direito público.”

contratação ser precedida de procedimento administrativo suficientemente transparente e objetivo de seleção de propostas, ainda que não espelhe na integralidade as regras de licitação previstas na Lei n. 8.666/1993. Também as regras de direito público previstas na LRF e na CF/88, aplicáveis às operações de crédito público, são comprovação de que jamais se poderá derrogar integralmente o direito público em matéria de endividamento. Daí não se conclui que todas as regras de direito público relacionadas a contratos administrativos sejam imediatamente aplicáveis.

Para países pobres, entre os quais em certa medida ainda se encontra o Brasil, a discussão sobre o poder de fixação unilateral de cláusulas contratuais perde relevância prática por não se tratar objetivamente de uma opção do Estado, mas de simples imposição do mercado financeiro, cuja aceitação dos títulos emitidos ou das cláusulas contratuais é condição sem a qual o endividamento público simplesmente não ocorre⁵⁰⁹. Assim, a submissão às condições de direito privado impostas pelos credores, especialmente no caso da dívida externa, é decorrência imediata da necessidade de redução do risco ao capital internacional, em concomitante relativização da noção de supremacia do Estado sobre os agentes privados⁵¹⁰.

É bastante comum, por exemplo, a exigência de que os contratos sejam assinados com cláusula de eleição de foro em território estrangeiro, preferencialmente sob regras de direito estrangeiro, normalmente a das principais praças financeiras internacionais (Londres ou Nova Iorque). Isto ocorre sob a perspectiva de que o Estado, assim, teria menor oportunidade de alterar as suas leis ou de exercer pressão sobre os seus órgãos jurisdicionais, para alterar os termos do acordo assinado em prejuízo do credor. Outra razão para a existência de tais cláusulas decorre da maior estabilidade das regras jurídicas dessas praças financeiras, reduzindo os custos de transação (na modalidade custos legais) das contratações. É também pressuposto desse movimento a flexibilização do princípio da imunidade do Estado à jurisdição estrangeira, quando este age sob regime de direito internacional privado⁵¹¹.

Ainda em sentido contrário à aplicação acrítica da supremacia do Estado na contratação dos empréstimos públicos, Márcio Catapani entende que, em caso de violação de

⁵⁰⁹ PINTO, Élida Graziane. *Op. cit.*, p. 355: “Diferentemente do que preveem as suas legislações orçamentárias e outras normas de direito financeiro, os Estados em desenvolvimento submetem-se à fixação da ‘vontade privada unilateral’ dos credores da dívida pública, sem qualquer capacidade de revisitar as demais variáveis e demandas publicísticas envolvidas com a assunção de novo endividamento estatal.”

⁵¹⁰ PINTO, Élida Graziane. *Idem, ibidem*. “De todo modo, é importante observar que a determinação contratual por parte do credor e a submissão do Estado devedor aos termos fixados por aquele decorre do esvaziamento da idéia de soberania nacional. Gordillo (1998) bem lembra que – independentemente do regime do contrato ser publicístico ou privatístico – a finalidade buscada pela parte que outorga o empréstimo, pois, é sempre a mesma, qual seja, garantir a rentabilidade do seu investimento e ter segurança quanto ao retorno do capital.”

⁵¹¹ PINTO, Élida Graziane. *Op. cit.*, p. 356: “Senão veja-se que, quando há maior confiança, há maior predisposição de investidores em tomar empréstimos sujeitos à legislação e jurisdição local; se há menor confiança, maior será a exigência de que a jurisdição e a lei sejam outras. Esse esforço de fixação de outra jurisdição dos credores ocorre porque a regra da imunidade soberana, típica do Direito Internacional – segundo a qual um país não pode ser submetido contra sua vontade aos tribunais de outro país – vem sendo mitigada, quando se estima que o Estado estrangeiro atuou sob um regime de direito privado.”

normas que regulem a emissão de títulos públicos, deve-se privilegiar a segurança jurídica do mercado de dívida e, conseqüentemente do investidor, assegurando-se a totalidade do seu interesse, ainda que seja declarada a nulidade da emissão⁵¹².

Em conclusão, entendemos que, ao contratar, o Poder Público não abdica de sua autoridade, mas seleciona um instrumento que entende mais adequado para atingir ao objetivo de promover o interesse público⁵¹³. O mesmo pode-se dizer quanto ao regime jurídico aplicável à contratação, não deixando o Estado de ser Estado, meramente por sua submissão ao instrumento contratual ao qual livremente recorreu como forma de atingimento do interesse público.

Independentemente da espécie – se contrato de direito administrativo ou de direito público – aceita a natureza jurídica contratual dos empréstimos públicos, daí decorreriam duas importantes considerações. A primeira é a liberdade de contratar, expondo uma fundamental oposição em relação à compulsoriedade dos tributos (artigo 3º do CTN). A segunda diz respeito ao fato de que o seu caráter público decorre do aspecto subjetivo, dada a presença de ao menos uma pessoa de direito público na relação jurídica, fazendo incidir um conjunto especial de normas ligadas especialmente aos princípios da Administração Pública (artigo 37 da CF/88)⁵¹⁴. Como já afirmado, porém, daí não se conclui que todas as regras de direito público devam ser aplicadas.

Quando ressalta o papel da vontade na origem do crédito público, a teoria contratualista termina por excluir do conceito de empréstimo a base monetária, na medida em que esta é criada pelo Estado de forma independente de qualquer acordo de vontades⁵¹⁵. Assim,

⁵¹² CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 307: “Assim, se um título for emitido em dissonância com as normas vigentes para tanto, e for adquirido por um agente econômico qualquer, não pode o ente público pretender a anulação do título, a menos que prove a má-fé do adquirente ou do portador atual, que tenha eventualmente agido em conluio com órgãos do Estado.”

⁵¹³ MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. *Concessões*, p. 143: “A participação da Administração Pública em uma relação contratual não importa que ela esteja se despojando da autoridade ou renunciando ao poder extroverso. Significa que, para aquele específico cometimento ou para aquela satisfação do interesse coletivo, o Estado entende ser mais eficiente recorrer ao instrumento consensual (obrigacional) do que a mecanismos de autoridade (unilaterais).”

⁵¹⁴ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, pp. 6-7.

⁵¹⁵ Não é nova, porém, a ideia de que os títulos de dívida estatal têm características semelhantes à da moeda nos casos em que o governo goza de confiança da parte dos investidores. Ver, por exemplo, HAMILTON, Alexander. *First report on public credit. passim*, que afirma que quando o crédito público existe em bases confiáveis, os títulos públicos emitidos passam a ser substituto da própria moeda. “The advantage to the public creditors from the increased value of that part of their property which constitutes the public debt, needs no explanation. But there is a consequence of this, less obvious, though not less true, in which every other citizen is interested. It is a well known fact, that in countries in which the national debt is properly funded, and an object of established confidence, it answers most of the purposes of money. Transfers of stock or public debt are there equivalent to payments in specie; or in other words, stock, in the principal transactions of business, passes current as specie. The same thing would, in all probability happen here, under the like circumstances. ... It will be perceived at first sight, that the transferable quality of stock is essential to its operation as money, and that this depends on the idea of complete security to the transferee, and a firm persuasion, that no distinction can in any circumstances be made between him and the original proprietor.” Naturalmente, este

a emissão de moeda mais se assemelharia a um imposto, o chamado “imposto inflacionário” do que a uma dívida.

Considerando-se as restrições constitucionais e legais ao endividamento estatal, não se pode dizer que o Estado, na contratação de operação de crédito comporte-se da mesma forma que um particular. Entretanto, não se pode igualmente afirmar que a vontade do outro contratante (credor) do Poder Público seja irrelevante para a relação, motivo pelo qual devem-se excluir as hipóteses de se tratar a natureza dos empréstimos públicos de ato de império ou ato legislativo. Sendo assim, deve-se concluir tratar-se de caso de contrato ou instrumento financeiro, sobre os quais se aplicam normas específicas com regime híbrido de direito público e privado⁵¹⁶. Isto não implica, contudo, dizer, que os contratos de empréstimos públicos sejam contratos administrativos, a eles se aplicando a totalidade de regras previstas na Lei n. 8.666/1993.

Parte relevante da doutrina identifica a disciplina do crédito público às operações de empréstimo, nestas incluídas não apenas as operações convencionais de mútuo, mas também outras operações, como a entrega financiada de bens⁵¹⁷. Deve-se reconhecer, porém, ser delicada a questão, não se podendo falar em operação de crédito tão somente em razão de haver diferimento entre a entrega e o pagamento. Aliás, considerando as etapas da despesa pública, o diferimento entre entrega e pagamento dos bens ou serviços é a situação mais comum na esfera pública, dada a necessidade dos procedimentos para a liquidação da despesa antes do seu efetivo pagamento.

Fato é que o Estado não está limitado em suas escolhas quanto à melhor forma jurídica de atingir os seus fins. O Estado não está restrito na forma de contratação de operações de crédito, podendo empregar os diversos meios jurídicos em que o fenômeno se encontra⁵¹⁸. Nem por isso se poderá dizer que toda e qualquer contratação para pagamento futuro represente uma operação de crédito, ao menos do ponto de vista jurídico.

argumento tem maior força especialmente nos casos de emissão de títulos públicos ao portador e transferíveis por simples tradição, o que não é mais a realidade do Brasil, assim como não é mais a realidade da maior parte dos países, tendo em vista a revolução tecnológica envolvida na existência de títulos meramente escritos, cujo controle da circulação ocorre de maneira informatizada.

⁵¹⁶ Estamos cientes do debate, no âmbito da doutrina comercialista, a respeito da natureza jurídica das debêntures, às quais parte da doutrina afasta a natureza contratual, e cuja discussão poderia servir, por analogia para os títulos públicos (ver AMARAL, José Romeu Garcia do. *Regime jurídico das debêntures*, pp. 46-64). Não pretendemos entrar nesse detalhamento quanto aos títulos públicos por se afastar do tema central do presente trabalho. Basta-nos para os nossos objetivos neste Capítulo, afirmar que os empréstimos públicos, sejam veiculados por meio de contratos bilaterais, sejam por meio da emissão de títulos de dívida pública, não são atos meramente de império ou atos legislativos, aos quais não seriam aplicáveis as regras de direito privado.

⁵¹⁷ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 42: “A expressão ‘operação de crédito’, reiteradamente repetida pelo texto constitucional, deve ser entendida no sentido mais amplo possível. Nenhum caso de aplicação do conceito escapa a esta exigência. Tanto é operação de crédito o levantamento direto de um empréstimo, quanto a aquisição de bens e serviços para pagamento a médio ou longo prazo. As pessoas públicas recorrem aos empréstimos, realizando operações de crédito.”

⁵¹⁸ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Op. cit.*, p. 75: “Nenhum instrumento lhe é vedado. São-lhe acessíveis todas as formas e meios que servem ao mercado financeiro de modo geral. Nesta matéria, nenhuma restrição sobre o Estado, pelo fato de ser poder público.”

Não existem restrições à forma pela qual o Estado realiza as suas operações de empréstimo, exceto as condições e limitações previstas na LRF e nas Resoluções do Senado Federal. Respeitadas essas prescrições, o Estado pode recorrer a qualquer forma contratual que entenda melhor atender aos seus interesses de gestão fiscal, financeira e também de gestão macroeconômica⁵¹⁹.

Cesar Andrade argumenta que o artigo 29, III, da Lei de Responsabilidade é apenas exemplificativo, sendo certo que a LRF não olvidou que a dinamicidade do mercado financeiro poderia produzir novas formas de endividamento do Estado, sem se amoldarem perfeitamente às situações descritas na própria legislação⁵²⁰. Isto não significa, porém, dizer que o artigo 29, III, da LRF autorize considerar como operação de crédito qualquer operação que envolva a antecipação de recursos no tempo. O preciso significado da expressão “outras operações assemelhadas” é o de que as operações de crédito podem aparecer sob outra roupagem jurídica, mas os elementos constituidores de uma operação como operação de crédito necessariamente deverão estar presentes para que se possam aplicar os limites, vedações e condições previstos na LRF.

A maior parte da doutrina reconhece no conceito de dívida pública apenas as obrigações decorrentes da concessão voluntária de créditos, o que excluiria tanto os empréstimos compulsórios e a base monetária, quanto as chamadas “dívidas da Administração”, decorrentes de atrasos no pagamento de fornecedores, servidores e outras obrigações⁵²¹.

A LRF, porém, inclui um caso de dívida da administração no cômputo dos limites da dívida consolidada, qual seja o dos precatórios judiciais não pagos durante a execução do orçamento em que houverem sido incluídos (artigo 30, § 7º)⁵²². O fato de tal menção ocorrer de forma expressa, porém, e apenas “para fins de aplicação dos limites”, deixa claro se tratar de uma inclusão *ad hoc* e não de uma enunciação do conteúdo do conceito de dívida pública que abarque também as “dívidas da Administração”.

Quanto à base monetária, tendo em vista a possibilidade de emissão de títulos perpétuos, cujo resgate é mero direito potestativo do Estado, entende-se que a distinção entre títulos públicos e moeda não é a temporariedade do primeiro em face da perpetuidade da última, mas sim o fato de que os títulos públicos implicariam custos futuros para o Esta-

⁵¹⁹ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 38: “Não existe nenhuma limitação de ordem material acerca das formas pelas quais o Estado pode obter empréstimos, ou, mais precisamente, mútuos. Com efeito, todas as formas admitidas em direito são aptas para tanto.”

⁵²⁰ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Op. cit.*, pp. 24-5: “O objetivo da LRF é atribuir a maior amplitude possível à definição de operação de crédito, evitando que a lei deixe de ser cumprida em função da dinamicidade dos mercados, que criam constantemente novas formas de financiamento.”

⁵²¹ ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Op. cit.*, p. 26.

⁵²² ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *Op. cit.*, p. 27: “Logo, a LRF, em seu art. 30, § 7º, incluiu na definição de dívida pública consolidada, para aplicação dos limites, também a dívida da Administração (Ricardo Lobo Torres), no caso, a decorrente de condenação judicial, cujo precatório não tenha sido quitado durante a execução do orçamento respectivo. A LRF pretende, com isso, evitar o desequilíbrio das contas públicas mediante o financiamento ‘informal’ do ente, que poderia ultrapassar os limites da dívida por meio de práticas que não se inseririam na definição de operações de crédito.”

do, ao passo que a moeda não⁵²³. Contudo, com a mais recente tendência à observância de juros negativos em diversos países, mesmo essa distinção pode ser posta em dúvida.

Do ponto de vista jurídico, uma importante diferença entre os títulos públicos e a moeda consiste no fato de a última possuir curso forçado, no sentido de que apresenta poder liberatório de obrigações, o que não ocorre com os títulos públicos, que devem ser primeiro convertidos em moeda para após servirem de meio de pagamento de curso forçado⁵²⁴.

Em nossa opinião, agiu mal o legislador ao pretender conceituar operação de crédito no artigo 29, III, da LRF, sendo a atividade de definição de conceitos própria da doutrina e da dinâmica social. A desvantagem de uma tal tentativa legislativa de definição consiste no fato de o conceito apresentado não ser suficientemente claro, podendo ser utilizado tanto para uma definição ampla de operações que poderiam ser consideradas como operações de crédito, como para uma definição restrita. Ademais, por estar prevista em lei complementar, a correção de tal tentativa de conceituação deve-se dar por meio de rígido processo legislativo, o que também dificulta a sua evolução no tempo, a partir da evolução das práticas financeiras e econômicas.

Dado esse contexto, faz-se necessária a proposição de um conceito doutrinário de operações de crédito que, levando em consideração a intenção apresentada pelo legislador no artigo 29, III, e o espírito e a finalidade da LRF, além da própria CF/88, identifique os elementos caracterizadores deste tipo de operação, a distingui-la de outras operações financeiras a cargo do Estado, para as quais não deverão ser aplicadas as condições e vedações contidas na LRF aplicáveis às operações de crédito.

Com base em todos os elementos apresentados até o momento no presente trabalho julgamos ser possível definir operação de crédito, para fins da aplicação das regras de responsabilidade fiscal presentes na CF/88 e na LRF como sendo a operação financeira típica por meio da qual o Estado se vale de seu crédito junto a poupadores, públicos, privados, internos e externos, para obter, no presente, recursos, em moeda nacional ou estrangeira, com o compromisso jurídico de devolver a integralidade de tais recursos, acrescidos ou não de eventuais encargos financeiros acordados. Nas operações de crédito, portanto, o risco assumido pela contraparte está intimamente relacionado ao risco geral de solvência do Estado, sendo este o responsável imediato ou mediato pela devolução dos recursos no futuro.

Partindo deste conceito será possível identificar as operações sobre as quais deverão incidir as regras específicas previstas na Constituição e na LRF, distinguindo das operações em que, embora haja recurso ao crédito público, não se apresentam como operação de crédito, do ponto de vista jurídico.

⁵²³ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 181, n. 523: “Pode-se concluir, portanto, que sob a perspectiva da obtenção de recursos pelo Estado, os títulos públicos diferenciam-se da moeda não simplesmente porque são, no mais das vezes, temporários. A diferença real reside no fato de que a moeda não implica gastos posteriores para o Estado, em contraposição aos títulos, que necessariamente pressupõem tais gastos futuros.”

⁵²⁴ CATAPANI, Márcio Ferro. *Op. cit.*, p. 183: “Nos termos do art. 2º, *caput*, da Lei n. 8.880/94, combinado com o art. 1º, *caput*, da Lei n. 9.069/95, o real, moeda corrente brasileira, tem poder liberatório, ou seja, tem a capacidade de extinguir as obrigações cuja prestação tenha por conteúdo dar valor determinado – pagar quantia certa –, não podendo ser recusado o seu recebimento em tais circunstâncias.

OPERAÇÕES ESTRUTURADAS: CONCEITO, OPORTUNIDADES E IMPACTOS NAS FINANÇAS PÚBLICAS

3.1 PROPOSTA DE CONCEITO DE OPERAÇÕES ESTRUTURADAS PARA O DIREITO FINANCEIRO

A compreensão do direito depende da compreensão e da interpretação dos conceitos que são nele apresentados. Como fenômeno social e linguístico, os conceitos jurídicos apresentam a chamada “textura aberta”, podendo haver casos em que a aplicação e apreensão do sentido das normas é perfeitamente simples e casos em que essa aplicação se torna um desafio⁵²⁵.

Geraldo Ataliba, escrevendo a partir de uma fundamentação normativista, advogava serem poucos os pontos de contato entre o Direito Financeiro, tido como “mero capítulo do direito administrativo”, e a Ciência das Finanças. Considerações de ordem política, econômica e sociológica seriam problema da Ciência das Finanças, ao passo que ao Direito caberia observar exclusivamente as normas jurídicas e os conceitos nucleares do direito, considerados “exclusivamente formais” e estruturados “com instrumental e categorias do direito e informados somente por princípios jurídicos”⁵²⁶.

Na doutrina administrativista verifica-se a atenção para o fenômeno da convergência entre os contratos administrativos e os contratos privados da administração⁵²⁷. Essa con-

⁵²⁵ WACKS, Raymond. *Philosophy of law: a very short introduction*, p. 50: “Hart claims that we cannot properly understand law unless we understand the conceptual context in which it emerges and develops. He argues, for instance, that language has an ‘open texture’: words (and hence rules) have a number of clear meanings, but there are always several ‘penumbral’ cases where it is uncertain whether the word applies or not.”

⁵²⁶ ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 73-4, nota de rodapé.

⁵²⁷ OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. *Licitações e contratos administrativos*, p. 219: “Registre-se, todavia, que a tendência é a relativização da distinção entre os contratos administrativos e os contratos pri-

vergência se dá tanto pela compreensão publicista de que o interesse público não deve servir de justificativa para o desrespeito aos interesses privados⁵²⁸, devendo com eles se conciliar, quanto pela compreensão privatista da função social do contrato privado⁵²⁹. Não haveria, portanto, clareza na linha fronteira entre o chamado regime de direito público e o chamado regime de direito privado⁵³⁰.

Esses fenômenos são centrais para o nosso trabalho, na medida em que as operações estruturadas são formadas a partir de um complexo de contratos assinados pela Administração com entes públicos e privados, visando ao interesse público, mas em estreita coope-

vados da Administração, especialmente a partir da releitura das cláusulas exorbitantes e uniformização do regime jurídico, inclusive no Direito Comunitário Europeu.”

⁵²⁸ Agrega-se a isso a crítica a respeito da ideia de interesse público, conforme SCHIRATO, Vitor Rhein. *As empresas estatais no direito administrativo econômico atual*, p. 151: “Em uma sociedade pluriclasse na qual cada vez mais se concede poder de participação aos mais distintos grupos sociais, não há como falar na existência de um interesse público homogêneo, claro e aferível em qualquer caso. Há, nas decisões públicas, um embate de diversos interesses coletivos legítimos que merecem tutela pelo Ordenamento Jurídico. E, nesse sentido, o exercício do poder de controle nas empresas estatais é absolutamente emblemático, visto que nada mais configura do que um conflito entre o interesse do Estado e os interesses de diversos agentes, incluindo os acionistas minoritários.” E na página 177: “Destarte, o que temos hoje – na esteira do que já desenvolvemos em diversos trechos desta obra – é a existência de uma pluralidade de interesses coletivos dotados de legitimidade, que, após processo de arbitramento e ponderação, resultam na eleição de um interesse coletivo que prevalece no caso concreto (interesse público propriamente dito ou interesse público primário, conforme acepção atual do termo) sobre outros interesses coletivos e privados, que devem ser respeitados pela Administração Pública, e de outros interesses privados da própria Administração Pública, na qualidade de titular de direitos e obrigações.

O que é tutelado pelo Ordenamento jurídico é o interesse público – fruto da mediação e da ponderação de diversos interesses coletivos dotados de legitimidade – e os interesses privados juridicamente protegidos. Os interesses privados da Administração Pública não recebem qualquer proteção do Ordenamento Jurídico. Contudo, entendemos equivocada a simples negativa de sua existência, como fazem alguns autores. Não é porque algo não encontra proteção jurídica que simplesmente não existe. Muito ao contrário, deve ser constatada sua existência para que sejam aplicáveis os remédios jurídicos cabíveis.”

⁵²⁹ OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. *Op. cit.*, pp. 234-5: “É importante notar, contudo, que a afirmação da supremacia da Administração nos contratos administrativos, em razão da presença natural/automática das cláusulas exorbitantes, começa a ser relativizada por parcela da doutrina.

Isto porque o tradicional princípio da supremacia do interesse público sobre o privado tem sido questionado a partir dos argumentos assim sintetizados: a) o interesse público e os direitos fundamentais não são necessariamente colidentes e não são hierarquizados pela Constituição Federal; b) em vez de supremacia abstrata, o administrador deve justificar, concretamente, a prevalência do interesse a ser satisfeito em cada atuação.” No mesmo sentido Fernando Dias de Almeida, com base em Hans Kelsen, ALMEIDA, Fernando Dias Menezes de. *Contrato administrativo*, p. 116: “Conceber, enfim, a distinção entre Direito público e privado como algo absoluto – expressando, no primeiro caso, a relação de sujeitos de valor diverso, que se confrontam numa relação antes de poder, do que juridicamente em sentido estrito – não tem caráter científico, senão de caráter ideológico, que pode levar, por exemplo, à tentativa de redução da vinculação da Administração às leis, ou, se outro lado, à sugestão de que não há dominação política no setor do Direito privado.”

⁵³⁰ SCHIRATO, Vitor Rhein. *As empresas estatais...*, p. 84: “Ademais, a dicotomia público/privado encontra-se em profunda crise. Não é mais possível divisar com nitidez qual é o espaço público e qual é o espaço privado, dado que o papel dos cidadãos na Administração Pública cresce a cada dia e a ação administrativa se desverticaliza, aproximando-se das relações privadas.”

ração com o mercado privado financeiro e de capitais e, conseqüentemente, com o interesse privado⁵³¹.

É preciso atentar para o fato de que a chamada “fuga para o direito privado” ocorre em um contexto no qual se reconhece a existência de amarras à ação experimental do agente público como um óbice ao atingimento de resultados mais efetivos e econômicos por parte da Administração Pública⁵³². Em que pesem os argumentos e discursos em favor da adoção de um paradigma gerencial na Administração Pública, a forma de controle da Administração praticada reforça inadvertidamente a necessidade de estrito cumprimento de procedimentos⁵³³, o que termina por levar a conseqüências desastrosas no que se refere aos níveis de eficiência observados pelo setor público⁵³⁴.

É preciso que se reconheça que o experimentalismo é parte do dia a dia das organizações, inclusive das organizações públicas, e que esse experimentalismo, por vezes, conduzirá a falhas que precisarão ser corrigidas. Isso não se confunde com aceitar o improvisado

⁵³¹ SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas: “Perde o sentido alegar que este ou aquele instituto jurídico é típico do Direito privado ou do Direito público. Há inegável tendência de adoção de instrumentos privados pela Administração Pública e somente com a efetivação desta tendência é que se poderá ter projetos sérios e sólidos no campo da PPP. Conquanto sejam atendidos os direitos e as garantias fundamentais dos cidadãos e sejam realizados legalmente tendo o termo legalmente função ampla, incluindo todo o Direito, que é uno e indivisível os fins do Estado, de acordo com os cânones da Constituição Federal, não há o que se questionar, há apenas de se aplicar a lei aplicável.”

⁵³² ESTORNINHO, Maria João. *A Fuga para o Direito Privado: Contributo para o Estudo da Atividade de Direito Privado da Administração Pública*, pp. 39-40: “(...) esse carácter mais activo e mais interventor da Administração Pública é indissociável só seu recurso a novos métodos de actuação. Na verdade, esta actuação intervencionista do Estado nem pré exequível através da organização burocrática tradicional da Administração Pública, pelo que esta precisa de recorrer a novos modelos de organização e de actuação mais flexíveis e dinâmicos. E, se esta utilização do Direito Comum era inicialmente muito limitada, reduzindo-se praticamente a aquisição contratual dos bens indispensáveis ao funcionamento da Administração e ao desenvolvimento da sua actividade, aos poucos cresceu e generalizou-se.”

⁵³³ PIRES, Roberto Rocha C. Beyond the fear of discretion: flexibility, performance, and accountability in the management of regulatory bureaucracies, p. 3: “Research in different fields – such as socio-legal studies (Bittner 1967, 1990; Wilson 1968; Van Maanen 1973, 1978; Brown 1981; Silbey & Bittner 1982) and policy studies (Leonard 1977; Lipsky 1980; Wilson 1989; Maynard-Moody & Musheno 2003) – has empirically demonstrated that bureaucratic discretion is pervasive and possibly indispensable in legal and administrative systems. Despite what appears to be the inevitability of discretion, debates have more often been characterized by the fear of bureaucratic tyranny and the risks of unchecked decisionmaking than by the potential benefits of responsible exercise of discretion.” Já tivemos a oportunidade de tratar desse tema da perspectiva das normas penais aplicáveis à administração pública. Ver ARELLANO, Luis Felipe Vidal. *Administração pública gerencial e Direito Penal burocrático: implicações na dogmática penal da aplicação do gerencialismo na administração pública brasileira*.

⁵³⁴ PIRES, Roberto Rocha C. *Idem, ibidem*: “Retrospective evaluations have demonstrated that legal procedures and oversight do reduce levels of discretion. However, they also showed that the remedy has been as bad as (if not worse than) the disease. For example, Bryner (1987) and Handler (1986) documented how excessive and misdirected actions to reduce discretion have damaged the capability of public sector organizations to accomplish delegated tasks, by making administrative processes more confusing and in general reducing the ability of agencies to function effectively. As a result, additional attention to bureaucratic procedures has undermined parallel attention to aiding organizations making the complex decisions necessary for the implementation of policies and regulation.”

no setor público, mas implica aceitar como natural uma maior carga de incerteza quanto às consequências da ação estatal, em virtude da inevitável incompletude da informação detida pelo agente público e, conseqüentemente, das justificativas e motivações apresentadas pelo agente público como fundamento para a sua ação administrativa. O grande desafio, portanto, não se encontra apenas no alinhamento de incentivos no setor público e na cobrança de resultados, mas, em última instância, na formulação de procedimentos e instituições que permitam ao Poder Público, junto à sociedade, construir as melhores soluções possíveis para problemas complexos, observada a racionalidade limitada existente tanto no setor público quanto no setor privado⁵³⁵.

O regime contratual de direito público não é outra coisa senão o conjunto de regras voltado à concessão de faculdades especiais à Administração Pública, tendo em vista o interesse público que orienta as suas contratações, assim como a concessão de garantias específicas ao contratado, sobretudo o resguardo do equilíbrio econômico-financeiro do acordo original⁵³⁶, como compensação às prerrogativas detidas pela Administração.

Contudo, conforme já argumentamos, não é certo afirmar que as cláusulas exorbitantes, típicas do regime contratual de direito público, sejam sempre um benefício para a Administração. É seguro dizer que a presença dessas cláusulas nos contratos com a Administração é levada em consideração na precificação dos bens e serviços demandados pela Administração, sendo certamente um dos responsáveis pela diferença de preços de mesmos itens quando adquiridos por particulares ou entes públicos. Por esta razão também, deve-se relativizar a capacidade de se atender ao interesse público por meio das cláusulas exorbitantes⁵³⁷.

⁵³⁵ Sobre o experimentalismo na Administração Pública, ver PIRES, Roberto Rocha C. *Op. cit.*, p. 4: “The second model, the Experimentalist Governance (EG) approach, emerges as a criticism by EG scholars (such as C. Sabel, J. Zeitlin, M. Dorf, and W. Simon) of the untenability of the economic, rational framework at the heart of NPM proposals, most specifically the principal-agent relationship. Drawing from institutional economics, NPM models in general separate conception from execution and assume the existence of principals (be they civil society actors, political parties, elected officials, etc.) who already know what needs to be done to solve collective problems. (...) In contrast, EG scholars argue that there are no such principals in the polity with the robust and panoramic knowledge or unchallenged consensus assumed for this directive role. Therefore, the main problem for reform is not to determine performance targets and the right incentive system, but to determine ways actors can interact, discover, and learn together what needs to be done, and how to do it (Sabel 2004, 2005).

Thus, in this second managerial model of regulation, the solution to achieving regulatory efficacy requires experimentalist organizations ‘that assume the provisionality of their goals and institutionalize social learning by routinely questioning the suitability of their current ends and means, and by periodically revising their structures in light of the answers’ (Sabel 2004, p. 4). Experimentalist organizations display the attitude of constantly detecting and correcting errors at the lowest levels, and then adjusting the higher level structures to generalize successes and encourage more refined error detection.”

⁵³⁶ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*, p. 112: “... De forma muito genérica, para não nos desviar do foco do presente estudo, pode-se entender que o regime jurídico de Direito público dos contratos nada mais é do que a conferência, por um lado, de poderes extraordinários à Administração Pública, que quebram a horizontalidade da relação contratual (as chamadas cláusulas exorbitantes), e, por outro lado, de garantias especiais ao contratado (principalmente o direito à manutenção do equilíbrio econômico-financeiro da avença), em contrapartida aos poderes da Administração Pública.”

⁵³⁷ OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. *Op. cit.*, p. 235: “As prerrogativas unilaterais em favor do Estado desequilibram a relação contratual, gerando insegurança e risco ao particular que, naturalmente,

Quanto tratamos de operações estruturadas, no sentido da expressão utilizado neste trabalho, estamos no contexto de operações financeiras e contratuais que implicam no comprometimento do orçamento estatal por prazos normalmente superiores aos de vigência normal dos créditos orçamentários. Nestas operações, que visam a alocar de forma específica recursos públicos e privados, além de deslocar riscos no tempo e entre agentes, a engenharia financeira e contratual que se empreende visa a possibilitar o financiamento de projetos de alto vulto financeiro, grande risco de execução (seja de construção ou de operação), e retornos sociais elevados.

Desponta, ademais, que a distinção entre o mercado financeiro e o mercado de capitais, baseada na existência de intermediários financeiros no primeiro, na figura dos bancos, em contraposição ao recurso direto aos poupadores proporcionado pelo mercado de capitais, perde seus contornos claros a cada dia, em razão da própria evolução dos instrumentos financeiros e também da regulação dos respectivos mercados, que permitem cada vez mais a existência de pontos cegos e de pontos de sobreposição⁵³⁸. Assim, não apenas a fronteira entre o direito público e o privado se tornam menos nítidas, mas também as próprias disciplinas teóricas no campo privado, aplicáveis às operações estruturadas, passam a se interpor e se confundir.

A característica de comprometimento fiscal no longo prazo das operações estruturadas, aliada à construção *ad hoc* de muitas das combinações possíveis de instrumentos jurídicos comuns do meio privado, mas ainda pouco empregados pelos governos, leva, por vezes, a uma classificação apressada de tais operações como operações de crédito, sujeitando-as às restrições constitucionais e legais que vimos descrevendo até o presente momento neste trabalho. Ainda que se possam identificar alguns pontos comuns entre as operações de crédito e algumas operações estruturadas, em geral, a forma de alocação de riscos e de deslocamento espacial e temporal dos recursos em cada um dos casos é absolutamente diversa, sendo suficiente para afastar as regras restritivas contidas, principalmente, na LRF.

Isso não implica dizer, por outro lado, que as operações estruturadas devam ser mantidas fora do campo de atenção do direito financeiro e das normas relativas à responsabi-

embutirá o risco incerto em sua proposta apresentada durante o procedimento licitatório, elevando o preço a ser cobrado do poder público.”

⁵³⁸ CATAPANI, Márcio Ferro. *Titulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, pp. 240-1: “Uma das diferenças essenciais entre o mercado financeiro stricto sensu e o de capitais é que, no primeiro, dá-se a denominada intermediação financeira, com instituições que genericamente podem ser denominadas de bancos captando recursos de alguns agentes e repassando-os a outros. Destarte, as instituições em tela assumem diretamente o risco do inadimplemento. Já no mercado de capitais, o fenômeno que ocorre é o da desintermediação financeira, havendo aqueles que necessitam desses recursos para exercer suas atividades. E, nesse caso, o risco passa a ser sofrido diretamente pelo investidor.

A distinção entre tais mercados, em geral, não tem maior utilidade prática. Se, no passado, podia-se afirmar com alguma segurança que o ente regulador do mercado financeiro stricto sensu e do mercado monetário era o Bacen, sendo a regulação do mercado de valores mobiliários competência da CVM, tal tese não mais se sustenta nos presentes dias. A evolução no tratamento dos temas financeiros evoluiu e continua evoluindo de forma a dificultar uma visão conceitual estanque dos instrumentos negociados em cada um desses mercados.”

lidade fiscal. Como será demonstrado, é possível que o quadro seja exatamente o contrário, a justificar atenção por parte da doutrina jurídica e também da literatura econômica, para os riscos potenciais, em alguns casos, da adoção de estratégias de operações estruturadas em lugar de operações convencionais de financiamento. Isso é especialmente relevante no caso de operações envolvendo parcerias público-privadas e no caso de operações realizadas por meio da constituição de empresas estatais.

Passamos, outrossim, à análise de algumas das expressões mais comuns de operações estruturadas, buscando em cada uma delas identificar as características que despontam como itens a justificar a atenção da dogmática jurídica para a relação entre operações estruturadas e endividamento público, em especial em face dos dilemas até aqui apresentados relativos ao impacto do endividamento sobre a igualdade entre gerações e igualdade entre regiões no país.

3.2 OPERAÇÕES ESTRUTURADAS NO SETOR PÚBLICO E IMPACTOS FISCAIS

3.2.1 Operações envolvendo empresas estatais

A história das empresas estatais confunde-se com a história das sociedades anônimas, assim como com a história do financiamento público. Isto, pois na origem das sociedades anônimas estava a necessidade de o Estado financiar empreendimentos arriscados nas novas terras descobertas no continente Americano e nas Índias Orientais⁵³⁹. Assim, essas sociedades foram no seu início o mecanismo de captação de recursos para empreendimentos específicos de interesse estatal⁵⁴⁰.

⁵³⁹ FERGUSON, Niall. *The ascent of money: a financial history of the world*, pp. 128-9: “The story of the company had begun a century before Law’s arrival and had its origins in the efforts of Dutch merchants to wrest control of the lucrative Asian spice trade from Portugal and Spain. Europeans craved spices like cinnamon, cloves, mace, nutmeg and pepper not merely to flavour their food but also to preserve it. For centuries, these commodities had come overland from Asia to Europe along the Spice Road. But with the Portuguese discovery of the sea route to the East Indies via the Cape of Good Hope, new and irresistibly attractive business opportunities opened up. The Amsterdam Historical Museum is full of paintings that depict Dutch ships en route to and from the East Indies. One early example of the genre bears the inscription: ‘Four ships sailed to go and get the spices towards Bantam and also established trading posts. And came back richly laden to... Amsterdam. Departed May 1, 1598. Returned July 19, 1599.’ As that suggests, however, the round trip was a very long one (fourteen months was in fact well below the average). It was also hazardous: of twenty-two ships that set sail in 1598, only a dozen returned safely. For these reasons, it made sense for merchants to pool companies operating out of the major Dutch ports. However, in each case the entities had a limited term that was specified in advance – usually the expected duration of a voyage – after which the capital was repaid to investors. This business model should not suffice to build the permanent bases and fortification that were clearly necessary if the Portuguese and their Spanish allies were to be supplanted. Actuated as much by strategic calculations as by the profit motive, the Dutch States-General, the parliament of the United Provinces, therefore proposed to merge the existing companies into a single entity. The result was the United East India Company – the *Vereenigde Nederlandsche Geocroyeerde Oostindische Compagnie* (United Dutch Chartered East India Company, or VOC for short), formally chartered in 1602 to enjoy a monopoly on all Dutch trade east of the Cape of Good Hope and west the Straits of Magellan.”

⁵⁴⁰ CATAPANI, Márcio Ferro. *Titulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*, p. 77.

As empresas estatais, porém, podem ser a origem de desequilíbrios fiscais, quando tratadas de forma totalmente isolada do ente estatal controlador. Essa realidade foi vivida no Brasil durante boa parte do século XX, quando sequer se era capaz de obter uma visão global sobre o orçamento das empresas estatais, com o objetivo de avaliar eventual desequilíbrio entre receitas e despesas⁵⁴¹.

A facilidade relativa de financiamento que encontram as empresas estatais conduz com frequência ao seu agigantamento, levando a uma alocação ineficiente de recursos pelos agentes financiadores, potencializando o risco fiscal a ser suportado pelo ente público controlador⁵⁴².

A questão do impacto do regime de execução das empresas estatais sobre o endividamento público se coloca mais uma vez no contexto da chamada “fuga para o direito privado”⁵⁴³. Mais corretamente, pode-se dizer que o que se opera não é simples fuga para o direito privado, mas verdadeira superação da dicotomia entre direito público e privado, em ambos os casos se adotando conceitos e institutos extraídos do conjunto outrora pertencente ao outro grupo⁵⁴⁴. A utilização pelo Estado de instrumentos próprios do direito privado, como é o caso das empresas mercantis, é exemplo desta tendência que, com alguma frequência, ocorre também por razões fiscais.

Embora se trate de norma voltada à regular a organização da administração pública federal, o Decreto-lei n. 200/67 ainda é, juntamente à Constituição Federal de 1988, a principal referência legislativa a tratar da organização da Administração Pública no Brasil⁵⁴⁵.

⁵⁴¹ LOCHAGIN, Gabriel Loretto. A unificação dos orçamentos públicos pela Constituição de 1988, p. 195: “O orçamento das empresas estatais não existiu, como um documento que consolidasse os gastos, até 1979, com a criação da Secretaria de Controle das Empresas Estatais (SEST), pelo Dec. 84.128, de 29.10.1979. Nem mesmo o governo tinha, até então, a informação precisa do total de suas empresas estatais.”

⁵⁴² SCHIRATO, Victor Rhein. *As empresas estatais no direito administrativo econômico atual*, p. 164: “Desa zona cinzenta da legalidade da ação interventiva do Estado emerge um dos mais relevantes riscos relacionados às empresas estatais, qual seja o agigantamento indevido de sua atuação, sobretudo levando-se em conta a facilidade de financiamento de tais empresas, o que, a nosso ver, não foi objeto de muitas considerações doutrinárias no Direito brasileiro. Isto ocorre, pois, a doutrina do Direito Administrativo apresenta sempre uma preocupação contrária ao risco a que nos dedicaremos, na medida em que demonstra constante preocupação em assegurar privilégios e proteções às empresas estatais, o que apenas fomenta seu agigantamento desproporcional, sobretudo considerando-se a fragilidade da responsabilização de seu dono, decorrente da constante alternância de poder ínsita à democracia.”

⁵⁴³ Sobre o tema ver ESTORNINHO, Maria João. *A fuga para o direito privado... cit., passim*.

⁵⁴⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*, p. 137: “Sem querer repisar fatos universalmente conhecidos, a substituição do Estado liberal pelo Estado social não acarretou, como se imaginava a princípio, uma simples ‘publicização’ do direito privado, mas também uma ‘privatização’ do direito público. De um lado, o Estado passou a lançar mão de típicos instrumentos provados – como a sociedade mercantil e a empresa capitalista, de modo geral – para desempenhar suas novas funções sociais. De outro, – e é isto que nos interessa especialmente, no caso – a técnica do direito premial ou promocional substituiu os tradicionais comandos legais permissivos ou proibitivos, ao mesmo tempo em que os particulares passaram a ser responsabilizados pelo cumprimento de funções sociais, nova categoria dos agentes privados, investidos de funções sociais.”

⁵⁴⁵ PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal: função econômica e dilemas societários*, p. 92: “No Brasil, o modelo de direcionamento e fiscalização da atuação empresarial pública possui feição setorial e baseia-se essencialmente no princípio da supervisão ministerial, previsto no Decreto-lei federal n. 200,

As empresas estatais gozam de autonomia patrimonial, como decorrência da sua personalidade jurídica autônoma em relação ao ente estatal que a instituiu. Pelo mesmo motivo, as empresas estatais gozam de autonomia gerencial, orçamentária e financeira, donde decorre a sua maior eficiência, ou donde, ao menos, se espera a obtenção de maior eficiência⁵⁴⁶. Esta autonomia se revela juridicamente na ausência de dever de obediência da administração da empresa pública em relação a ordens emanadas da administração direta. A influência do governo sobre a empresa se dá, portanto, por meio da influência institucional ou moral sobre os seus órgãos societários⁵⁴⁷.

A contradição entre o interesse dos sócios no lucro, decorrente da própria estrutura empresarial da sociedade anônima, na forma do artigo 2º da Lei das Sociedades Anônimas (LSA), e o interesse da comunidade, cuja observância se impõe no rigor do parágrafo único do artigo 116 da mesma lei, é elemento estrutural da visão institucionalista das sociedades estatutárias, como é o caso das sociedades anônimas. Contudo, isto fica ainda mais evidente no caso das sociedades de economia mista, posto que estas ainda devem atender ao disposto no artigo 238 da LSA.

Não cabe ao Estado interferir na atividade econômica com o objetivo de auferir rendimentos, posto que na forma da Constituição Federal o Estado apenas poderá interferir na atividade econômica para prestação de serviços públicos (art. 175) ou quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou à proteção de relevante interesse coletivo (art. 173). Sendo assim, argumenta-se que o interesse público que orienta a criação da empresa estatal deveria sempre preponderar sobre o interesse de obtenção de lucro, pondo em conflito os interesses do Estado controlador e dos minoritários privados⁵⁴⁸.

de 25 de fevereiro de 1967, e largamente reproduzido em nível subnacional.”

⁵⁴⁶ PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Op. cit.*, p. 95: “A personalidade jurídica de direito privado confere ainda à empresa estatal elevado grau de autonomia gerencial, orçamentária e financeira, permitindo-lhe maior flexibilidade de atuação.”

⁵⁴⁷ PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Op. cit.*, p. 96: “O relacionamento entre as administrações direta e indireta não se baseia na lógica da subordinação hierárquica tradicional, vale dizer, não existe o dever jurídico de obediência entre autoridades da administração direta e dirigentes das entidades descentralizadas.” E na p. 97: “(...) Nesse contexto, cabe à autoridade ministerial situada no plano externo à companhia definir as prioridades, sem interferir demasiadamente na administração cotidiana. Essa competência pode ser exercida através de canais institucionais ou de contatos informais.” E, em seguida, na p. 109: “A rigor, os dirigentes de empresas estatais não devem obediência formal às ordens administrativas externas. Tais comandos possuem natureza de mera recomendação, salvo quando editados no exercício de competência regulatória legalmente reconhecida. A efetividade das prescrições emanadas do governo central depende essencialmente do grau de credibilidade da ameaça implícita de substituição dos gestores recalcitrantes, o que, por sua vez, está sujeito a todo tipo de injunções políticas.”

⁵⁴⁸ PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Op. cit.*, p. 372: “Em primeiro lugar, ‘interesse público’ não quer dizer interesse estatal, pois ambos podem não coincidir, necessariamente, sobretudo em país como o nosso, em que o Estado muito raramente foi representativo do povo, ou da sociedade civil. Ademais, a estrutura da sociedade de economia mista encerra, em si mesma, grave contradição. As companhias exploram, por definição legal, empresas lucrativas. Mas o regime econômico consagrado na Constituição não assina ao Estado, por função, produzir lucros. A legitimidade da ação estatal, ainda e sempre, é o serviço público, a produção de bens e serviços que não podem ser obtidos no regime da exploração privada, de modo eficiente e justo, sem discriminações entre os consumidores, de acordo com o princípio da deman-

Neste contexto, questiona-se inclusive a função dos direitos políticos dos minoritários na sociedade de economia mista, colocando-se em perspectiva a possibilidade de outros instrumentos de investimento em lugar da participação acionária, de maneira a permitir o financiamento privado de empreendimentos públicos⁵⁴⁹⁻⁵⁵⁰.

A regra geral é de que o acionista controlador não responde pessoalmente pelas dívidas da sociedade. Essa responsabilização apenas ocorrerá em regra nos casos de violação dos deveres fiduciários tratados principalmente nos artigos 115, 116 e 117 da LSA⁵⁵¹. No caso das empresas estatais, porém, essa regra é usualmente flexibilizada, com consequências fiscais por vezes não planejadas.

No caso das obrigações de titularidade das empresas estatais, encontra-se um dilema essencial. Se por um lado, a execução forçada da sociedade poderia colocar em risco o interesse público ligado à sua criação – especialmente nos casos de sociedades prestadoras de serviços públicos –, por outro, ausente essa possibilidade e também ausente a responsabilidade subsidiária do ente público controlador, estar-se-á diante de absoluta incapacidade dos credores de satisfação dos seus créditos. Esse tema se liga à execução forçada por meio da penhora e alienação em hasta pública de bens de empresas estatais, mas também à possibilidade de execução coletiva destas entidades, em regime falimentar.

É nesta ordem de considerações que, em face da previsão do artigo 173, § 1º, II, da Constituição Federal de 1988, Mauro Rodrigues Penteadado põe em dúvida a constitucionalidade da exclusão das empresas públicas do regime de falência e recuperação de empresas, que atualmente se lê no artigo 2º, I, da Lei de Recuperação de Empresas e Falências (LREF). Contudo, Penteadado afirma que se poderia considerar constitucional tal dispositivo apenas sob o entendimento de que ao Estado caberia sempre responsabilidade subsi-

da solvável, como ocorre com a empresa capitalista. A função da empresa estatal não é a geração de receita sob a forma de lucro empresarial, mas a preservação da segurança nacional, ou a organização de setor que não possa ser desenvolvido com eficácia no regime de competição e de liberdade de iniciativa (Constituição Federal, art. 173). O dilema que se apresenta ao Estado, enquanto acionista controlador, é pois o de perseguir o interesse público antes e acima da exploração lucrativa – o torna sem sentido a participação societária do capital privado no empreendimento; ou dar lugar ao interesse público apenas quando este se coloca em conflito com objetivo normal de produção de lucros – o que infringe o princípio constitucional assinalado.”

⁵⁴⁹ PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Op. cit.*, p. 560: “Consideramos, outrossim, o caso das sociedades de economia mista. A sua criação só se justifica, evidentemente, para exercício de uma função eminentemente social, não fazendo sentido que o Estado procure obter ingressos públicos com a especulação lucrativa, que não é simples amortização de investimentos. Se na sociedade de economia mista só o Estado é empresário, por força de lei, por que teimar em manter a ficção do voto em assembleia e da partilha de lucros entre sócios? Se há interesse em atrair o investimento privado nesse tipo de atividade empresarial, como entendemos que existe, ele pode, perfeitamente, consubstanciar-se em papéis de renda fixa, com direito ao incremento dos chamados ‘ganhos de capital’, ou seja, sem as características de um empréstimo.”

⁵⁵⁰ A respeito desse ponto, válida é a menção à disciplina das “partes beneficiárias” (artigo 46 e ss da LSA) para as companhias fechadas.

⁵⁵¹ CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*, p. 279: “Por fim, não é demais registrar que o controlador não responde pessoalmente pelas obrigações contraídas pela companhia, ressalvadas, por certo, as hipóteses de irregularidades, fraudes ou ilícitos.”

diária pelas obrigações de suas empresas públicas, independentemente da forma societária adotada⁵⁵².

No caso das sociedades de economia mista, um elemento adicional deve ser avaliado, que consiste no fato de que, na redação original do artigo 242 da Lei n. 6.404/76, havia expressa menção à ideia de que as sociedades de economia mista não estariam sujeitas à falência, sendo os seus bens penhoráveis e executáveis e cabendo à pessoa jurídica controladora responder subsidiariamente pelas obrigações da sociedade. Tal regra foi revogada pelo artigo 10 da Lei n. 10.303/01, após o que houve dúvida na doutrina a respeito da possibilidade ou não da aplicação da falência a essas empresas. O assunto foi novamente tratado no ano de 2005, a partir da exclusão expressa realizada pelo artigo 2º, I, da Lei 11.101/2005⁵⁵³.

A motivação para a existência do artigo 242 da Lei n. 6.404/76, declarada na exposição de motivos da lei, consistia no fato de que o interesse público ligado à sua criação não poderia ficar sujeito aos interesses privados que justificariam a administração, ainda que provisória, da entidade, por um terceiro, no interesse dos credores⁵⁵⁴. Em virtude dessa justificativa e da isonomia pretendida pela CF/88 no artigo 173, § 1º, parte da doutrina entendia tal dispositivo como aplicável apenas às sociedades de economia mista prestadoras de serviços públicos, plenamente aplicável a falência às sociedades de economia mista que explorassem atividade econômica em sentido estrito⁵⁵⁵.

⁵⁵² PENTEADO, Mauro Rodrigues. Artigo 2º: itens 21 a 24, pp. 105-6. “Embora não tenha sido aprovada a lei a que se refere o art. 173, § 1º da CF, estabelecendo o regime jurídico dessas sociedades controladas pelo Poder Público, os princípios maiores a que estão submetidas ... colocam em dúvida a constitucionalidade do dispositivo comentado, embora sempre se possa sustentar que a responsabilidade subsidiária do acionista controlador o tornaria compatível com o comando constitucional, mormente porque a lei disciplinadora que está por vir deverá regular as relações da empresa pública com o Estado e a sociedade (...). Sendo o capital da empresa pública de exclusiva titularidade do Estado, é este que deve adotar as providências necessárias à superação da crise econômico-financeira da empresa pública, bem como diligenciar para que cumpra pontualmente as suas obrigações, cabendo-lhe responder subsidiariamente pelos pagamentos não realizados, inclusive em juízo.” No mesmo sentido SCHIRATO, Victor Rhein. *As empresas estatais no direito administrativo econômico atual*, p. 123: “Logo, uma primeira conclusão a que se consegue chegar sobre o tema da falência nas empresas estatais é a de que a exclusão operada pelo legislador do regime de execução coletiva implicou *ipso iure* uma imposição de responsabilidade subsidiária ao Estado controlador da empresa estatal, visto que não há como conceber que não haja qualquer instrumento jurídico garantidor da solvência de tais entidades.”

⁵⁵³ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Op. cit.*, p. 106.

⁵⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova lei das sociedades anônimas, pp. 365-6: “Essa imunidade prevista no revogado art. 242 encontrava o seu fundamento na necessidade de ser preservado o interesse público que presidiu a instituição da sociedade de economia mista; com efeito, entendia-se não se justificar que os credores, e não os representantes do Estado, passassem, em caso de falência, a dirigir as atividades da companhia de economia mista.”

⁵⁵⁵ Ver GRAU, Eros Roberto. Execução contra estatais prestadoras de serviço público. Revista trimestral de direito público, p. 99: “Da mesma forma, no parágrafo 1º, do artigo 173 a expressão conota atividade econômica em sentido estrito: determina fiquem sujeitas ao regime próprio das empresas privadas, inclusive quanto às obrigações trabalhistas e tributárias, a empresa pública, a sociedade de economia mista e outras entidades que atuem no campo da atividade econômica em sentido estrito; o preceito, a toda evidência, não alcança empresa pública, sociedade de economia mista e entidades (estatais) que

Logo após a revogação do artigo 242, Modesto Carvalhosa entendeu ser plenamente aplicável o regime falimentar às sociedades de economia mista, com fundamento no fato de que a revogação do dispositivo fora proposto no Projeto de Lei n. 3.115/97, sob o argumento de que o tratamento diferenciado dado às sociedades de economia mista violaria a CF/88 no seu artigo 173, §1º⁵⁵⁶. Ao mesmo tempo, entendeu o autor que, com isso, desapareceria a figura da responsabilidade subsidiária⁵⁵⁷, exceto nos casos em que as obrigações tivessem sido contraídas durante a vigência do artigo 242⁵⁵⁸.

A discussão voltou à tona com a aprovação da Lei n. 11.101/05, que, em seu artigo 2º, I, expressamente excluiu do regime falimentar e de recuperação as empresas públicas e sociedades de economia mista. Já sob a nova vedação, Haroldo Verçosa entendeu ser inconstitucional a limitação do regime falimentar às empresas estatais, sob o argumento de que não se coadunaria com o princípio da moralidade administrativa permitir a existência de empresa subcapitalizada atuando junto ao mercado privado. Assim, embora reconhecesse a impossibilidade de aplicação da recuperação judicial, entendeu possível a declaração de falência, mantendo-se a responsabilidade subsidiária e ilimitada dos acionistas controladores por prejuízos causados a fornecedores e demais acionistas⁵⁵⁹.

prestam serviço público.” Este é também o entendimento de DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*, p. 444-5, na medida em que afirma que o artigo 173 da CF/88 apenas se aplicaria à intervenção do Estado na atividade econômica em sentido estrito, aplicando-se aos serviços públicos o artigo 175 da CF/88: “A distinção ganha relevo em matéria de interpretação das leis. Quando se trata de atividade econômica exercida pelo Estado com fundamento no artigo 173, que determina a sujeição ao direito privado, este é que se aplicará, no silêncio da norma publicística; por outras palavras, presume-se a aplicação do regime de direito privado, só derogado por norma expressa, de interpretação estrita. Quando, porém, o Estado fizer a gestão privada do serviço público, ainda que de natureza comercial ou industrial, aplicam-se, no silêncio da lei, os princípios de direito público, inerentes ao regime jurídico administrativo.” Cite-se ainda lição de ATALIBA, Geraldo. *Patrimônio administrativo – empresas estatais delegadas de serviço público – regime de seus bens – execução de suas dívidas*, p. 23: “Pelos princípios da continuidade e da supremacia do interesse público, os bens da empresa estatal prestadora de serviço público, que estão afetos ao serviço público, não podem ser penhorados.” No mesmo sentido e antes mesmo da CF/88 BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. *Regime jurídico das empresas estatais*, p. 190: “No tocante à penhora de bens, eu não concebo a penhora de bens imediatamente aplicáveis ao serviço público. Mas concebo perfeitamente a penhora de bens que estejam aplicados simplesmente à exploração de atividade econômica. Se aquela empresa é insuficiente economicamente, como qualquer outra seria, que seus bens sejam penhorados e que ela seja executada como uma outra qualquer.”

⁵⁵⁶ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*, p. 367: “Com a revogação do art. 242 da Lei n. 6.404/76, as sociedades de economia mista passam, inequivocamente, a submeter-se ao processo de execução coletiva, sem qualquer imunidade.”

⁵⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Idem, ibidem*: “Em nenhum momento foi discutida [na tramitação do projeto que culminou na Lei 10.303/01] no Congresso a questão referente à responsabilidade subsidiária do ente público controlador das sociedades de economia mista, que deverá desaparecer com a revogação integral do art. 242 da Lei das S/A.”

⁵⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Op. cit.*, p. 371: “Consequentemente, o ente controlador da sociedade de economia mista continua a responder subsidiariamente pelas obrigações por ela contraídas na vigência do art. 242 da Lei das S/A.”

⁵⁵⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. *Curso de direito comercial – volume 3*, pp. 690-1: “O assunto não se esgota na aplicação pura e simples da lei falimentar, na ausência de dispositivo próprio na

De nossa parte, acolhemos posicionamento majoritário na doutrina⁵⁶⁰ que consiste em distinguir o regime de bens e de execução aplicável às empresas estatais prestadoras de serviços públicos e as que exerçam atividade econômica em sentido estrito⁵⁶¹. No primeiro caso, o princípio da continuidade do serviço público limita a pretensão do particular decorrente do seu direito de crédito contra a empresa estatal, devendo a execução forçada incidir apenas sobre bens não afetados à prestação do serviço público delegado à empresa. Não havendo tais bens, a execução deve ser feita sob regime de precatórios, primeiramente de modo segregado, formando-se fila especial de credores/precatoristas próprios da entidade, e em havendo caso de insolvência, consolidando-se os precatórios devidos pela entidade com os precatórios devidos por seu controlador, respeitada a ordem cronológica da lista consolidada. Entendemos não ser possível, portanto, a falência de tais entidades, em respeito à titularidade estatal dos serviços públicos e a sua necessária continuidade.

LSA. Isto porque, manifestando opinião pessoal reconhecidamente minoritária e polêmica, ao escrever em passado recente a respeito da insolvência das empresas públicas e sociedades de economia mista, entendemos que, apesar da exclusão legal presente na LREF, então por nos julgada inconstitucional, elas estão sujeitas à falência e não têm direito à recuperação judicial. Isto porque, em determinada situação concreta na qual se verifique algum interesse do Estado em fazer minguar até a inadimplência uma sociedade de economia mista, com prejuízo para seus credores e acionistas minoritários, a supressão da responsabilidade subsidiária do controlador não pode ser escudo impenetrável contra o Estado e os administradores por ele eleitos para tal companhia de economia mista. Neste caso, a moralidade do direito administrativo somente estaria atendida com o reconhecimento da permanência da aludida responsabilidade do controlador e dos administradores por perdas e danos causados aos acionistas e a terceiros quando caracterizados abuso de poder de controle e omissão no exercício dos cargos administrativos. No caso acima, insistindo o Estado em não capitalizar a sociedade de economia mista sob seu controle, na justa medida das necessidades financeiras para o prosseguimento de sua atividade e pagamento dos credores, caberia a decretação de sua falência, respondendo o controlador de forma ilimitada pelos prejuízos causados aos credores feito para participação em tal empreendimento conjunto.”

⁵⁶⁰ SCHIRATO, Victor Rhein. *As empresas estatais...*, p. 69: “... Tradicionalmente, a doutrina distingue o regime jurídico das empresas estatais conforme as atividades por elas empreendidas, de tal sorte que às empresas estatais prestadoras de serviços públicos seria aplicável um regime predominantemente de Direito público, ao passo que às empresas exploradoras de atividades econômicas seria apropriado um regime predominantemente de Direito privado, aproximando-as mais das empresas privadas do que do Estado. A ratio da distinção seria a necessidade de conferência de benefícios e prerrogativas especiais ao serviço público, que não seriam extensíveis às atividades econômicas. Contudo, com a aproximação cada vez maior dos serviços públicos às demais atividades econômicas, a razão da distinção perde o sentido, visto que as empresas prestadoras de serviços públicos passam, em diversos casos, a estar em regime de competição com outras empresas, em um espaço liberalizado, como ocorre com qualquer outra atividade econômica.” (p. 69)

⁵⁶¹ Também a jurisprudência se inclina para esse entendimento, conforme se verifica nos precedentes RE 220.906-DF, de Relatoria do Ministro Maurício Corrêa, relativo a Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos (ECT) e AC 669-SP, de Relatoria do Ministro Carlos Britto, envolvendo a Companhia Metropolitana de São Paulo. Deve-se reconhecer, porém, a existência de críticas a essa dicotomia, conforme SCHIRATO, Victor Rhein. *As empresas estatais...*, p. 56: “Ocorre, todavia, que as noções estanques de serviço público e de atividade econômica são cada vez mais postas em jogo, de forma que passa a não ser mais perfeitamente possível em diversos casos incluir a função de uma empresa estatal no campo dos serviços públicos ou de outras atividades econômicas. Ademais, a realidade fática passa a demonstrar a existência de empresas estatais que não prestam serviços públicos nem exploram outra atividade econômica, realizando funções tipicamente autoritárias ou burocráticas atribuídas exclusivamente ao Estado, mas não passíveis de inclusão em qualquer das categorias mencionadas.”

Por outro lado, entendemos possível a penhora de bens e também a falência de empresas estatais que exerçam atividades econômicas em sentido estrito, por decorrência da expressa previsão constitucional contida no artigo 173, § 1º, II, da CF/88, que não autoriza o gozo de benefícios pelas empresas estatais não extensíveis às empresas privadas⁵⁶². Porém, ao contrário de Verçosa, não entendemos cabível, neste caso, a responsabilização subsidiária do ente controlador, caso se tenha optado por forma societária que preveja responsabilidade limitada, exceto nos casos de fraude à lei, ao contrato ou estatuto social, de conflito de interesses ou de abuso de poder de controle. Isto, pois, em nossa visão, tal responsabilidade subsidiária configuraria benefício extra às estatais, incrementando o seu crédito na forma de uma “fiança pública perpétua” conferida pelo Estado, que é reconhecidamente o devedor de menor risco econômico dentre todos, em razão da sua perenidade, da sua capacidade de tributar aos seus cidadãos e, em última instância, em razão do seu poder de emissão de moeda.

É conhecida a distinção existente entre propriedade e controle nas sociedades anônimas⁵⁶³, o que pode levar com frequência a situações de conflito de interesses⁵⁶⁴. Para lidar com essa situação, sem inibir a dissociação entre propriedade e controle, que auxiliam na formação do capital produtivo, a legislação societária brasileira traz conjunto de regras voltadas a coibir o abuso do poder de controle e a existência de conflito de interesses⁵⁶⁵.

Embora relevante para definir a existência do poder de controle, a maioria do capital votante não é determinante para definição do acionista controlador. Este, deve deter, por força do artigo 116 da Lei n. 6.404/76, além de direitos de sócio que assegurem de modo permanente a maioria dos votos em assembleia geral, também o uso efetivo deste poder para dirigir as atividades sociais. Assim, nota-se que, nem a LSA exige mais de 50% do capital votante, nem considera bastante tal fato para que se possa falar em poder de controle, ainda que se possa, quanto ao acionista majoritário, aplicar os deveres relativos ao acionista controlador independentemente do exercício de fato do poder de controle⁵⁶⁶.

⁵⁶² Neste sentido o precedente contido no RE 599.628-DF, Relator para o Acórdão Ministro Aires Britto.

⁵⁶³ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*, p. 141: “É conclusão pacífica da investigação societária moderna a dissociação operada pela economia capitalista entre propriedade e controle. Na medida em que a organização societária torna-se mais complexa e profissional, tanto menor torna-se a influência do acionista individual, transformado em mero investidor, nas decisões societárias.” Também em COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*, pp. 51-2. O mesmo em CAMPINHO, Sérgio. Curso de sociedade anônima, p. 275, sempre com referências à lição de Berle e Means (BERLE, Adolf Augutus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan Company, 1933).

⁵⁶⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito...*, p. 142: “A potencial contraposição de interesses que pode derivar de uma tal atuação é óbvia. Quanto menor a participação percentual do controlador na sociedade controlada, maior será seu lucro em uma operação entre a sociedade e ele próprio (ou pessoas a ele ligadas) que seja feita em condições desvantajosas para a sociedade e favoráveis a ele.”

⁵⁶⁵ Ver, por exemplo, artigos 115, 117, 154, 155 e 156 da Lei n. 6.404/76.

⁵⁶⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.*, p. 144: “(...) Em caso de controle majoritário, claramente irrelevante é o uso efetivo do poder: o acionista terá *status* de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou por omissão.

Assim, a conclusão deve necessariamente ser no sentido de que o núcleo da definição de controlador reside no poder de determinar o sentido das deliberações sociais e da atividade social, independentemente

Essa menção torna-se relevante em face da possível crítica ao anacronismo da definição de sociedade de economia mista prevista no Decreto-Lei n. 200/67, com redação dada pelo Decreto-Lei n. 900/69, como aquela criada para o exercício de atividade econômica em que a maioria das ações com direito a voto sejam detidas pelo Estado. A mencionada legislação adota critério formal de controle, filiado à espécie de controle majoritário⁵⁶⁷, ultrapassada pelo teor do citado artigo 116 da Lei n. 6.404/76, que reconhece a possibilidade de exercício de poder de controle por diferentes meios⁵⁶⁸.

No mesmo problema incorreu o legislador ao aprovar a Lei n. 13.303/2016, na medida em que adotou, no artigo 4º, o mesmo critério de controle majoritário para a definição de sociedade de economia mista. Na prática, nada obsta, portanto, que se crie empresa estatal controlada pelo ente público por meio de acordo de acionistas, ação minoritária preferencial que confira o poder de nomear administradores, ou qualquer outra forma de exercício de poder de fato. Porém, a essa empresa formalmente não se aplicarão as regras restritivas aplicáveis às sociedades de economia mista previstas na Lei n. 13.303/2016 ou em outras leis, muito embora materialmente em nada difiram das sociedades de economia mista, que assim são classificadas por contarem com mais de 50% do seu capital votante de propriedade do ente público.

É comum associar o controle gerencial ao absentéismo dos sócios, diante de elevada dispersão acionária, cabendo, nesse contexto, aos administradores o controle, em razão de estratégias como a definição de amplas competências por meio do estatuto social, ou simplesmente a outorga de procuração aos administradores para a votação em assembleia de acionistas⁵⁶⁹. Contudo, outra origem pode haver para o exercício do controle gerencial, qual seja aquela fundamentada na existência de um corpo estável de funcionários altamente especializados, cujo conhecimento sobre os negócios da empresa é muito superior ao dos acionistas, ainda que majoritários. Neste contexto específico, que frequentemente se pode encon-

de qual seja a origem desse poder.” Sérgio Campinho deixa bem clara a distinção entre as figuras do controlador e do sócio majoritário em CAMPINHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 276: “Tendo ele [acionista] a maioria de votos e o poder de eleição da maior parcela dos administradores, mas não fazendo uso de fato dessas prerrogativas, não será controlador, mas sim acionista majoritário, simplesmente. O controlador, portanto, deverá impor à sociedade a preponderância de sua vontade utilizando-se, efetivamente, dos poderes de que desfruta para conduzir os negócios e eleger a maioria dos administradores.”

⁵⁶⁷ Sobre as formas de controle ver COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle...*, pp. 51-105.

⁵⁶⁸ SCHIRATO, Vitor Rhein. *As empresas estatais...*, p. 51: “Assim, o controle do Estado sobre as sociedades de economia mista deve ser considerado não apenas decorrente da propriedade da maioria das ações com direito a voto, mas também de qualquer outro mecanismo legal que assegure ao Estado a existência de um poder de controle.” No mesmo sentido, ALMEIDA, Fernando Dias Menezes de. *Tratado de direito administrativo: controle da administração pública e responsabilidade do Estado*, p. 363: “Aliás, do ponto de vista empresarial, é anacrônica a opção legislativa pelo critério de participação minoritária de capital privado nas ‘ações com direito a voto’, como suficiente significativo do controle estatal.”

⁵⁶⁹ CAMPINHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 274: “O controle administrativo ou gerencial pressupõe uma pulverização acionária, resultado de um nível de dispersão tão elevado das ações, que o controle passa a ser detido pelos administradores, os quais, através do mecanismo do voto por procuração, acabam se perpetuando na direção social. É, assim, uma modalidade de controle interno, totalmente dissociada da propriedade acionária. Explora-se, ao máximo, o absentéismo do corpo de acionistas.”

trar nas empresas estatais, não é difícil se verificar a orientação dos negócios sociais antes para a preservação de interesses corporativos do que para os interesses sociais⁵⁷⁰ na forma prevista no artigo 238 da LSA. Trata-se de uma modalidade, pode-se dizer “desviada”, do controle gerencial, o que chamaríamos de “controle gerencial corporativista”⁵⁷¹.

Destarte, conclui-se que a empresa estatal lida com ambiguidade importante quando se trata da possibilidade de formação de contingências inadequadamente apresentadas nas estatísticas fiscais. Por um lado, o excesso de controles por parte da administração direta tende a impactar negativamente na eficiência almejada. Por outro lado, a autonomia exacerbada da empresa estatal pode ser desviada para o cumprimento de uma agenda própria, muitas vezes corporativista, desalinhada dos interesses estratégicos do ente estatal controlador⁵⁷².

É também possível que o poder de controle seja exercido, ou ao menos influenciado⁵⁷³, por agentes externos, o que é comum nos casos de contratos de financiamento garantidos por penhor ou alienação fiduciária de ações que compõem o bloco de controle, conforme autorizado pelo artigo 113 da LSA⁵⁷⁴. Não é possível, porém, dar operatividade a tais dispositivos nos casos envolvendo sociedades de economia mista, seja pela impossibilidade de alienação das ações de propriedade do Poder Público sem autorização legal, seja pela impossibilidade de transferir aos credores a decisão a respeito dos destinos da companhia, ligada que está ao atingimento do interesse público.

⁵⁷⁰ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle...*, p. 72: “Para ele [ex-trotskista James Burnham], o Estado empresário seria a forma durável de organização estatal nas sociedades industrializadas. A propriedade estatal dos meios de produção conduziria à emergência de um poderoso estamento de técnicos gerenciais. Ora, exercendo esses técnicos funções indispensáveis na sociedade, e tendo acesso ao controle dos meios de produção, passariam, inevitavelmente, a agir nos seus próprios interesses. Milovan Djilas, outro ex-marxista, não se afastou muito desse esquema ao denunciar, no pós-guerra, a nova classe tecnocrática.”

⁵⁷¹ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. cit.*, p. 71: “O último tipo de controle, na classificação de Berle e Means, é o administrativo ou gerencial (*management control*), isto é, aquele não fundado na participação acionária mas unicamente nas prerrogativas diretoriais. É o controle interno totalmente desligado da titularidade das ações em que se divide o capital social. Dada a extrema dispersão acionária, os administradores assumem o controle empresarial *de facto*, transformando-se num órgão social que se autopropetua por cooptação.”

⁵⁷² PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal: função econômica e dilemas societários*, p. 100: “O isolamento político e o excesso de autonomia favorecem a feudalização da empresa estatal, enquanto que as ingerências externas e o peso exagerado dos controles podem anular as vantagens associadas ao dinamismo e flexibilidade do modelo de gestão empresarial.”

⁵⁷³ CAMPINHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 273: “(...) parece-nos haver uma distinção qualitativamente ponderável entre o poder de controle e o poder de influir, próprio do que se vem chamando de controle externo. Este, sustentamos, não se pode caracterizar como controle acionário; manifesta, sim, um processo de influência sobre o controle propriamente dito.”

⁵⁷⁴ CAMPINHO, Sérgio. *Op. cit.*, p. 272: “Geralmente, a figura deriva de uma situação de endividamento da companhia ou de seu bloco de controle. Diante dessa dependência econômico-financeira, a sociedade ou o acionista controlador, por força de disposição contratual, asseguraria ao agente estranho à companhia uma influência em certas decisões societárias. Resulta, pois, essa posição dominante, não de uma configuração própria ao Direito Societário, mas de vínculos externos, geralmente de natureza contratual.”

A partir da leitura do artigo 116 da LSA, nota-se claramente a existência de deveres fiduciários gerais do acionista controlador para com os demais acionistas e também para com a comunidade, o que inclui evidentemente funcionários e fornecedores da companhia⁵⁷⁵.

Considerando a diversidade de interesses que se aglutinam na empresa estatal e disputam seu espaço ao lado do interesse público que justifica a instituição da entidade, as empresas estatais apresentam-se como bastante relevantes para os resultados fiscais do ente controlador devido ao fato de que, com frequência, dependem de recursos transferidos pelo ente público para a sua manutenção ou para investimentos. Assim, eventuais dívidas ou contingências mantidas por tais empresas podem vir a afetar o desempenho fiscal do Estado. A não inclusão das estatais nas estatísticas fiscais, portanto, contribui, em diversos casos, para uma interpretação inadequada da situação fiscal de um determinado ente⁵⁷⁶.

Vale chamar atenção ao fato de que a utilização de empresas estatais e de instrumentos financeiros para desviar de limites ao crescimento do endividamento público não é novidade, sendo estratégia comum, nos países em que adotam tais limites⁵⁷⁷.

A respeito deste ponto, a legislação brasileira prevê a aplicação das regras de responsabilidade fiscal às empresas estatais dependentes, de maneira a evitar desajustes cujo impacto deva ser suportado pelo ente estatal⁵⁷⁸. Contudo, a Lei de Responsabilidade Fiscal conceitua como empresa estatal dependente aquela que receba “recursos financeiros para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária” (art. 2º, III). Neste contexto, interessante questão que se coloca diz respeito às empresas que recebam recursos a título de contrapartida pela prestação de serviços ou venda de produtos. Neste caso, como o recurso não é repassado com a finalidade de pagamento de despesas de pessoal ou custeio, não se poderá falar em dependência.

Nada obstante, a questão deixa de ser tão clara no caso de a totalidade, ou a quase totalidade, das receitas da empresa estatal ser originada em contratos com o ente estatal controlador, sem que haja, por parte de empresa e contratante, um adequado controle do custo-benefício da contratação, com base em referência de preços de mercado. Nesta situação, a probabilidade de haver subsídio público a uma empresa estatal ineficiente é elevada, o que aproximaria a entidade da situação de dependência financeira. Também nesta situação a legislação brasileira deveria invocar a aplicação das regras de responsabilidade fiscal,

⁵⁷⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito...*, p. 194.

⁵⁷⁶ OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*, p. 106: “Outra razão para a inclusão das estatais é que, como sustenta Vito Tanzi, muitas dessas empresas sobrevivem porque o governo está lá para fornecer fundos e pode-se acrescentar que aquilo que elas produzem e a maneira como o fazem com certeza são influenciados por sua qualidade de setor público. Tanzi, contudo, aceita que empresas públicas que são administradas com critérios de eficiência, e que podem ser tão eficientes quanto as privadas, possam ser excluídas do cálculo do déficit.”

⁵⁷⁷ TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. *Control of subnational government borrowing*, p. 166.

⁵⁷⁸ Regras essas relativas a limites de endividamento, concessão de garantias, despesas de pessoal, despesas de caráter continuado, entre outras, na forma da Lei Complementar n. 101/2000.

o que até o momento não faz expressamente, cabendo ao aplicador da lei interpretar teleologicamente o artigo 2º da LRF, de maneira a enquadrar tais empresas como dependentes.

É fato que, em situação normal, os limites da LRF não se aplicam sobre as empresas estatais não dependentes que, assim, estão livres para buscar a estratégia de endividamento que entenderem mais adequada ao seu plano de negócios, tanto no que se refere à obtenção de capital de giro, quanto no referente às dívidas destinadas ao financiamento de despesas de investimentos. É evidente, porém, que também as empresas estatais não dependentes enfrentam restrições de ordem creditícia, isto é, ligadas à oferta de crédito suficiente para o atendimento da sua demanda.

Ao mesmo passo em que a garantia implícita do ente público controlador poderia favorecer a oferta de crédito a empresas estatais, de modo contrário, vislumbra-se a aplicação também, às empresas estatais não dependentes, das normas de contingenciamento de crédito do setor público, que até o exercício de 2017 estavam dispostas na pela Resolução n. 2.827/2001 do Conselho Monetário Nacional, o que, de alguma forma, já refletia a percepção da necessidade de controle da oferta de crédito ao setor público por meio de empresas estatais, ainda que não dependentes⁵⁷⁹. Em 2018 a mencionada Resolução deu lugar à Resolução n. 4.589/2017, do mesmo CMN, mantendo, porém, a sua abrangência às operações realizadas com empresas estatais ainda que não dependentes.

Voltando ao argumento central do presente item deste trabalho, pode-se concluir, portanto, que, no caso das empresas estatais que exerçam atividade econômica em sentido estrito, em regime de concorrência, a doutrina tem aceitado a penhorabilidade de seus bens, assim como a possibilidade de sua falência, sob o argumento da inconstitucionalidade do artigo 2º, I, da LREF, que expressamente exclui as empresas estatais do regime falimentar. Tal entendimento se sustenta sobre o artigo 173, § 1º, II, da Constituição Federal.

Ainda assim, a existência de uma garantia implícita de cobertura, especialmente no caso de grandes empresas estatais com longa tradição e corpos funcionais estáveis e politicamente fortes, pode favorecer a existência de uma tendência ao superendividamento, que terá de ser integralmente suportado pelo ente controlador, sem que tenha sido anteriormente mapeado e acompanhado com base na legislação financeira nacional. Esse suporte ocorre não por força de obrigação jurídica, mas por força de pressão política, dando origem ao chamado “risco moral”.

No caso das empresas estatais prestadoras de serviços públicos, em função do princípio da continuidade dos serviços públicos, doutrina e jurisprudência têm se inclinado a rejeitar a possibilidade de penhora de bens das estatais, especialmente quando diretamente ligados ao serviço público em questão, afastando igualmente a possibilidade de falência destas entidades. Neste caso, o silêncio da legislação deve ser compreendido como necessidade de aplicação do regime de precatórios do artigo 100 da Constituição Federal, mantendo-se a responsabilidade subsidiária do ente público concedente do serviço público prestado pela estatal.

⁵⁷⁹ PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Op. cit.*, p. 116: “Já as empresas não dependentes sofrem poucas restrições operacionais por força da Lei de Responsabilidade Fiscal, embora sejam fortemente contingenciadas na sua capacidade de tomar empréstimos junto ao setor financeiro nacional.”

Fica clara, por conseguinte, a lacuna existente na legislação financeira relativa à responsabilidade fiscal, considerando-se que as empresas estatais prestadoras de serviços públicos, sejam ou não dependentes nos termos da LRF, poderão representar contingência fiscal para o ente controlador, a ser assumida em momento futuro. Sendo assim, mister se faz a releitura do conceito de empresa estatal dependente para incluir igualmente as empresas prestadoras de serviços públicos, independentemente de receberem ou não recursos para pagamento de despesas de custeio ou de pessoal, consolidando-se o seu nível de dívida e de despesas monitoradas com os do seu ente controlador.

Ao lado das empresas estatais já tradicionais, encontram-se as chamadas empresas público-privadas, que são aquelas formadas a partir da participação societária estatal sem detenção do controle societário, mas visando ao atingimento de algum objetivo de política pública⁵⁸⁰.

Nas empresas público-privadas não deve haver dúvidas quanto ao regime jurídico a ser aplicado, que será sempre o de direito privado. Contudo, também essas empresas suscitam problemas relativos à sustentabilidade fiscal, na medida em que os riscos de negócio por parte do Estado, sobretudo na seleção do parceiro, precisam estar adequadamente mapeados e confrontados com os benefícios da adoção dessa figura societária.

Não se é possível exigir procedimento licitatório, na maior parte dos casos, para seleção de parceiro privado para empreendimento conjunto (“*joint venture*”)⁵⁸¹. Isso, pois a realização de negócio economicamente vantajoso envolverá, frequentemente, a necessidade de negociação flexível sobre aspectos estratégicos da operação, apresentando-se tal negociação como incompatível com procedimento usual de seleção de propostas decorrente da Lei n. 8.666/93⁵⁸². Daí não decorre que a seleção seja desprovida de motivação ou

⁵⁸⁰ ARAGÃO, Alexandre Santos. Empresa público-privada: “Essa participação, ao contrário daquelas furtivas e temporárias (exemplo: herança jacente, penhora/adjudicação de cotas etc.), dá-se, apesar de não ser majoritária, com vistas à realização de algum interesse público, podendo se dar tanto através de empresas integrantes da Administração Indireta e, portanto, controladas pelo Estado, como, o que é menos comum, diretamente pelo próprio Estado.

Empresas público-privadas seriam, assim, as sociedades comerciais privadas com participação estatal, direta ou indireta, minoritária com vistas à realização de determinado objetivo público incumbido pelo ordenamento jurídico ao Estado.”

⁵⁸¹ A Lei n. 13.303/2016 expressamente reconheceu este fato no art. 28, § 3º, I, e § 4º, afastando a necessidade de licitação no caso de parcerias estratégicas.

⁵⁸² ARAGÃO, Alexandre Santos. Op. cit.: “Ao celebrar um contrato de sociedade, não está o Poder Público contratando a realização de uma obra ou de determinado serviço, mas sim se associando a um terceiro para com ele dividir obrigações e os lucros do negócio, em proporções pré-definidas. O normalmente longo, flexível e complexo processo de negociação que envolve os potenciais interessados em formar uma sociedade é incompatível com modelos estanques e procedimentalizados de seleção. Tanto é assim, que, mesmo quando a negociação envolve apenas agentes inteiramente privados, as negociações seguem termos bem fluidos, e geralmente secretos. O que não quer dizer que, ressalvadas as necessidades de sigilo comercial de praxe, a seleção seja transparente, racional economicamente e motivada.

Em sendo a *affectio societatis* essencial para a constituição da Sociedade de Propósito Específico, e constituindo esta uma relação de afinidade entre as partes para a realização de um objetivo comum, torna-se evidente que não há como submeter esse tipo de vínculo à prévia licitação, já que não há como indicar elementos objetivos para a escolha a ser procedida.”

critérios objetivos, mas tão somente que sejam dispensáveis os procedimentos ordinários de licitação e contratação.

O artigo 37, XXI, da Constituição Federal expressamente prevê que “ressalvados os casos especificados na legislação, *as obras, serviços, compras e alienações* serão contratados mediante processo de licitação pública que assegure igualdade de condições a todos os concorrentes, com cláusulas que estabeleçam obrigações de pagamento, mantidas as condições efetivas da proposta, nos termos da lei, o qual somente permitirá as exigências de qualificação técnica e econômica indispensáveis à garantia do cumprimento das obrigações.” Ou seja, o artigo 37, XXI expressamente prevê a exigência de licitação apenas para a contratação de (i) obras; (ii) serviços; (iii) compras; e, (iv) alienações. A esse rol o artigo 175 da Constituição acrescenta os casos de permissão e concessão de serviços públicos, sendo a lista refletida no artigo 2º da Lei n. 8.666/93, que prevê que “as obras, serviços, inclusive de publicidade, compras, alienações, concessões, permissões e locações da Administração Pública, quando contratadas com terceiros, serão necessariamente precedidas de licitação, ressalvadas as hipóteses previstas nesta Lei”. A leitura de tais dispositivos deixa evidente o fato de que nem todas as contratações realizadas pelo Poder Público serão precedidas de licitação.

Outro caso que se faz necessário analisar consiste na criação de empresas estatais com a finalidade de constituir garantias em contratos públicos, sobretudo, em contratos de longo prazo como são os contratos de parcerias público-privadas. Para que empresas estatais possam ser utilizadas para garantia de contratos de PPPs, é preciso que tenham sido criadas com a finalidade específica de garantir tais contratos. A esse respeito, é preciso aclarar que “finalidade específica” não se confunde com “finalidade exclusiva”, sendo suficiente que o objeto social preveja expressamente o objetivo de garantir contratos de PPPs, ainda que em meio a outras competências⁵⁸³.

Por tudo o quanto exposto, porém, a adoção de tal instrumento jurídico deve ser analisada cuidadosamente de maneira a observar se se trata exclusivamente de estratégia para afastar o regime jurídico aplicável aos bens públicos na contratação⁵⁸⁴, bem como para observar eventuais contingências que podem surgir para o ente público, em decorrência da avaliação pouco cuidadosa de projetos a serem garantidos pela empresa, especialmente nos casos em que a empresa estatal garantidora não se restrinja a atuar em projetos de iniciativa do seu ente instituidor.

⁵⁸³ SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas: “Nos termos do inciso V do artigo 8º da Lei n. 11.079/04 é lícito, ainda, à Administração Pública recorrer a entidades da Administração Indireta para a concessão de garantias nos contratos de PPP, desde que tais entidades tenham sido constituídas com a finalidade específica de garantir as obrigações do Poder Público oriundas do contrato de PPP.”

⁵⁸⁴ SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia...: “Consoante se deixará assentado definitivamente ao diante, devemos repisar que o objetivo de se utilizar empresas estatais ou fundo garantidor (desde que se trate de fundo com natureza condominial, tal como o FGP) é o de evitar que eventual processo de execução desemboque no regime de precatórios, preconizado no artigo 100 da Constituição Federal. A razão para tanto é absolutamente simples: sendo as empresas estatais e o fundo garantidor entidades de direito privado, não se lhes aplica o disposto no artigo 100 da Constituição Federal, recaindo eventual execução diretamente sobre o patrimônio da empresa estatal ou do fundo garantidores.”

Pode-se concluir, portanto, que a estruturação de operações financeiras pelo Estado envolvendo empresas estatais pode ocorrer de diferentes maneiras, com diferentes repercussões fiscais a depender do modelo adotado. Isto ocorre, pois, as empresas estatais não apresentam um único regime jurídico aplicável, o que é também consequência da sua utilização em diferentes contextos pelo Estado, ora como instrumento de intervenção econômica em sentido estrito, ora como instrumento para a prestação de serviços públicos⁵⁸⁵.

3.2.2 Operações de securitização de créditos públicos

A conhecida restrição orçamentária dos entes públicos, em face de obrigações políticas fruto da promessa de desenvolvimento brasileiro contida na Constituição Federal de 1988, leva o setor público a buscar, no setor privado, inspiração para aumento da eficiência no gasto público e também no aproveitamento do seu patrimônio.

Sob essa perspectiva, destaca-se a necessidade de se observar não apenas a qualidade do gasto, mas igualmente a disciplina de capital adotada pelos entes públicos, entendida tal disciplina pela estratégia adotada para redução do custo de financiamento das iniciativas do Estado, tanto em termos financeiros, quanto em termos sociais. Neste contexto, soluções próprias do mercado de capitais despontam como nova fronteira de atuação das entidades públicas, visando, ora desviar das limitações impostas pela legislação fiscal, ora maximizar a rentabilidade do patrimônio público, entendida como rentabilidade em sentido amplo, isto é, em sentido que engloba não apenas os resultados financeiros, mas igualmente os retornos sociais da ação estatal.

As operações de securitização são operações estruturadas que se aproximam economicamente das operações de crédito, mas que apresentam características jurídicas que as distinguem de tais operações, trazendo ao jurista o desafio adicional de situar tais operações diante das regras de responsabilidade fiscal vigentes. Daí a importância do seu estudo no âmbito do direito financeiro e da temática do endividamento público, que se mostra urgente diante da prática de tais operações no Brasil, nos últimos anos, especialmente por estados e municípios.

As operações de securitização se inserem no contexto da chamada “desintermediação financeira”⁵⁸⁶, que consiste no recurso direto aos poupadores, por parte dos agentes que buscam captar recursos, sem a necessidade de intermediação por uma instituição

⁵⁸⁵ SCHIRATO, Vitor Rhein. *As empresas estatais...*, p. 30: “Nesse cenário de proliferação das empresas estatais, a diversidade das atividades empreendidas por tais entidades e as distinções de seus campos de atuação fizeram com que a identificação de um regime jurídico comum a elas fosse praticamente impossível de ser definido. Enquanto havia empresas estatais atuando em segmentos típicos da iniciativa privada (por exemplo, siderurgia), outras desempenhavam atividades típicas de Estado. Daí adveio a dificuldade que até hoje persiste de se caracterizar um regime jurídico das empresas estatais.”

⁵⁸⁶ PIRES, Daniela Marin. *Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*, p. 29: “A securitização propicia a desintermediação financeira, uma vez que essa operação é realizada no âmbito do mercado de capitais e sem a interferência da instituição financeira, na qualidade de concedente do crédito. Nesse caso, o papel da instituição financeira fica centrado na estruturação da operação, na qualidade de intermediadora/coordenadora da emissão, usualmente conhecida como *underwriter*.”

financeira⁵⁸⁷. Tal relacionamento ocorre no âmbito do mercado de capitais e apresenta diversas vantagens em relação aos financiamentos bancários. Tais vantagens também se apresentam no caso de instituições públicas, motivo pelo qual a tendência à desintermediação também produz reflexos sobre o direito público e, em especial, sobre o direito financeiro.

Neste contexto, podem-se mencionar como vantagens atreladas às soluções de captação de recursos por meio do mercado de capitais as seguintes, *vis a vis* da utilização de financiamentos bancários convencionais:

- a) Possibilidade de se determinar o fluxo de amortizações e de se determinar as formas de remuneração dos títulos: essa vantagem permite ao emissor ajustar o fluxo de pagamentos ao fluxo de caixa do tomador dos recursos, representando uma vantagem em relação a uma operação de crédito padronizada;
- b) Acesso direto aos poupadores sem a intermediação de instituição financeira: as operações de crédito dependem da existência de uma instituição financeira que, recorrendo à poupança pública, arca sozinha ou por meio de consórcio, com o risco de crédito do tomador do crédito. Isso reduz a complexidade da operação ao mesmo tempo em que eleva o seu custo financeiro, visto que inclui na equação o *spread* cobrado pela instituição financeira para tomada deste risco⁵⁸⁸;
- c) Existência de mercado secundário: via de regra, as operações de crédito por meio de mútuo bancário não admitem mercado secundário organizado. Isso resulta em um maior risco ao prestador, visto que, caso as condições econômicas mudem ou se altere a sua percepção de risco, o prestador não terá alternativas senão aguardar o cumprimento do contrato. Portanto, a existência de mercado secundário reduz a taxa de juros cobrada em relação a um contrato de mútuo feneratício, beneficiando o tomador dos recursos;
- d) Maior transparência do mercado de capitais em relação ao mercado bancário: o mercado de capitais é o mercado por meio do qual os tomadores de recursos recorrem diretamente à poupança pública. Essa poupança pública, por sua vez, em sendo um bem jurídico da mais elevada importância, é tutelada por uma série de

⁵⁸⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, p. 9: “Diversamente do que ocorre no mercado de crédito, no mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária a entidade emissora e a unidade econômica superavitária o investidor. Inexiste, no caso, intermediação financeira, pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as empresas que os emitem.”

⁵⁸⁸ Sobre a lógica do *spread* como remuneração da instituição financeira, ver EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, p. 3-4: “Ao centralizar a oferta e a procura de dinheiro, a instituição financeira empreende uma atividade dupla: ao captar recursos junto aos poupadores, remunerados com juros; ao colocá-los à disposição dos tomadores de recursos cobra destes juros. A remuneração da instituição financeira (o chamado ‘*spread* bancário’) consiste na diferença entre a taxa de juros pagos na captação e os juros cobrados nos repasses. Num primeiro momento, ao receber o crédito, o banco figura no pólo passivo da relação comercial, tornando-se devedor do detentor de recursos, daí serem chamadas tais operações de ‘passivas’ dos bancos; no segundo momento, ao dar o crédito, tornando-se credor do agente econômico deficitário, prática típica operação bancária ‘ativa.’”

órgãos, tanto públicos quanto de autorregulação privada, que exigem um elevado nível de transparência, tais como Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, sem exclusão dos mecanismos de transparência previstos na Lei Complementar n. 101/2000 e outras.

Estas são algumas das razões que fazem com que diversas entidades, públicas ou não, recorram ao mercado de capitais em lugar de realizar simples operação de mútuo com instituição financeira. Entre os instrumentos disponíveis do mercado de capitais a para tomada de recursos encontram-se as operações de securitização de recebíveis, que vêm se tornando cada vez mais frequentes entre as instituições públicas.

A operação de securitização consiste, de maneira simplificada, no encadeamento da cessão de direitos creditórios a um veículo de investimentos específico – usualmente uma sociedade anônima de propósito específico (SPE) ou um fundo de investimentos em direitos creditórios (FIDC) – com a emissão, por esse veículo, de valores mobiliários⁵⁸⁹. Por meio desse negócio jurídico, a SPE passa a ser titular dos direitos creditórios, expondo os investidores ao risco do fluxo dos recebíveis adquiridos. Ao mesmo tempo, a sociedade originadora-cedente dos recebíveis obtém recursos de forma antecipada, entregues pela SPE ou FIDC como forma de contrapartida da cessão onerosa⁵⁹⁰.

A origem das operações de securitização está ligada à ideia de transferência de risco de ativos de uma instituição para outra, transferindo-o para investidores interessados em auferir rendimentos a partir de tais riscos⁵⁹¹. Assim, a securitização é um processo, ou seja,

⁵⁸⁹ ROQUE, Pamela Romeu. *Securitização de créditos vencidos e pendentes de pagamento e risco judicial*, p. 24: “Desponta, portanto, que a securitização a que nos referimos vale-se de três elementos fundamentais, a saber, i) o veículo de propósito específico; ii) a captação de recursos por este último mediante emissão de valores ou títulos mobiliários; e iii) o contrato de cessão onerosa firmado entre o cedente (na maior parte das vezes no mercado brasileiro, o próprio originador dos créditos) e o veículo de propósito específico.”

⁵⁹⁰ PIRES, Daniela Marin. *Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*, p. 17: “Nesse sentido, uma operação de securitização é aquela em que o originador dos créditos segrega, por meio da cessão de crédito, os direitos de crédito de que é titular a uma sociedade de propósito específico (SPE), denominada securitizadora, que, por sua vez, emitirá valores mobiliários. Esses valores serão adquiridos por investidores e remunerados com o fluxo futuro gerado pelos pagamentos dos referidos direitos de crédito pelos devedores destes. O FIDC é, portanto, uma espécie de operação de securitização. A única diferença entre a securitização [feita por meio de SPE] e os FIDC está, essencialmente, no fato de que, nas operações de securitização, compete à sociedade de propósito específico sociedade anônima adquirir os direitos creditórios e emitir os valores mobiliários lastreados nestes, ao passo que nos FIDCs o fundo, que tem natureza jurídica de condomínio, de acordo com o disposto no art. 3º, inc. I, da Instrução n. 356/2001 embora existam controvérsias na doutrina, conforme será abordado neste trabalho, desempenha o papel da sociedade de propósito específico.” (p. 17)

⁵⁹¹ KUGLER, Herbert Morgenstern; NAKAYAMA, Taryta. Do conceito de “despesa de captação”, previsto pelo art. 3º, § 8º, da lei 9.718/1998 para fins de cálculo das contribuições sociais pis e cofins das companhias securitizadoras de créditos imobiliários: “Originalmente, por meio deste modelo, a securitização buscou transferir o risco das instituições financeiras, decorrentes de operações de financiamento, para outros investidores, dispersando, desta forma, o risco associado aos créditos na economia e possibilitando uma oferta mais ampla e barata de crédito.”

é um conjunto de atos encadeados visando a uma determinada finalidade, por meio do qual se permite a circulação de créditos, transformando, do ponto de vista econômico, ativos de baixa liquidez em ativos de maior liquidez⁵⁹².

Uma das vantagens mais debatidas da securitização em relação aos empréstimos bancários consiste na segregação do risco do investimento, em virtude da segregação dos ativos cedidos que passam a compor lastro específico para a emissão dos valores mobiliários. Assim, da perspectiva do investidor, a operação deixa de carregar o risco de um financiamento à empresa originadora dos créditos, para trazer unicamente o risco dos créditos cedidos, o que favorece a contratação da operação a juros mais favoráveis para o ente originador dos créditos⁵⁹³.

Em diversos casos, essa segregação fica contabilmente evidente em função da baixa do ativo cedido do patrimônio da entidade originadora, como consequência da alienação dos créditos sem nenhuma retenção dos riscos envolvidos no seu fluxo de caixa. Como será demonstrado adiante, embora a referida baixa não seja essencial para a descaracterização da operação como operação de crédito, havendo casos em que não se deve desreconhecer o ativo sem que se trate igualmente de operação de crédito, é evidente que a situação fica visualmente mais clara nas hipóteses em que as normas contábeis autorizam a baixa do ativo após a cessão dos créditos⁵⁹⁴.

O veículo necessário à operação de securitização normalmente se apresenta em uma das três estruturas jurídicas seguintes: (i) sociedade de propósito específico; (ii) sociedade securitizadora; e, (iii) fundo de investimentos.

A sociedade de propósito específico é um dos mecanismos mais flexíveis, dado não se submeter a nenhuma regulamentação particular e poder ter por administradores pessoas

⁵⁹² PIRES, Daniela Marin. Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), p. 26: “Faz-se oportuno definir securitização. Trata-se de processo por meio do qual os fluxos financeiros ilíquidos (recebíveis de cartões de crédito, duplicatas, contas a receber) são transformados em títulos líquidos negociáveis no mercado de capitais, propiciando a circulação de riquezas.”

⁵⁹³ PIRES, Daniela Marin. Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), pp. 25-6. “A securitização de recebíveis propicia a aproximação de ambas as partes: a empresa, tomadora de recursos, por viabilizar uma alternativa de financiamento de prazo maior e a custos menores, na medida em que, em regra, o risco de crédito ficará relacionado ao fluxo de recebíveis objeto da securitização, possibilitando, por consequência, uma avaliação do risco de crédito dos recebíveis cedidos e não da empresa cedente, o que possibilita uma avaliação melhor do que a da própria cedente. Os direitos creditórios de que a empresa cedente é titular, os quais pretende securitizar, podem obter uma boa avaliação de crédito e, por essa razão, a empresa cedente se financiará a um custo menor, comparado ao custo de financiamento, representado por uma operação de empréstimo perante uma instituição financeira, em que a avaliação de crédito é realizada sobre a empresa cedente.”

⁵⁹⁴ PIRES, Daniela Marin. Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), p. 30: “Um dos grandes benefícios indiretos contábeis da securitização, de acordo com Schwarcz, é o de que a securitização consiste em um meio de captação off balance, haja vista que a securitização é contabilmente considerada uma venda de ativos e não um financiamento, e, por conseguinte, o originador dos recebíveis securitizados não contabiliza a operação como um passivo no seu balanço. Por consequência, essa operação propicia a captação de recursos, sem que haja o aumento do percentual entre o patrimônio e a dívida *leverage or debt-to-equity ratio* das demonstrações financeiras do originador.”

físicas, o que não ocorre, por exemplo, no caso dos fundos de investimento. Contudo, é preciso lembrar que, se a intenção final do ente público com a operação é a colocação de valores mobiliários para livre negociação no mercado, então, será necessário valer-se de sociedade anônima, em conformidade com o que prevê o artigo 1º, § 2º, da Instrução CVM n. 480/2009⁵⁹⁵.

Entre os fundos de investimento utilizados para a securitização, destacam-se os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDCs), que tiveram a sua constituição e funcionamento autorizados pela Resolução n. 2.907/2001, do Conselho Monetário Nacional, vindo a ser disciplinados em maiores detalhes pela Instrução n. 356/2001, da Comissão de Valores Mobiliários. O FIDC, assim como os demais fundos de investimento, é um condomínio, podendo ser do tipo aberto ou fechado, cujo objetivo é o investimento preponderante em direitos creditórios⁵⁹⁶.

O FIDC é uma estrutura mais complexa que a SPE, visto depender da coordenação de diversos agentes e prestadores de serviços, além de submeter-se à regulamentação própria da Comissão de Valores Mobiliários. Para existência de um fundo desta natureza, por exemplo, é necessária a presença de um administrador, dada a ausência de personalidade jurídica do fundo; de um custodiante para os documentos que dão lastro aos créditos; de uma agência de classificação de risco, que à vista do regulamento do fundo e das características do crédito dará a sua opinião acerca do seu risco; de auditores independentes; de um *master servicer*, para a coordenação e execução das ações de cobrança; além de consultores especializados⁵⁹⁷.

⁵⁹⁵ ROQUE, Pamela Romeu. *Op. cit.*, p. 36: “Ademais, a SPE não é, em si, um tipo societário, de modo que há flexibilidade de sua constituição quanto à adoção de sua forma. V. P. ZICA aponta para o fato de que só não podem ser sociedades em nome coletivo disciplinadas nos arts. 1.039 a 1.044 do Código Civil. No entanto, com o propósito de negociar os valores mobiliários emitidos pela SPE no mercado de valores mobiliários, é necessário observar que elas costumam assumir a forma de sociedade anônima de capital aberto, em conformidade com o art. 4º da Lei n. 6.404/76 e art. 1º da Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009. Entretanto, ainda com esse objetivo, dependendo do valor mobiliário a ser emitido, é possível estabelecê-la também sob a forma de sociedade anônima de capital fechado ou sociedade limitada, se os esforços de distribuição forem restritos, no âmbito da Instrução CVM n. 476/2009.”

⁵⁹⁶ ROQUE, Pamela Romeu. *Op. cit.*, p. 41: “O FIDC é uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio aberto – em que os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no seu regulamento – ou fechado – em que as cotas somente podem ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a sua amortização por disposição do regulamento ou decisão da assembleia geral de cotistas –, que tem como objetivo de investimento a aquisição preponderante de direitos creditórios, sendo autorizado também o investimento em ativos financeiros expressamente previstos na regulamentação. O seu patrimônio é representado por cotas, sendo que cada uma delas, como regra geral, outorga a seu titular o direito a um voto nas assembleias gerais dos cotistas. Esse direito de voto pode ser limitado ou diferenciado para classes distintas de cotas, desde que expressamente previsto no regulamento.”

⁵⁹⁷ ROQUE, Pamela Romeu. *Idem, ibidem.*: “Ressalta-se, ainda, que a estrutura operacional de um FIDC depende da atuação de diversos prestadores de serviços, aos quais é atribuída uma série de regras e obrigações para a sua boa estruturação e funcionamento. Dentre eles, citamos: administrador, gestor, custodiante, agência de classificação de risco, auditor independente, estruturador, master servicer e consultores especializados. A esse respeito, comentamos que recentemente, em 06 de fevereiro de 2013, a CVM editou a Instrução CVM n. 531/13, que alterou algumas disposições da Instrução CVM n. 356/01, com

Segundo as regras da CVM, os fundos de investimento em direitos creditórios podem ser padronizados ou não padronizados, sendo os últimos aqueles que permitam em sua política de investimentos a aplicação em créditos de menor probabilidade de solvência, dentre os quais: (i) créditos vencidos e inadimplentes; (ii) créditos decorrentes de receitas públicas; (iii) créditos *sub-judice*; (iv) créditos cuja validade da cessão seja fator de relevante risco; (v) créditos que tenham sua origem em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) créditos de existência futura e montante desconhecido. Sobre os FIDCs não padronizados, é importante mencionar que não são investimento a ser adquirido por pequenos investidores, podendo ser negociadas as suas cotas em mercado secundário apenas entre investidores profissionais, o que contribui para a sua não aquisição por pequenos investidores⁵⁹⁸.

Em alguns casos específicos, quando o fluxo a ser cedido não for conhecido com segurança, a utilização de critérios de subordinação pode auxiliar na adequação dos fluxos de ativos e passivos na operação, evitando descasamentos, em virtude da maior flexibilidade das debêntures, ou cotas subordinadas, conforme o caso⁵⁹⁹. Nestes casos, é possível que sejam mantidos na contabilidade da entidade cedente os créditos, unicamente para atendimento das normas e padrões de contabilidade internacionalmente aceitos, o que não interfere na natureza jurídica da operação.

Como afirmado, tanto no caso da securitização por meio de sociedades securitizadas quanto por meio de FIDCs é comum que o cedente amplie a segurança do investimento para o adquirente dos valores mobiliários emitidos ao final da operação, por meio da subscrição de valores mobiliários (debêntures ou cotas de FIDCs) subordinados. Neste caso, torna-se possível conferir ao titular dos valores mobiliários seniores preferência no recebimento dos rendimentos, resgatando-se os valores subscritos pela originadora dos créditos cedidos apenas após o pagamento dos investidores⁶⁰⁰. O resgate neste caso pode ocorrer em dinheiro, mas também em direitos creditórios, o que também favorece a regularidade do fluxo de caixa do veículo de securitização adotado⁶⁰¹.

o objetivo de tornar mais claras e definidas as responsabilidades e atribuições de todos os prestadores de serviços contratados para os FIDCs, bem como mitigar estruturas que pudessem ensejar a ocorrência de conflitos de interesse.”

⁵⁹⁸ Cf. Instrução CVM n. 444/2008.

⁵⁹⁹ SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de royalties do petróleo: “A utilização do mecanismo de emissão de debêntures subquirografárias e seu uso como parcela do pagamento à entidade pela cessão dos recebíveis têm como finalidade ajustar o valor a ser pago à entidade federada ao montante efetivamente recebido a título de “royalties do petróleo e participação especial”, já que não se pode antever com precisão os valores recebíveis, por serem dependentes do nível de atividade de extração de petróleo.”

⁶⁰⁰ MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio. *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades – de acordo com as normas internacionais e do CPC*, p. 130: “As cotas dos fundos devem ser escriturais e mantidas em conta de depósito em nome de seus titulares. As cotas podem ser do tipo *sênior* ou *subordinada*. As cotas do tipo *sênior* têm preferência no recebimento da amortização e resgate. As cotas do tipo *subordinada* têm o resgate e amortização subordinados ao das cotas seniores.”

⁶⁰¹ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*, p. 523: “As cotas dos fundos de recebíveis podem ser de classe *sênior* ou *subordinada*. O caráter distintivo das cotas subordinadas é só receberem rendimentos

Na hipótese acima destacada, contudo, o chamado “reforço de crédito”, que normalmente é realizado com a finalidade de redução do risco da operação para os investidores, obtendo assim melhor *rating* na emissão dos valores mobiliários a serem subscritos, torna a distinção da securitização em relação às operações de crédito mais complexa, demandando do operador do direito um maior cuidado na análise dos instrumentos contratuais que regem a operação.

Créditos são considerados bens móveis para fins legais⁶⁰², assim, a sua aquisição por sociedade securitizadora possui caráter de cessão de créditos e não de mútuo⁶⁰³. Se assim não fosse, as sociedades securitizadoras e também as *factorings* teriam de ser consideradas instituições financeiras, na forma do artigo 17 da Lei n. 4.595/64, sendo autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (BCB)⁶⁰⁴. Não é isso, porém, que ocorre, tendo em vista a aceitação, no momento atual, pelo BCB da atividade não privativa de instituição financeira desempenhada pelas securitizadoras e pelas *factorings*⁶⁰⁵.

O desconto bancário também é modalidade de cessão de crédito e não de mútuo. Contudo, no desconto bancário há a assunção pelo cedente da responsabilidade pela solvência do crédito, isto é, ocorre cessão *pro solvendo* à instituição bancária, na forma do artigo 296 do Código Civil⁶⁰⁶. Neste caso, portanto, não há mútuo, mas há uma operação

quando e se paga integralmente a remuneração estipulada para as cotas seniores, bem como a possibilidade de serem integralizadas e resgatadas pela transferência de direitos creditórios ainda não realizados. Em virtude disso, são usadas pelas instituições financeiras que promovem o fundo para dar garantias de liquidez para os demais cotistas. Ao adquirirem cotas subordinadas, além da cessão onerosa descrita no parágrafo anterior, cedem ao fundo pacote adicional de créditos através da integralização com eles de cotas subordinadas. Se os créditos cedidos apresentarem níveis altos de inadimplemento, o excesso aumenta a segurança dos investidores ordinários (os cotistas seniores) de que receberão o valor de resgate de suas cotas.”

⁶⁰² Código Civil de 2002, artigo 83, III.

⁶⁰³ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*, p. 511: “O que a sociedade que tem por objeto o *factoring* faz é adquirir direitos de crédito preexistentes, os quais se qualificam como coisas para efeitos civis e são equiparados aos móveis pelo artigo 83, inciso III, do Código Civil. O substrato jurídico do *factoring* é de fato uma cessão de crédito, e não um mútuo.”

⁶⁰⁴ Isto, pois a jurisprudência tem se firmado no sentido de que o artigo 17 da Lei n. 4.595/64 deve ser lido de forma restrita, apenas se compreendendo no conceito de instituição financeira aquela que aplique os recursos captados em operações ativas que se compreendam na ideia de operação de crédito ou operação financeira. Ver também EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*, p. 6: “Assim, de acordo com a melhor interpretação do art. 17 da Lei n. 4.595/1964, para caracterizar-se a atividade privativa da instituição financeira exige-se a presença cumulativa dos seguintes elementos: a captação de recursos financeiros em nome próprio; seguida do repasse mediante operação de mútuo financeiro; com o intuito de auferir lucro; realizada tal modalidade de operação em caráter habitual.”

⁶⁰⁵ Ver, por exemplo, Resolução CMN n. 2.686/97 e a Circular BCB n. 2.715/96.

⁶⁰⁶ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Op. cit.*, p. 513. “Finalmente, há que se considerar que a cessão de crédito é disciplinada nos artigos 286 a 298 do Código Civil, como negócio potencialmente oneroso, isto é, feito na expectativa da contraprestação, a qual poderia ser constituída pelos recursos repassados através do desconto. Ainda mais, a responsabilidade do cedente pelo pagamento dos créditos no vencimento, que caracteriza o desconto é regra de livre estipulação nas cessões de créditos, segundo o artigo 296 do Código Civil, ainda que não se considere parte do negócio se dele não constar expressamente. Isso mostra que o desconto é figura negocial que se encaixa perfeitamente na disciplina da cessão de crédito.”

de crédito, por se tratar de recebimento antecipado pela venda a termo de bens e serviços (no caso de cessão *pro solvendo* de créditos comerciais) ou por se tratar de *operação assemelhada* a um recebimento antecipado pela venda a termo de bens e serviços (no caso da cessão *pro solvendo* de créditos de outra natureza)⁶⁰⁷. Em ambos os casos, porém, a operação de crédito apenas existe no lugar de uma simples alienação, na hipótese de se manter no cedente a responsabilidade pela quitação do crédito cedido, seja diretamente pela solvência do devedor, seja pela recompra do crédito. Isto, pois apenas nessa hipótese haverá o caráter *temporariedade*, que é elementar nas operações de crédito⁶⁰⁸.

Deve-se, portanto, atentar para o fato de que não é correto identificar qualquer antecipação de receita, do ponto de vista econômico, como uma operação de crédito. Há inúmeras hipóteses possíveis de antecipação de receitas que em nada se aproximam de operações de crédito e que evidenciam o equívoco de tal confusão⁶⁰⁹. Poder-se-ia, por exemplo, verificar que a venda de um imóvel público que gera renda mensal de aluguel é uma forma econômica de antecipar as receitas deste bem⁶¹⁰. Contudo, não há qualquer menção na legislação à ideia de que a venda de unidades geradoras de renda, como o imóvel mencionado, deva atender aos critérios e condições fixados no artigo 32 da LRF e nas resoluções do Senado Federal relativas ao endividamento público.

A operação de crédito, na ordem jurídica brasileira, não remete necessariamente a uma operação de mútuo convencional, podendo tomar diversas formas contratuais⁶¹¹. Contudo, está no centro do conceito a ideia de utilização *temporária* de recursos de terceiros, para posterior devolução. O simples fato de o conceito de operação de crédito permitir a existência de múltiplas formas contratuais não implica dizer que qualquer fenômeno que envolva a entrega de recursos no presente contra um direito futuro seja uma operação de crédito.

Nesta linha de argumentação, Heleno Taveira Torres menciona a existência necessária de três elementos – (i) confiança, (ii) capital e (iii) tempo – para se poder falar em

⁶⁰⁷ Na forma do artigo 29, III da LRF.

⁶⁰⁸ Geraldo Ataliba ressalta a importância do aspecto temporal, isto é, da precariedade do ingresso dos recursos, como elemento essencial para configuração das operações de crédito. Uma das características essenciais das obrigações é a sua transitoriedade e por meio desta característica se pode distinguir, por exemplo, a obrigação da plena propriedade, que tende a ser *perene*: NOGUEIRA, José Geraldo de Ataliba. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, pp. 2-3.

⁶⁰⁹ SOUTO, Marcos Juruena Vilella; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de royalties do petróleo: “A operação de alienação de crédito que se pretende empreender, ainda que represente um ‘recebimento antecipado de receita’, não se adapta rigorosamente no conceito de ‘venda de bens ou serviços.’”

⁶¹⁰ Do ponto de vista econômico inclusive, o valor justo do imóvel poderia ser calculado pelo valor presente do fluxo de caixa esperado dos alugueres.

⁶¹¹ TORRES, Heleno Taveira. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*, p. 447: “Na teoria geral das obrigações, crédito equivale ao direito subjetivo do sujeito ativo, no âmbito de uma relação obrigacional. No presente contexto, todavia, operações de crédito vinculam-se ao negócio jurídico de ‘crédito’, logo, à noção de ‘empréstimo’. Na esteira da lição de Geraldo Ataliba, conclui-se que operação de crédito abrange quaisquer operações que envolvam a utilização de recursos de outrem por um período de tempo, de modo a extrapolar-se as noções de mútuo e de comodato. Logo, as operações de crédito podem se revestir de variadas formas e diversos negócios jurídicos.”

operação de crédito⁶¹². Contudo, tais elementos ainda não são suficientes, posto que não diferenciariam, em tese, uma operação de crédito de um investimento em um contrato de concessão administrada ou mesmo patrocinada em uma parceria público-privada. A operação de crédito, enquanto modalidade de empréstimo, tem na sua essência um compromisso de devolução da coisa recebida, ou de coisa de mesma espécie e quantidade⁶¹³.

Para melhor entendimento da questão que se coloca, é benéfica a análise do Pronunciamento n. 38⁶¹⁴, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que até 1º de janeiro de 2018 era de observância obrigatória por todas as instituições públicas e privadas, no exercício da função contábil, e que tratava do reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros. Nos itens 17 a 22 do referido Pronunciamento, verifica-se que a baixa contábil de um instrumento financeiro apenas deve ocorrer em caso de transferência substancial de todos os riscos e benefícios da propriedade do ativo financeiro, sendo que tal transferência deve ser avaliada em vista da variação do fluxo de caixa esperado da entidade antes e depois da transferência⁶¹⁵.

⁶¹² TORRES, Heleno Taveira. *Idem, ibidem*. “Destarte, não obstante a multiplicidade de negócios caracterizadores de operações de crédito, à luz da LRF, sua configuração queda-se balizada pelas qualificações adotadas expressamente, bem como pelas equiparações que a lei complementar admite. Para aquelas sob a cláusula de equiparação: “outras operações assemelhadas”, porém, requer-se, necessariamente, alguma equivalência com as tipologias possíveis e que se possa determinar a presença de três elementos, quais sejam: (i) confiança, (ii) capital e (iii) tempo, tendo em vista que o “crédito” pressupõe justamente a “troca de um bem ou valor no presente por uma promessa de riqueza futura que, aliás, será a responsável pelo reembolso do que foi emprestado e pelo pagamento dos juros ou outros benefícios oferecidos aos prestamistas”. Portanto, pode-se concluir que o art. 29, III, da LRF delimita-se pelo campo material da noção de “operações de crédito”, defesa sua extensão para alcançar evemo que não possa ser reconduzido à noção de operações de crédito.” A mesma opinião aparece em ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*, p. 18: “Ao lado dos elementos confiança e existência de capital, para que se efetive uma operação de cunho creditício, necessariamente estará presente o elemento tempo, uma vez que o crédito implica a troca de um bem ou valor no presente por uma promessa de riqueza futura que, aliás, será a responsável pelo reembolso do que foi emprestado e pelo pagamento dos juros ou outros benefícios oferecidos aos prestamistas.”

⁶¹³ SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. *Securitização de recebíveis de royalties do petróleo*: “Em todo caso, exige para sua existência a entrega de uma quantidade e o compromisso de restituição, sendo indiferente que entrega e compromisso se realizem de modo voluntário ou forçoso.”

⁶¹⁴ Correspondente ao IAS n. 39 (*Financial Instruments: Recognition and Measurement*) do *International Accounting Standards Board (IASB)*.

⁶¹⁵ Pronunciamento CPC n. 38, item 21: “A transferência de riscos e benefícios (ver o item 20) é avaliada por comparação da exposição da entidade, antes e depois da transferência, com a variabilidade das quantias e a distribuição dos fluxos de caixa líquidos do ativo transferido. A entidade reteve substancialmente todos os riscos e vantagens da propriedade do ativo financeiro se a sua exposição à variabilidade do valor presente dos fluxos de caixa líquidos futuros resultantes do ativo financeiro não se alterar significativamente em resultado da transferência (por exemplo, porque a entidade vendeu um ativo financeiro sujeito a um acordo de recompra a um preço fixo ou ao preço de venda acrescido do retorno do mutuante). A entidade transferiu substancialmente todos os riscos e benefícios da propriedade de ativo financeiro se a sua exposição a essa variabilidade já não for significativa em relação à variabilidade total do valor presente dos fluxos de caixa líquidos futuros associados ao ativo financeiro (por exemplo, porque a entidade vendeu um ativo financeiro sujeito apenas a uma opção de recompra pelo seu valor justo no momento da recompra ou transferiu uma parte totalmente proporcional dos fluxos de caixa resultantes de ativo financeiro maior em acordo, tal como a sub participação em empréstimo que satisfaça as condições do item 19).”

O mencionado Pronunciamento n. 38 foi revogado pelo Pronunciamento n. 48, de 4 de novembro de 2016, com efeitos a partir de 1º de janeiro de 2018, sem, contudo, alterações quanto à análise aqui desenvolvida e suas conclusões⁶¹⁶.

No caso de operações que envolvam a subscrição de debêntures ou cotas subordinadas, entende-se que haveria retenção substancial dos riscos e que, portanto, não seria adequada a baixa dos créditos transferidos no ativo da entidade originadora⁶¹⁷. Isso, porém, nem sempre será verdadeiro, visto que a cessão pode envolver transferência substancial do risco mesmo em face da existência de ordem de preferência de pagamento⁶¹⁸. Tratar-se-á, portanto, de uma questão a ser avaliada a cada caso, em face do tamanho das debêntures/cotas subordinadas em relação à obrigação de pagamento às debêntures/cotas seniores. Se, em função das variáveis concretas, for altamente improvável a ausência de pagamento das debêntures/cotas seniores, recaindo todo o risco sobre o detentor das debêntures/cotas subordinadas, então, deve-se inequivocamente manter o registro do instrumento financeiro no ativo da entidade cedente.

Importa, entretanto, ressaltar que, o fato de se manter o registro do instrumento no ativo em função de retenção de parcela substancial do risco não implica dizer que há garantia de adimplemento ao investidor titular das debêntures/cotas seniores. Implica apenas dizer que uma parte do risco permanece com o originador dos créditos, na forma da variância do fluxo de caixa decorrente da titularidade das debêntures/cotas subordinadas e que, por esta razão, o registro adequado da situação patrimonial do ente cedente depende da manutenção do registro do ativo e também de eventual provisionamento em função de possíveis perdas na cobrança dos créditos. Não se pode, portanto, pretender extrair dos pronunciamentos CPC n. 38 e n. 48 mais do que eles efetivamente dizem, no que se refere à transferência do risco.

Por outro lado, os itens 18 e 19 do mesmo Pronunciamento CPC n. 38 são bastante relevantes na discussão acerca da existência ou não de operação assemelhada a operação de crédito na cessão de créditos, uma vez que reportam aos requisitos para se avaliar se a transferência do ativo financeiro efetivamente ocorre em caráter definitivo ou não. Esses dois itens (18 e 19) lidos em conjunto aos itens 20 e 21 deixam clara a possibilidade de haver transferência definitiva do ativo financeiro, sem que haja transferência substancial dos riscos e benefícios do instrumento. Nesse caso, a transferência definitiva do ativo sem responsabilidade do cedente pelo adimplemento do crédito deixa claro não se tratar de

⁶¹⁶ Ver Seção 3.2 “Desreconhecimento de ativo financeiro” do referido Pronunciamento n. 48.

⁶¹⁷ SALOMÃO NETO, Eduardo. *Op. cit.*, p. 523-4: “(...) a cessão de créditos em contrapartida à aquisição dessas cotas deve ser classificada para fins contábeis como operação com retenção substancial de riscos e benefícios, o que significa que os créditos cedidos devem continuar registrados em sua integralidade no ativo da instituição financeira cedente, com seus respectivos provisionamentos.”

⁶¹⁸ MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio. *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades – de acordo com as normas internacionais e do CPC*, p. 125: “Os casos onde não é possível avaliar se houve retenção substancial dos riscos e benefícios normalmente envolvem a emissão de alguma garantia pela entidade vendedora. Quando a garantia protege somente uma parcela dos riscos e benefícios, isso pode significar que não houve retenção nem transferência substancial dos riscos e benefícios relacionados à propriedade do ativo financeiro transferido.”

operação de crédito⁶¹⁹; em paralelo, a retenção de parcela substancial do risco pelo cedente demanda a manutenção do registro do ativo cedido no balanço da entidade cedente. Para o Pronunciamento n. 48, as referências são ao seu item 3.2, que trata do tema do “desreconhecimento de ativo financeiro”⁶²⁰.

O mesmo se pode extrair da Instrução CVM n. 489, de 14 de janeiro de 2011, que visa a estabelecer regras para contabilização em fundos de direitos creditórios. Do artigo 3º ao 7º da mencionada Instrução se estabelece claramente a ideia de que a cessão de direitos creditórios para securitização que envolva a subscrição de cotas subordinadas pelo cedente não consiste em cessão com transferência definitiva de riscos e benefícios e, portanto, deve seguir a regra que impõe o não desconhecimento do ativo financeiro no patrimônio do cedente e impõe o registro do passivo respectivo no mesmo ente⁶²¹. Contudo, o artigo 7º, § 2º reconhece a existência de situações que implicam a transferência parcial de risco ao fundo, exigindo o mesmo tratamento contábil⁶²².

Reside nesse ponto diferença fundamental a ser demonstrada entre a cessão de direitos creditórios com retenção de parcela dos riscos e benefícios e as operações de crédito.

⁶¹⁹ Utilizando esse argumento como fundamento para concluir pela não aplicação das regras relativas às operações de crédito no caso de securitização de receitas de participação em *royalties* do petróleo, SOUTO, Marcos Jurueña Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de royalties do petróleo. “De notar que, no formato proposto, não há qualquer *compromisso financeiro* assumido pelo Erário, já que a adquirente será remunerada pelos recursos obtidos junto à União Federal. O Poder Público não terá qualquer obrigação, nem mesmo se não se consumir a arrecadação de royalties (embora o risco seja contemplado no valor a ser pago pelos direitos alienados).”

⁶²⁰ Este Pronunciamento foi aprovado pela CVM pela Deliberação n. 763/2016, tornando-o obrigatório para as companhias abertas.

⁶²¹ FAVERO JUNIOR, Osvaldo Zanetti. Securitização de ativos e transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro, pp. 57-8: “Como se vê, a ICVM n. 489 (2011) é bem mais incisiva com relação às operações que devem ser classificadas como sem aquisição substancial dos riscos e benefícios, citando, inclusive a possibilidade de existência de garantia implícita. Está muito claro, por esses comandos que o interesse retido pelo cedente através de cotas subordinadas é um indicador de retenção substancial de riscos (quando igual ou superior às perdas esperadas), sendo pela norma, inclusive, fator de não exposição do fundo à variabilidade no valor presente do fluxo de caixa futuro relacionado ao ativo financeiro.”

⁶²² “Art. 7º O registro contábil das operações em que a aquisição substancial dos riscos e benefícios sobre os direitos creditórios não possa ser definida objetivamente deve observar os seguintes procedimentos: I – registro no ativo, em conta representativa de direitos creditórios com aquisição substancial de riscos e benefícios, em conformidade com a natureza da operação original, da proporção correspondente aos riscos e benefícios dos direitos creditórios transferidos para o fundo; e II – registro no ativo, em conta representativa de direitos creditórios sem aquisição substancial de riscos e benefícios, da proporção correspondente aos riscos e benefícios dos direitos creditórios não transferidos para o fundo.
(...)”

§ 2º Para o fim do disposto no *caput* deste artigo, subentende-se que a garantia prestada pelo cedente ou parte relacionada, por qualquer forma, inclusive com aquisição de cotas subordinadas do fundo ou assunção de obrigação não formalizada, seja de valor considerado suficiente para a retenção de alguns riscos e benefícios de propriedade do direito creditório, mas não substancialmente todos, de forma que o fundo também passe a adquirir outros riscos e benefícios de propriedade do direito creditório objeto da operação.”

Nas operações de crédito, a retenção do risco é inteiramente do cedente, cabendo ao emprestador dos recursos suportar, em última instância, o risco de inadimplência do próprio tomador de recursos. Esse é o caso da operação de desconto bancário, apresentada acima. Por outro lado, no caso da cessão de direitos creditórios com aporte de debêntures ou cotas subordinadas, em regra, o risco do cessionário não é o risco de inadimplência do cedente – que não tem corresponsabilidade pela solvência dos créditos –, mas sim o risco de inadimplência dos devedores dos créditos cedidos. Isso é verdade pois não se pode confundir o chamado “reforço de crédito” com garantia ao adimplemento⁶²³.

A Resolução n. 3.533, do Conselho Monetário Nacional, de 31 de janeiro de 2008, que trata das regras relativas à classificação, registro contábil e divulgação de operações de venda ou de transferência de ativos financeiros, por sua vez, traz no seu artigo 2º, § 2º, V⁶²⁴, e no seu artigo 3º, § 2º⁶²⁵, regra que, embora se aplique apenas às instituições financeiras, serve de referência para análise. Neste dispositivo, se estabelece a presunção de não transferência dos riscos e benefícios no caso de subscrição de cotas quando o valor da garantia prestada, por qualquer forma, para compensação de perdas de crédito, for superior à perda provável ou ainda quando o valor das cotas subordinadas de FIDC adquiridas for superior à perda provável.

Torna-se, nesse contexto, necessário aclarar que a presunção de transferência sem retenção dos riscos tratada nesta Resolução não é absoluta, uma vez que o artigo 3º traz expressamente responsabilidade da instituição financeira cedente avaliar se houve ou não tal transferência de riscos e benefícios, com base em específica metodologia, preferencial-

⁶²³ É claro que se o reforço de crédito for tal que demonstre se tratar de evidente fraude por meio da qual a inadimplência tenha que chegar a 99,9% dos créditos cedidos, por exemplo, antes de haver risco de não recebimento pelos debenturistas/cotistas seniores, se estará diante de operação de crédito. Esse não é, porém, o caso da grande maioria das operações de securitização, especialmente, as realizadas por entidades do setor público. Uma vez que não há regra objetiva para o caso, é válida a utilização do postulado da razoabilidade na aplicação das normas em apreço e na identificação da natureza correta da operação. Sobre a razoabilidade, ver AVILA, Humberto. Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos, pp. 176-7.

⁶²⁴ “Art. 2º As instituições referidas no art. 1º devem classificar a venda ou a transferência de ativos financeiros, para fins de registro contábil, nas seguintes categorias: (...) § 2º Na categoria operações com retenção substancial dos riscos e benefícios devem ser classificadas as operações em que o vendedor ou cedente retém substancialmente todos os riscos e benefícios de propriedade do ativo financeiro objeto da operação, tais como: (...) V – venda de recebíveis para os quais o vendedor ou o cedente garanta por qualquer forma compensar o comprador ou o cessionário pelas perdas de crédito que venham a ocorrer, ou cuja venda tenha ocorrido em conjunto com a aquisição de cotas subordinadas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) comprador, observado o disposto no art. 3º.”

⁶²⁵ “Art. 3º A avaliação quanto à transferência ou retenção dos riscos e benefícios de propriedade dos ativos financeiros é de responsabilidade da instituição e deve ser efetuada com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, utilizando-se como metodologia, preferencialmente, a comparação da exposição da instituição, antes e depois da venda ou da transferência, relativamente à variação no valor presente do fluxo de caixa esperado associado ao ativo financeiro descontado pela taxa de juros de mercado apropriada, observado que: (...) § 2º Presume-se que os riscos e benefícios do ativo financeiro foram retidos pelo vendedor ou cedente quando o valor da garantia prestada, por qualquer forma, para compensação de perdas de crédito, for superior à perda provável ou ainda quando o valor das cotas subordinadas de FIDC adquiridas for superior à perda provável.”

mente, a partir da “comparação da exposição da instituição, antes e depois da venda ou da transferência, relativamente à variação no valor presente do fluxo de caixa esperado associado ao ativo financeiro descontado pela taxa de juros de mercado apropriada”. Assim, o mencionado § 2º do artigo 3º é mera diretriz para o caso de não ser possível a demonstração por meio da citada metodologia da transferência ou não dos riscos e benefícios⁶²⁶.

Ademais, torna-se, mais uma vez, conveniente afirmar que a presunção de não ter havido transferência substancial dos riscos e benefícios não implica, por óbvio, certeza de haver operação de crédito. Ora, se a presunção é apenas relativa, é possível a demonstração, fática ou estocástica, de que houve a transferência de riscos relevantes, expondo-se o cessionário, ainda que de forma parcial, à variação do fluxo de caixa dos créditos.

Oswaldo Zanetti Favero Junior, em dissertação de mestrado defendida junto à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, sob orientação do professor Eliseu Martins, critica o método de contabilização da securitização proposto na mencionada Instrução CVM n. 489/11, justamente sob o argumento de que o método conduz à uma avaliação equivocada do tamanho da exposição do ente cedente ao risco de fluxo de caixa, fazendo parecer ao avaliador do balanço patrimonial haver uma operação de empréstimo onde verdadeiramente não há tal operação⁶²⁷.

Neste ponto é importante fazer a distinção das operações nas quais há integralização inicial de debêntures/cotas subordinadas, limitando-se a exposição do ente cedente ao fluxo de caixa dos créditos, daqueles em que, além da integralização inicial, há o compromisso de aportes adicionais em caso de aumento da inadimplência dos créditos. Neste segundo caso, que, para os FIDCs, se identifica com a hipótese do artigo 3º, III, da Instrução CVM n. 489/11⁶²⁸, fica clara a garantia integral de solvência dos créditos por

⁶²⁶ FAVERO JUNIOR, Oswaldo Zanetti. Securitização de ativos e transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro, p. 60: “O que se pretende destacar é que considerando-se a existência de um nível de subordinação acima do valor das perdas esperadas da carteira transferida em uma estrutura de securitização (por exemplo, em um fundo) e não havendo nenhum outro mecanismo de retenção de risco pelo cedente que o exponha a riscos além do nível registrado, esse critério conduz ao registro de um critério que não reflete as condições econômicas da transação.”

⁶²⁷ FAVERO JUNIOR, Oswaldo Zanetti. Securitização de ativos e transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro, p. 62: “Verifica-se, portanto, que a definição de retenção de risco pelo nível de subordinação pode trazer um retrato contábil não consistente com a estrutura econômica da transação. Mesmo que se considere um nível de subordinação inferior às perdas esperadas, não se pode dizer que há diferença entre esta e a situação que absorva, por exemplo, a totalidade do risco dos ativos, sendo que a exposição em ambas as situações é com base em um ativo, que, no limite, seria igual a zero. Não se está inferindo, contudo, que não haja retenção do risco pelo cedente com a situação de retenção de cotas subordinadas. O que se quer mostrar é que a situação desta retenção não induz, *per se*, a existência de um passivo, sendo que este valor registrado nunca será exigido (não é uma obrigação presente). Concorda-se que há uma retenção de risco através de cotas subordinadas, podendo-se até ser uma retenção substancial dos riscos de acordo com o nível, mas não se pode vincular essa retenção à manutenção dos ativos transferidos no cedente e muito menos ao reconhecimento de um passivo, não havendo adesão deste retrato à estrutura econômica subjacente à transação.”

⁶²⁸ “Art. 3º (...) § 2º No grupo definido no inciso II do *caput* devem ser classificadas as operações em que o fundo não adquire substancialmente todos os riscos e benefícios de propriedade do direito creditório objeto da operação e que, como consequência, não ensejam a baixa do direito creditório nos registros

parte do cedente e, por consequência, se tratar de uma operação de crédito. O mesmo se pode dizer no caso de ajuste para substituição de créditos inadimplidos por outros créditos, na forma do inciso IV do mesmo dispositivo⁶²⁹.

É interessante atentar ao fato de que as conclusões se mantêm independentemente de se tratar de cessão de créditos tradicional ou de cessão apenas do fluxo desses créditos. A confusão ocorre sob o entendimento equivocado do conceito de *true sale*, havendo aqueles que entendam que a chamada *true sale*, que equivocadamente identificam com a cessão do crédito ao invés da cessão apenas do fluxo financeiro, seria essencial para a transferência substancial do risco ao cessionário. Contudo, não há relação entre um elemento e outro.

A chamada *true sale* aparece no contexto da preocupação dos adquirentes dos créditos (ou dos fluxos) de que estes não serão arrecadados em eventual falência do cedente ou que de a cessão não se sujeitará a ação revocatória em caso de falência do cedente⁶³⁰. No caso brasileiro, tal blindagem é assegurada pelo artigo 136, § 1º da Lei n. 11.101/2005, que estabelece que “[n]a hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador”. Para valer-se de tal dispositivo, portanto, é irrelevante a existência ou não de coobrigação, bastando que a alienação seja definitiva⁶³¹. Não há, portanto, relação entre o conceito de *true sale*⁶³² e a cessão de créditos alternativamente à cessão apenas do fluxo financeiro gerado por tais créditos.

É importante ter em vista que em toda operação de securitização haverá custo financeiro, normalmente na forma de deságio⁶³³, apresentando-se como a forma por meio da

contábeis do cedente, tais como: (...) III – cessão de direitos creditórios para os quais o cedente ou parte relacionada, garanta, por qualquer forma, inclusive com a aquisição de cotas subordinadas, compensar o fundo, no mínimo, pelas perdas de crédito prováveis de ocorrer, observado o disposto no art. 4º; e (...)”

⁶²⁹ “Art. 3º (...) § 2º (...) IV – quaisquer outros mecanismos, fora das condições normais de mercado, que visem mitigar a exposição ao risco de mercado ou de crédito do fundo, tais como recompra, substituição ou permuta de direitos creditórios ou ainda aporte de cotas subordinadas pelo cedente ou parte relacionada, de forma recorrente ou sistemática.”

⁶³⁰ FAVERO JUNIOR, Osvaldo Zanetti. *Securitização de ativos e transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro*, pp. 50-1: “O significado da cessão definitiva utilizado no conceito de cessão sem coobrigação acima descrito possui um significado diverso do utilizado para explicar o conceito do termo *true sale* (termo emprestado do mercado norte-americano) ou venda efetiva, sendo este relacionado à impossibilidade dos ativos cedidos retornarem ao cedente no caso de falência deste (impossibilidade de recharacterização da operação). Este termo está ligado ao significado de uma blindagem (ou *firewall*) nos ativos transferidos, de forma que os credores do cedente não os alcancem em uma eventual falência, garantindo os investidores da EPE que seus direitos não serão diluídos com os dos credores do cedente, em caso de falência deste”.

⁶³¹ FAVERO JUNIOR, Osvaldo Zanetti. *Op. cit.*, p. 51. E na página 53: “Entende-se, portanto, que pelas características do ambiente regulatório brasileiro, as incertezas provenientes de uma eventual descaracterização do *true sale* não são significativas, independentemente da forma de representação contábil. Mesmo porque, de acordo com as características das operações praticadas através dos FIDCs e em atendimento às diretrizes da Resolução n. 3533(2008), da Deliberação CVM n. 604(2009) ou da ICVM n. 408(2004), a maior parte das operações de securitização de ativos através dos FIDCs estão *on balance* no cedente (são registradas contabilmente como empréstimos garantidos).”

⁶³² Vale lembrar que o conceito de *true sale* é de vital importância nas operações de securitização como elemento de isolamento dos riscos dos créditos em relação aos riscos do cedente.

⁶³³ ROQUE, Pamela Romeu. *Op. cit.*, p. 47.

qual o titular dos valores mobiliários emitidos obterá o retorno do seu investimento. Este fato por si não significa que haverá prejuízos ao cedente dos créditos. Pelo contrário, especialmente no caso da cessão de créditos pendentes de pagamento e de difícil recuperação, mesmo um grande deságio pode representar obter algum valor de ativos que, na perspectiva do cedente e nas suas forças de cobrança e administração dos créditos, não têm nenhum potencial de geração de valor⁶³⁴.

Também não se pode dizer que a existência de deságio na cessão dos créditos para securitização seja elemento suficiente para caracterizar uma operação de crédito. O deságio não representa apenas o desconto decorrente da antecipação de um fluxo de caixa esperado, mas também e principalmente o risco deste fluxo de caixa. Quando o risco do fluxo de caixa é mantido sob responsabilidade do cedente, como no caso de um desconto de duplicata, é clara a realização de uma operação de crédito, sendo o deságio mera remuneração pelo adiantamento dos recursos, ligada ao risco de *default* do próprio cedente. Por outro lado, quando o risco do fluxo de caixa é transferido integralmente ao adquirente do crédito, então, o deságio refletirá principalmente o risco de *default* dos créditos cedidos, retratando o valor do ativo alienado e não apenas o custo do dinheiro no tempo.

Feitas as necessárias distinções de natureza econômica, jurídica e contábil, convém analisar o tratamento da questão na legislação brasileira, de maneira a identificar o regime jurídico das securitizações de ativos no setor público e suas possíveis consequências no âmbito do acompanhamento e controle do endividamento estatal.

Como demonstrado, as operações de securitização baseiam-se em negócio jurídico de cessão de créditos e não em negócio jurídico de mútuo ou de promessa de mútuo (abertura de crédito). Assim, ainda que se possa apontar semelhanças econômicas entre as securitizações e os empréstimos⁶³⁵, do ponto de vista jurídico devem ser claramente identificados os pontos de divergência entre os institutos, de maneira a não pretender aplicar às operações de securitização as consequências aplicáveis às operações de crédito, na linha do contido na Constituição Federal, na Lei de Responsabilidade Fiscal e nas Resoluções do Senado Federal, especialmente as Resoluções SF n. 40/2001 e Resolução SF n. 43/2001.

O primeiro ponto a se notar com relação ao tema consiste no fato de que a Constituição Federal atribui ao Congresso Nacional, mediante lei complementar, a competência para tratar de operações de crédito e dívida pública, nos termos do artigo 48, II⁶³⁶, e do

⁶³⁴ ROQUE, Pamela Romeu. *Op. cit.*, p. 48: “No âmbito das securitizações de créditos vencidos e não pagos, o deságio é um elemento ainda mais sensível. Com efeito, uma de suas particularidades é a de que as perdas já se concretizaram para o cedente e, conseqüentemente, o risco da inadimplência, na verdade, já é um fato presente. Segundo V. P. ZICA, a cessão, nessa hipótese, por qualquer valor, representará recuperação imediata, receita líquida, quase sem custo e que ainda estancará os gastos de cobrança e gerenciamento. De fato, a oportunidade de securitização de créditos vencidos e não pagos surge pela necessidade dos credores (futuros cedentes) encontrarem uma solução rápida para depurar seus balanços e monetizar créditos problemáticos, otimizando a alocação de capital e liberando recursos humanos e tecnológicos para geração e tratamento de novos ativos.”

⁶³⁵ O que, como argumentado, se faz em grande medida em razão das regras de contabilização da operação em caso de não transferência substancial dos riscos e benefícios dos ativos cedidos.

⁶³⁶ “Art. 48. Cabe ao Congresso Nacional, com a sanção do Presidente da República, não exigida esta para o especificado nos arts. 49, 51 e 52, dispor sobre todas as matérias de competência da União, especial-

artigo 163⁶³⁷. Assim sendo, não pode haver em norma infralegal ou em lei ordinária qualquer conceito de operação de crédito que viole as diretrizes fixadas na Constituição e as regras gerais estabelecidas na Lei Complementar n. 101/2000.

Com relação a este ponto, portanto, mister atentar para a redação do artigo 29, III⁶³⁸, da LRF, que traz o conceito de operação de crédito, e também para o artigo 37⁶³⁹ da mesma lei, que traz as hipóteses de equiparação a operações de crédito, que se encontram vedadas. Sobre essas hipóteses, deve-se ressaltar que não são propriamente operações de crédito. Se fossem, estariam abarcadas pelo conceito do artigo 29, III, e bastaria ao artigo 37 vedar o rol de espécies de operações de crédito que o legislador pretendia impedir aos entes públicos de realizar. Tendo tido o cuidado de utilizar a expressão “equiparam-se a operações de crédito”, o legislador corretamente notou que as operações listadas não representam, do ponto de vista ontológico ou deontológico operações de crédito, sendo a elas equiparadas e vedadas tão somente por semelhanças no plano axiológico.

Paralelamente, não se deve interpretar a expressão “e outras operações assemelhadas” do artigo 29, III da LRF como autorização para interpretação ampliativa dos casos de operação de crédito. Isto, pois o artigo em referência é restritivo da liberdade de contratar dos entes federados e, portanto, é norma que deve seus limites à eficácia do princípio federativo⁶⁴⁰. É necessária, portanto, a clara demonstração do vínculo objetivo entre a ope-

mente sobre: (...) II – plano plurianual, diretrizes orçamentárias, orçamento anual, operações de crédito, dívida pública e emissões de curso forçado.”

⁶³⁷ “Art. 163. Lei complementar disporá sobre: I – finanças públicas; II – dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público; III – concessão de garantias pelas entidades públicas; IV – emissão e resgate de títulos da dívida pública; V – fiscalização financeira da administração pública direta e indireta; (Redação dada pela Emenda Constitucional n. 40, de 2003); VI – operações de câmbio realizadas por órgãos e entidades da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; VII – compatibilização das funções das instituições oficiais de crédito da União, resguardadas as características e condições operacionais plenas das voltadas ao desenvolvimento regional.”

⁶³⁸ “Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições: (...) III – operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros; § 1º Equiparam-se a operação de crédito a assunção, o reconhecimento ou a confissão de dívidas pelo ente da Federação, sem prejuízo do cumprimento das exigências dos arts. 15 e 16.”

⁶³⁹ “Art. 37. Equiparam-se a operações de crédito e estão vedados: I – captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido, sem prejuízo do disposto no § 7º do art. 150 da Constituição; II – recebimento antecipado de valores de empresa em que o Poder Público detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto, salvo lucros e dividendos, na forma da legislação; III – assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de título de crédito, não se aplicando esta vedação a empresas estatais dependentes; IV – assunção de obrigação, sem autorização orçamentária, com fornecedores para pagamento a posteriori de bens e serviços.”

⁶⁴⁰ TORRES, Heleno Taveira. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*, p. 449: “Questão tormentosa, portanto, reside na utilização da expressão ‘e outras operações assemelhadas’, o

ração sob análise e os casos listados na enumeração do artigo 29, III, ou mesmo nos casos de operações equiparadas a operações de crédito⁶⁴¹.

Aproveitando-se da ideia de definitividade e transferência de riscos por meio da cessão de créditos, tanto a doutrina quanto órgãos de advocacia pública têm corretamente afastado as operações de securitização de ativos da ideia de operação de crédito, o que, no setor público, tem o efeito imediato de excluir a aplicação das restrições, limites e condições presentes na LRF e nas Resoluções SF n. 40/2001 e 43/2001 das referidas operações de securitização.

O Parecer PGFN/CAF/N. 2900/2007, por exemplo, da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN), trata de análise, em tese, de estrutura de operação sugerida pelo Banco do Brasil, envolvendo a constituição de Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios para receber o produto de cessão de fluxo de caixa de estados e municípios decorrente do pagamento de créditos tributários confessados e incluídos em parcelamento.

Neste parecer, a PGFN já considerava a transferência completa do risco ao cessionário como o principal aspecto a se observar para a decisão de se caracterizar ou não a ope-

que permitiria a compreensão de que se está diante de definição exemplificativa, e não taxativa. Contudo, esta é mesmo regra limitativa da autonomia dos Estados, com afetação às finanças públicas dos entes estatais, com efeito sobre o próprio federalismo fiscal, o que impede qualquer recurso a interpretações ampliativas ou capazes de acrescer limites que a LRF não constitui. Com 'outras operações assemelhadas', somente pode-se entender aquilo que se mantenha em conexão material ou causal com contratos de 'mútuo', de 'abertura de crédito', de 'emissão e aceite de título', de 'aquisição financiada de bens', de 'recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços', de 'arrendamento mercantil' ou 'uso de derivativos financeiros'. Ou seja, somente terá o condão de se afirmar como 'operação de crédito' vedada pela LRF, ainda que na forma de 'novação', 'refinanciamento' ou 'postergação', alguma operação que mantenha identidade ou semelhança com estas modalidades, devido ao caráter taxativo e vinculante dos atos e negócios jurídicos defesos pela LRF." No mesmo sentido, SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de royalties do petróleo: "A lei complementar federal impõe uma restrição na liberdade de atuação de todas as entidades federadas, que, por força do princípio federativo (arts. 1º e 18, da CF/1988, são dotadas de autonomia, inclusive para a gestão de seus recursos.

Assim, considerando tratar-se de norma restritiva de direitos, a merecer interpretação fechada, poder-se-ia firmar uma linha de raciocínio, não livre de polêmica, que outras situações não foram abrangidas e, em razão disso, não haveria limitação à liberdade inerente à autonomia estadual."

⁶⁴¹ TORRES, Heleno Taveira. *Op. cit.*, p. 450: "Desse modo, para que determinada operação seja considerada assemelhada àquelas dispostas no art. 29 da LRF faz-se necessário um vínculo objetivo entre a operação considerada e aquelas listadas no dispositivo em questão. Por outro giro, se as equiparações realizadas pela própria lei mantêm uma relação objetiva com as operações de crédito expressamente referidas pelo art. 29, III, não restam dúvidas de que esse vínculo deve ser perquirido pelo intérprete ao pretender tratar determinada operação como assemelhada àquelas expressamente arroladas." E novamente na página 451: "As citadas equiparações adotadas pela LRF bem revelam que o legislador não pretendeu conferir margem de discricionariedade ao intérprete, para alcançar pela definição legal de operações de crédito situações dessemelhantes daquelas referidas até mesmo como 'equiparadas'. Feita essa delimitação material, não há que se pretender sua extrapolação. Mesmo diante de uma miríade de operações que poderiam ser vistas como operações de crédito – não apenas aquelas expressas na LRF mas também as 'assemelhadas' – é defesa a inclusão, dentre as operações de crédito, de operações que não se apresentam como equivalentes."

ração como operação de crédito. Assim, em não havendo garantias por parte do ente cedente de um fluxo positivo específico decorrente dos créditos, não se poderia distinguir a operação de uma simples alienação de ativos⁶⁴².

No ano de 2012, novamente, a PGFN manifestava-se sobre o assunto por meio do Parecer PGFN/CAF/N. 1975/2012, que tratava da análise da minuta de contrato de cessão de créditos decorrentes de participações especiais e royalties em função da exploração de petróleo e gás natural, entre o Banco do Brasil S/A e o Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro (RIOPREVIDÊNCIA).

No Parecer PGFN/CAF/N. 1975/2012 são apontados dois elementos como essenciais para que uma operação não possa ser caracterizada como uma operação de crédito: (i) a definitividade da cessão e (ii) a ausência de garantias ao adimplemento do crédito. Estando diante de operação que contemple ambas as características, a operação deverá ser reconhecida como simples operação de alienação de ativos, assemelhada a uma compra e venda. Nota-se que não há qualquer referência no Parecer à transferência substancial ou não de riscos do ativo ao adquirente⁶⁴³. A não transferência da totalidade dos riscos, assim, em nosso entendimento, representaria apenas um elemento indiciário da existência de garantias implícitas de adimplemento, o que precisaria ser inequivocamente demonstrado para que se pudesse falar em operação de crédito.

Finalmente, no Parecer PGFN/CAF n. 1579/2014, mais uma vez, a PGFN confirma os argumentos previamente apresentados, repisando a não existência de operação de crédito no caso de cessão de créditos sem compromisso de solvência por parte do cedente dos créditos⁶⁴⁴.

⁶⁴² Parecer PGFN/CAF/N. 2900/2007, p. 2: “Não haverá, da maneira como detalhada na Nota n. 1.674/STN/COPEM, de 2007, assunção de riscos pelos Estados e Municípios, pois os recursos provenientes da cessão pretendida ingressarão definitivamente no orçamento do ente da federação que a contratar, não devendo este restituí-los futuramente ao cessionário, ainda que o fluxo de caixa decorrente do produto de parcelamento de dívidas confessadas seja inferior ao montante por ele pago. Enfim, não há outra obrigação para os entes além da entrega ao FIDC do fluxo de recebimentos oriundos de parcelamento. Trata-se, portanto, de alienação de ativos definitiva, sem assunção de riscos pelos entes da federação, o que, conforme precedentes desta Procuradoria-Geral, não se enquadra no conceito de operação de crédito.”

⁶⁴³ Parecer PGFN/CAF/N. 1975/2012, p. 1: “O tema relativo à natureza jurídica das cessões de receitas provenientes de créditos decorrentes de exploração de recursos naturais a que fazem jus os entes da Federação já foi objeto de reiteradas manifestações desta Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, sendo pacífico o entendimento de que tais operações só não se caracterizam como operação de crédito se elas forem definitivas, assemelhadas a uma compra e venda à vista de um bem incorpóreo – o crédito. Para tanto, o cedente não pode conceder qualquer tipo de garantia de adimplemento, ou seja, não deve haver qualquer outra obrigação para o cedente além do repasse ao cessionário do fluxo de recebimentos oriundos da compensação financeira.”

⁶⁴⁴ Parecer PGFN/CAF n. 1579/2014: “Na cessão do fluxo financeiro decorrente de créditos inscritos em dívida ativa, não é transferida a titularidade do crédito pelo cedente ao cessionário (que permanece, pois, no ativo do primeiro), mas tão somente o fluxo financeiro decorrente dos pagamentos efetuados pelos devedores ao credor. Desde que inexistente, no caso concreto, obrigação por parte do cedente de garantir eventual crédito inadimplido pelo devedor – seja em dinheiro, seja substituindo-o por outro crédito –, não há que se falar em operação de crédito, já que inexistiria obrigação de pagar por parte do cedente,

É semelhante o entendimento da Procuradoria Geral do Estado de São Paulo, em parecer subscrito por Mário Engler Pinto Junior. Contudo, neste parecer, é ainda realizada importante distinção entre operações a título de antecipação de receitas e operações de securitização de recebíveis.

A importância de tal distinção reside no fato de que o artigo 37 da LRF considera operação equiparada à operação de crédito e vedada a operação de captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido. Este não é o caso, porém, das operações de securitização de recebíveis decorrentes de parcelamentos tributários que se tem realizado no Brasil, visto que, nestas operações, ao contrário, encontram-se créditos já constituídos, decorrentes de fatos geradores passados. Esse mesmo motivo é suficiente para distinguir a securitização de simples operação de crédito por antecipação de receita orçamentária, na qual há a obrigação de devolução do valor integralmente adiantado e que não faz referência necessariamente a tributos devidos por fatos geradores já ocorridos⁶⁴⁵.

Assim, também esse parecer se filia à tese de que a característica fundamental para que se possa classificar uma operação de cessão de créditos como uma operação de crédito é a existência de garantia ao correto pagamento dos créditos pelos devedores cedidos⁶⁴⁶.

A mesma opinião é defendida por Carlos Ari Sunfeld, que apresenta relevante argumento contra a caracterização como operação de crédito nas operações de cessão onerosa de direitos creditórios decorrentes de parcelamentos tributários. Segundo esse autor, nessas operações de cessão, não se estaria antecipando receita, na medida em que a receita

mas, apenas obrigação de fazer, no caso, repassar ao cessionário o numerário entregue ao credor pelo devedor inscrito em dívida ativa. Tal entendimento permanece verdadeiro, mesmo no caso de o cedente se obrigar a cobra judicialmente o crédito não adimplido, tendo em vista que tal obrigação não se caracteriza enquanto obrigação de pagar, mas se fazer.”

⁶⁴⁵ Consultoria Jurídica da Secretaria da Fazenda do Governo do Estado de São Paulo. Parecer n. 611/2010, p. 15: “O Contrato de Cessão pretende antecipar o recebimento de ICMS cujo fato gerador já ocorreu, por se tratar de crédito tributário definitivamente constituído e reconhecido pelo contribuinte devedor. Portanto, o negócio jurídico a ser celebrado entre o Estado e a CPSEC não se enquadra na categoria de antecipação de receita orçamentária (cf. art. 38), devendo ser considerado como hipótese não vedada de antecipação de receita tributária (cf. art. 37, I). A receita tributária antecipada possui desde logo existência legal, embora ainda não tenha se materializado financeiramente. A realização financeira ocorrerá ao longo do tempo, na medida em que os créditos parcelados forem sendo pagos espontaneamente pelo sujeito passivo ou recuperados coativamente pelo sujeito ativo.”

⁶⁴⁶ Consultoria Jurídica da Secretaria da Fazenda do Governo do Estado de São Paulo. Parecer n. 611/2010, pp. 15-6: “A vinculação do fluxo financeiro gerado pelos créditos tributários parcelados, em cumprimento de obrigação contraída pelo Estado no Contrato de Cessão, somente será considerada operação de crédito sob a ótica da Lei de Responsabilidade Fiscal, se o Estado ficar responsável perante a cessionária CPSEC pelo efetivo pagamento dos Direitos Creditórios pelos contribuintes devedores. Qualquer garantia dada pelo Estado nesse particular caracterizaria compromisso financeiro assumido em razão do recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, forçando a equiparação do negócio de cessão a operação de crédito, nos termos do artigo 29, III, da LRF. Nesse caso, a realização da operação dependeria de prévia aprovação das autoridades federais (cf. art. 31, Resolução do Senado n. 43, de 2001), além de o montante antecipado ser incorporado no estoque da dívida do Estado para efeito de aplicação dos limites cabíveis.”

já estaria constituída, ainda que não arrecadada. Isto, pois, nos casos de parcelamento tributário, não se pode falar de fato gerador a ocorrer⁶⁴⁷.

Esse argumento ganha ainda mais força em vista das modificações recentes nas normas de contabilidade aplicadas ao setor público, que exigem a adoção do regime de competência para o reconhecimento de receitas públicas. Assim, ainda que não arrecadadas e recolhidas aos cofres públicos, as receitas lançadas e, portanto, constituídas já devem ser reconhecidas contabilmente, dando lastro à existência de um ativo no balanço patrimonial da entidade pública.

Nesta linha, verifica-se que os elementos que são considerados pela doutrina jurídica como essenciais na separação de atividades de financiamento por meio de operações de crédito de simples operações de cessão de créditos (logo, alienação de bens), foram adotados pela Resolução n. 11/2015 do Senado Federal, que deu nova redação ao artigo 5º da Resolução n. 43/2001 do Senado Federal, tendo sido, posteriormente, modificada pela Resolução n. 17/2015⁶⁴⁸. Esta resolução foi aprovada com o objetivo de tratar das operações de securitização de parcelamentos tributários, mais especificamente, operações envolvendo créditos inscritos em dívida ativa.

Assim é que a redação atual do artigo 5º, VII, veda as operações de cessão de fluxos de recebimentos de direitos creditórios (apenas de dívida ativa, deve-se ressaltar) que não sejam definitivas ou que envolvam a concessão de garantias de solvência dos créditos em relação ao adquirente. Ou seja, o Senado Federal proíbe expressamente, na Resolução n. 43/2001, qualquer operação de crédito realizada por meio de cessão de créditos inscritos em dívida ativa. Isso não significa que o Senado Federal proíba todas as operações de securitização de crédito inscritos em dívida ativa, afinal, careceria o Senado de competência constitucional para tanto, mas apenas que o Senado proíbe as operações de crédito realizadas por meio da cessão de créditos inscritos em dívida ativa, sendo os critérios definitividade e ausência de garantia de adimplemento os elementos definidores da natureza da operação.

⁶⁴⁷ SUNDFELD, Carlos Ari. Opinião legal fornecida ao Banco do Estado do Rio Grande do Sul, relativa a operação envolvendo o Estado do Rio Grande do Sul e a Caixa de Administração da Dívida Pública Estadual S/A – CADIP, p. 4: “Mas as receitas que denominamos de passadas – os créditos oriundos dos parcelamentos – são, ao contrário, plenamente alienáveis, como, aliás, é reconhecido tanto pela doutrina como por normas vigentes (cite-se, novamente, o Convênio ICMS 104/02). Quando o Estado aliena onerosamente tais receitas ele não está fazendo uma antecipação do futuro, mas uma recuperação do passado. Por isso, não se trata de endividamento. Não há, portanto, submissão aos limites previstos no art. 52 da Constituição, razão por que não há necessidade de manifestação prévia da Secretaria do Tesouro Nacional.”

⁶⁴⁸ “Art. 5º É vedado aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios: (...) VII – em relação aos créditos inscritos em dívida ativa: a) ceder o fluxo de recebimentos relativos aos direitos creditórios da dívida ativa de forma não definitiva ou com cláusula revogatória; (Inciso com redação dada pela Resolução n. 17, do Senado Federal, de 11/11/2015) b) ceder o fluxo de recebimentos relativos aos direitos creditórios da dívida ativa com assunção, pelo Estado, pelo Distrito Federal ou pelo Município, perante o cessionário, de responsabilidade pelo efetivo pagamento a cargo do contribuinte ou de qualquer outra espécie de compromisso financeiro que possa, nos termos da Lei Complementar n. 101, de 4 de maio de 2000, caracterizar operação de crédito. (Inciso com redação dada pela Resolução n. 17, do Senado Federal, de 11/11/2015) c) (Inciso acrescido pela Resolução n. 11, do Senado Federal, de 31/8/2015, e revogado pela Resolução n. 17, do Senado Federal, de 11/11/2015).”

Nesta ordem de considerações, deve-se observar que em análise constante do Parecer n. 1.019/2015 ao Projeto de Resolução do Senado PRS n. 50, o Relator do Parecer no Senado Federal deixou evidente a intenção de reduzir os óbices para que estados e municípios realizem a cessão de direitos creditórios de dívida ativa, desde que não envolvam a assunção de qualquer tipo de garantia por parte do cedente. Assim verifica-se que o principal objetivo das Resoluções n. 11 e 17, de 2015, sempre foi o de facilitar as operações de securitização de créditos de dívida ativa, conforme reconheceu a própria Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal⁶⁴⁹ (CAE), no Parecer CAE n. 463/2016, de Relatoria do Senador Lindbergh Farias, que trata do Aviso n. 21, de 2016, do Tribunal de Contas da União, que encaminha cópia do Acórdão n. 772/2016 – TCU, com o entendimento preliminar da área técnica do TCU de que as operações de securitização realizadas por estados e municípios poderiam configurar operação de crédito, nos termos dos artigos 29 e 37 da LRF.

Neste ponto, cabe mais uma vez recordar que não cabe ao Senado Federal fixar o conceito de operação de crédito, mas apenas dispor sobre os seus limites globais e condições. A atribuição de dispor sobre operações de crédito é privativa do Congresso Nacional, conforme prevê o citado artigo 48, II, da Constituição Federal.

Tendo isso em vista, ressalta-se que, no mesmo Parecer da CAE, o Relator também debate a questão do reforço de crédito, posicionando-se no sentido de que não é bastante para configurar operação de crédito que a securitização conte com mecanismos de reforço de crédito, na modalidade de garantia parcial implícita⁶⁵⁰, na linha do que já argumentado no presente trabalho. Portanto, para que as garantias possam caracterizar a operação de crédito, é necessário que claramente se mostrem excessivas, a representar verdadeiro compromisso de adimplemento dos créditos cedidos.

Antes de passar à análise do impacto fiscal das operações de securitização, vale observar a estranha guinada dada pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional no ano de 2016, por meio do Parecer PGFN/CAT n. 1894/2016⁶⁵¹, o qual, em contradição com os pareceres

⁶⁴⁹ Parecer CAE n. 463/2016, Relator Senador Lindbergh Farias, p. 11: “Observe-se que, na Análise constante do Parecer n. 1.019, de 2015, referente ao Projeto de Resolução do Senado (PRS) n. 50, fica patente o objetivo do Relator de reduzir as dificuldades para que municípios e estados cedam onerosamente os direitos creditórios da dívida ativa. Há, sem dúvida, preocupação em proibir a assunção de qualquer tipo de garantia por parte do cedente, mas, claramente, não há qualquer intenção de vedar tais operações. Pelo contrário, como dissemos, o objetivo maior das Resoluções n. 11 e 17, de 2015, era facilitar tais operações.”

⁶⁵⁰ Parecer CAE n. 463/2016, Relator Senador Lindbergh Farias, p. 15: “Em tese, não haveria problemas em oferecer garantias. Isso não transformaria a venda de um ativo em um empréstimo. Na década passada, por exemplo, vários bancos, por determinação do Banco Central, tiveram de desmobilizar seus ativos e passaram a vender seus imóveis. Em vários leilões, o imóvel era vendido com a garantia de pagamento mínimo de aluguel durante determinado período. Essa garantia não altera a natureza econômica de venda do ativo, apenas altera o preço que as pessoas estarão dispostas a pagar pelo imóvel. Por outro lado, o oferecimento de garantia (ou instrumentos assemelhados) pode ser transformado em operação de empréstimo se essas garantias forem excessivas.”

⁶⁵¹ É possível que a contradição decorra do fato de que este parecer foi emitido por outra coordenadoria (PGFN/CAT), enquanto os anteriores eram de autoria de PGFN/CAF. Essa seria uma explicação baseada na desordem administrativa, não em argumentos jurídicos, não sendo razoável que uma divisão de

anteriores do órgão, fez grave confusão entre os conceitos de definitividade de cessão de crédito e poderes de cobrança do crédito, em operações com cessão de fluxo financeiro.

De maneira a piorar ainda mais o cenário e contribuir negativamente com a insegurança jurídica sobre o tema, a Secretaria do Tesouro Nacional publicou em 2018 a Instrução de Procedimentos Contábeis IPC 13 – Cessão de direitos creditórios, com orientações de procedimentos contábeis a serem adotados por estados e municípios em operações de securitização.

O documento Instruções de Procedimentos Contábeis IPC 13, produzido pela Secretaria do Tesouro Nacional para observância por todos os entes públicos nacionais, embora tenha como ponto positivo a previsão dos lançamentos contábeis a serem adotados conforme a espécie de cessão de direitos creditórios (se com transferência de riscos ou sem transferências de riscos), incorre em grave equívoco, na classificação das operações, confundindo-se, na esteira do Parecer PGFN usado como fundamento para elaboração do IPC, na aplicação de conceitos jurídicos como “cessão de fluxo de recebíveis”, “cessão com coobrigação” e “cessão definitiva”, concluindo ser impossível a cessão de fluxo de recebíveis com retenção da titularidade do crédito e da cobrança, sem que sejam retidos riscos substanciais.

Ora, esta conclusão não é de natureza contábil, mas jurídica, nem pode ser feita sem avaliação cuidadosa dos documentos da operação, os quais devem dispor sobre os direitos e obrigações das partes envolvidas. Deve-se, portanto, analisar com cautela o alcance do IPC 13 e seus efeitos sobre as operações desenvolvidas especialmente por estados e municípios. Como exemplos da mencionada confusão no IPC 13, podem-se citar os seguintes trechos selecionados:

- A. “15. Dentre os modelos de cessão com coobrigação, o mais utilizado é a securitização. (...)”⁶⁵² Ora, há securitizações realizadas com e sem coobrigação, sendo o mais comum inclusive no mercado privado exatamente o oposto do previsto no IPC, ou seja, securitizações sem coobrigação);
- B. “(...) entende-se que para que seja caracterizada a cessão definitiva e, por conseguinte a alienação de ativos, o controle do recurso há de ser transferido integralmente.”⁶⁵³ Ao contrário do afirmado no trecho, a cessão definitiva se opõe a uma cessão sujeita a condição, isto é, sujeita a uma cláusula accidental do tipo regulado pelos artigos 121 e seguintes do Código Civil e não a uma cessão de fluxo financeiro alternativa a uma cessão de crédito.
- C. “Por fim, este órgão entende que, nos casos em que Estados e Municípios editaram leis que permitem a cessão onerosa de créditos tributários, por meio de SPE

um mesmo órgão possa ignorar entendimentos consolidados do próprio órgão, nem que um órgão jurídico possa sujeitar análises jurídicas a opiniões, por mais qualificadas que sejam, de órgãos que não detêm a competência legal ou técnica para a análise jurídica, como é o caso da STN.

⁶⁵² SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Instrução de procedimentos contábeis IPC 13 – Cessão de direitos creditórios*, p. 6.

⁶⁵³ SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Op. cit.*, p. 8.

ou FIDC ou qualquer entidade criada para este fim, sem alterar sua natureza jurídica, nem modificar a sujeição ativa do tributo, ou seja, sem transmitir a titularidade dos referidos créditos, o registro contábil mais apropriado é o assemelhado ao de operações de crédito do tipo empréstimos com garantia.⁶⁵⁴ Neste trecho, a STN conclui, sem fazer referência às condições de assunção de risco próprias de cada operação, que a simples decorrência de se tratarem de operações de cessão de créditos tributários seriam suficientes para o registro como empréstimos com garantia. Contudo, não seria difícil se apresentar um contra-argumento, bastando se imaginar a situação de uma cessão não sujeita a condição suspensiva ou resolutiva (ou seja, definitiva) de fluxo financeiro sem qualquer cobertura na forma de (i) debêntures ou cotas subordinadas; (ii) obrigação de reposição de créditos não performados; (iii) obrigação de compensação por créditos não performados. Esse caso limite se enquadraria perfeitamente à hipótese mencionada no trecho destacado, sem, contudo, apresentar qualquer semelhança jurídica ou econômica a uma operação de crédito, na qual a obrigação de devolução dos recursos pelo seu valor nominal (ou às vezes real) é característica central e fundamental. Nota-se, por conseguinte, que a generalização apresentada no IPC 13 é desprovida de fundamento jurídico.

A confusão ocorre, em nossa opinião, em parte por conta do interrelacionamento entre Direito e Contabilidade em diversos dos temas relacionados ao direito privado dos negócios. Se a incorreta extrapolação de efeitos jurídicos a partir de ideias contábeis já é corriqueira entre os praticantes do direito privado, em tese mais acostumados aos institutos do direito empresarial, com ainda maior incidência poderá ocorrer equívocos entre os praticantes do direito público, considerando-se a novidade que é para grande parte dos entes públicos a realização de operações estruturadas, entre as quais operações de securitização. Este fato revela a importância da dedicação da dogmática jurídica ao tema do presente trabalho.

Os objetivos da Contabilidade não coincidem com os objetivos do Direito. A Contabilidade é o conjunto de conhecimentos e técnicas voltados ao registro de fatos com impacto sobre o patrimônio de uma organização. Seu interesse principal é na geração de informações, por meio de relatórios, que reflitam da maneira mais fiel o possível o valor do patrimônio da organização em todas as suas componentes, bem como o resultado de suas atividades⁶⁵⁵. O Direito, por sua vez, tem como um de seus valores fundamentais a ideia de segurança e de estabilização das expectativas na sociedade, visando à pacificação dos conflitos. Neste contexto, embora se tratem de ramos do conhecimento que com frequência se cruzam, não é correto, do ponto de vista metodológico, pretender extrair de procedimentos contábeis consequências definitivas em matéria jurídica. Esse equívoco, muito comum na área do direito financeiro, comercial, econômico e tributário, tende a conduzir a conclusões juridicamente erradas, baseadas em uma petição de princípio (*petitio principii*).

⁶⁵⁴ SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Op. cit.*, p. 10.

⁶⁵⁵ IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. *Contabilidade comercial*, p. 5.

A questão é suficientemente relevante, em nosso entendimento, para que apresentemos um exemplo, de maneira a mais bem apresentar a distinção de objetivos entre Direito e Contabilidade e o fato de que não se pode pretender extrair consequências jurídicas exclusivamente da forma de apresentação contábil de uma determinação operação.

Um exemplo dessa distinção de tratamento consiste nas regras contábeis para reconhecimento de ativos. Conforme o item 5.6 da Norma Brasileira de Contabilidade, NBC TSP Estrutura Conceitual, de 23 de setembro de 2016, aprovada pelo Conselho Federal de Contabilidade, de acordo com o Pronunciamento intitulado *The Conceptual Framework for General Purpose Financial Reporting by Public Sector Entities*, emitido pelo *International Public Sector Accounting Standards Board da International Federation of Accountants (IPSASB/IFAC)*, ativo é “um recurso controlado no presente pela entidade como resultado de evento passado”, sendo que para avaliar se a entidade controla o recurso no presente, deve ser observada a existência dos seguintes indicadores de controle: (i) propriedade legal; (ii) acesso ao recurso ou a capacidade de negar ou restringir o acesso a esses; (iii) meios que assegurem que o recurso seja utilizado para alcançar os seus objetivos; ou (iv) a existência de direito legítimo ao potencial de serviços ou à capacidade para gerar os benefícios econômicos advindos do recurso, reconhecendo-se ainda que, embora esses indicadores não sejam determinantes e conclusivos acerca da existência do controle, sua identificação e análise podem subsidiar essa decisão⁶⁵⁶.

Conforme se verifica, contabilmente, um bem ou um direito pode ser considerado como integrante do patrimônio de uma determinada entidade, sem que legalmente a propriedade seja sua, bastando para tanto que os benefícios econômicos daquele bem ou direito fluam para essa entidade, assim como os riscos a que este bem ou direito está su-

⁶⁵⁶ “Ativo. Definição. 5.6 Ativo é um recurso controlado no presente pela entidade como resultado de evento passado. Recurso. 5.7 Recurso é um item com potencial de serviços ou com a capacidade de gerar benefícios econômicos. A forma física não é uma condição necessária para um recurso. O potencial de serviços ou a capacidade de gerar benefícios econômicos podem surgir diretamente do próprio recurso ou dos direitos de sua utilização. Alguns recursos incluem os direitos da entidade a uma série de benefícios, inclusive, por exemplo, o direito a: (a) utilizar o recurso para a prestação de serviços (inclusive bens); (b) utilizar os recursos de terceiros para prestar serviços como, por exemplo, arrendamento mercantil; (c) converter o recurso em caixa por meio da sua alienação; (d) beneficiar-se da valorização do recurso; ou (e) receber fluxos de caixa. (...) 5.12 Para avaliar se a entidade controla o recurso no presente, deve ser observada a existência dos seguintes indicadores de controle: (a) propriedade legal; (b) acesso ao recurso ou a capacidade de negar ou restringir o acesso a esses; (c) meios que assegurem que o recurso seja utilizado para alcançar os seus objetivos; ou (d) a existência de direito legítimo ao potencial de serviços ou à capacidade para gerar os benefícios econômicos advindos do recurso. Embora esses indicadores não sejam determinantes conclusivos acerca da existência do controle, sua identificação e análise podem subsidiar essa decisão. 5.12 A A propriedade legal do recurso, tal como terreno ou equipamento, é um dos métodos para se verificar o potencial de serviços ou os benefícios econômicos de um ativo. No entanto, os direitos ao potencial de serviços ou à capacidade de gerar benefícios econômicos podem existir sem que se verifique a propriedade legal do recurso. Por exemplo, os direitos ao potencial de serviços ou à capacidade de gerar benefícios econômicos por meio da manutenção e utilização de item patrimonial arrendado são verificados sem que haja a propriedade legal do próprio item arrendado. Portanto, a propriedade legal do recurso não é uma característica essencial de um ativo. No entanto, a propriedade legal é um indicador de controle.”

jeito sejam suportados por essa entidade. Este fato é reconhecido pela própria norma contábil, não fazendo qualquer sentido alegar que juridicamente a propriedade seja transferida unicamente por conta do reconhecimento de um ativo em uma determinada entidade e da sua conseqüente baixa em outra entidade, por decorrência do respeito às normas contábeis. Reflexamente, não cabe ao Direito determinar como deverá ocorrer a contabilização de um determinado fato, considerando-se que este fenômeno é objeto de outra ciência, com princípios e técnicas diversos.

Feita essa ressalva, convém, finalmente, analisar a questão relativa aos impactos da securitização sobre as gerações seguintes, avaliando as eventuais restrições dessa natureza à sua realização. Nessa linha, argumenta-se que careceria de legitimidade cessão de créditos relativos a exercícios posteriores ao encerramento do mandato do chefe do Poder Executivo, sob o fundamento de que assim o gestor estaria onerando as futuras gerações e prejudicando a realização do programa político dos próximos mandatários⁶⁵⁷.

Não dividimos a opinião quanto à limitação da cessão de créditos relativos a exercícios posteriores ao encerramento do mandato do chefe do Poder Executivo como regra geral. Primeiramente, é preciso observar que tal regra encontra-se expressa apenas quanto à participação governamental obrigatória, nas modalidades de royalties, participações especiais e compensações financeiras, no resultado da exploração de petróleo e gás natural, de recursos hídricos para fins de energia elétrica e de outros recursos minerais (artigo 5º, VI, *a e b* da Resolução SF n. 43/2001), não se aplicando automaticamente para as demais espécies de cessão de créditos. No mais, não é verdade que qualquer cessão comprometa o equilíbrio intergeracional, sendo certo que há aplicações para os recursos antecipados que poderão gerar resultados para as gerações vindouras, sendo esse o aspecto essencial a se observar.

Nesta linha de pensamento, mister observar que a legislação financeira já conta com regras de resguardo no sentido de evitar o desequilíbrio intergeracional na aplicação de tais recursos, sendo a principal delas a limitação de aplicação de receitas de alienação de bens em despesas de capital, na forma do artigo 44 da LRF⁶⁵⁸. Ademais, entende-se que o controle político realizado pelo Poder Legislativo na autorização da alienação dos direitos creditórios para a securitização aproxima-se do controle existente para as operações de crédito, que pressupõe a existência de autorização legislativa específica (artigo 32, § 1º, I, da LRF).

Sobre esse ponto, vale observar que os direitos creditórios cedidos em uma operação de securitização são juridicamente considerados bens móveis, motivo pelo qual a sua alie-

⁶⁵⁷ SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de royalties do petróleo. “(...) em se tratando de alienação de bem estadual, mais uma vez se impõe a autorização legislativa para a operação. Sob o aspecto da legitimidade, impõe-se desde logo apontar que a operação deve ser limitada ao mandato dos atuais governantes; isto porque não se pode comprometer o recebimento de receitas futuras com o atual programa político, posto que destinadas ao atendimento de programas a serem executados por futuros governos (evitando, assim, o citado conflito intergeracional).”

⁶⁵⁸ “Art. 44. É vedada a aplicação da receita de capital derivada da alienação de bens e direitos que integram o patrimônio público para o financiamento de despesa corrente, salvo se destinada por lei aos regimes de previdência social, geral e próprio dos servidores públicos.”

nação dispensaria autorização legislativa, nos termos do artigo 17, II, da Lei n. 8.666/1993. Nada obstante, a prática dessas operações no Brasil vem se dando com prévia autorização legislativa, como forma de mitigar riscos jurídicos e políticos que poderiam inviabilizar a demanda do mercado por títulos emitidos com lastro nos direitos creditórios cedidos. Embora despicienda, com base na legislação vigente, a prática é recomendável também do ponto de vista do equilíbrio intergeracional, na medida em que permite a realização de um debate mais amplo a respeito dos custos e dos benefícios da realização da operação.

Conforme se buscou demonstrar, as operações de securitização de ativos consistem em expediente próprio do mercado de capitais cada vez mais utilizado por entes estatais como alternativa para a obtenção de recursos para financiamento de despesas, sobretudo despesas de capital. Ainda que, em regra, as securitizações partam de um negócio jurídico de cessão de créditos, alinhando-se a uma lógica própria da alienação de bens, a semelhança econômica da operação às operações de crédito tem causado incerteza na doutrina e entre os administradores públicos e órgãos de controle, na aplicação do instituto.

Ainda que a securitização possa se aproximar, do ponto de vista econômico e contábil, de uma operação de crédito, daí não se pode induzir que se trate juridicamente de uma operação de crédito, nos limites do conceito fixado pela Lei Complementar n. 101/2000. Do ponto de vista jurídico, ao contrário, as operações de securitização, via de regra, envolvem a transferência – ainda que não integral – dos riscos e benefícios relativos aos ativos cedidos aos investidores subscritores dos valores mobiliários emitidos. Assim, a operação se distingue das operações de crédito, em que não há risco para os emprestadores além do risco normal de crédito do tomador dos recursos.

Nada obstante, reconhece-se que, no contexto atual, ainda há grande incerteza quanto à aplicação das regras da LRF às operações de securitização, em parte devido à escassez de trabalhos científicos sobre o tema do ponto de vista jurídico. Assim, os administradores públicos, instituições financeiras que atuam como intermediárias e também os órgãos de controle se veem obrigados a recorrer a trabalhos de outras áreas correlatas, tais como Contabilidade e Economia, que, embora auxiliem na compreensão da operação, não têm o necessário cuidado terminológico no tratamento dos conceitos jurídicos, provocando com frequência confusões desnecessárias.

3.2.3 Constituição de fundos de investimentos e fundos públicos especiais

Os fundos de investimento são organizados na forma de condomínios, fechados ou abertos, desprovidos de personalidade jurídica e criados a partir de um ato de vontade do seu administrador, que aprova o seu regulamento e oferta as suas cotas⁶⁵⁹. Como veículos

⁶⁵⁹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico, p. 78: “Os fundos de investimento são constituídos pelo administrador, que elabora o regulamento e o prospecto, ofertando publicamente as cotas de emissão do fundo ao mercado (artigo 3º da Instrução CVM 409/2004). Por sua vez, os investidores que adquirem estas cotas passam à condição de cotistas do fundo, mantendo nele sua aplicação.” E continua na mesma página 78: “Os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à apli-

de investimento e aplicação de recursos, os fundos de investimento possuem características que podem impactar as finanças públicas, especialmente quanto ao modo e à transparência relativa à aplicação dos recursos públicos.

A doutrina brasileira consolidou-se, em face da expressa menção do direito positivo, no sentido de aceitar que os fundos de investimento são condomínios *sui generis*, muito embora possuam semelhanças com institutos como as sociedades despersonalizadas. Contudo, fato é que há grande variedade de teorias a respeito da natureza dos fundos de investimento, tais como (i) Teoria Condominial; ii) Teoria da Comunidade de Bens não Condominial; iii) Teoria da Propriedade em Mão Comum; iv) Teoria da Propriedade Fiduciária; e, v) Teoria da Organização Associativa⁶⁶⁰.

Embora sejam desprovidos de personalidade jurídica, as cotas do fundo de investimento não se confundem com o patrimônio do fundo, sendo valor mobiliário representativo de fração do patrimônio deste sem com ele se confundir. Esta é uma característica de extrema relevância para a dinâmica dos fundos de investimento no mercado de capitais, na medida em que afasta a possibilidade de execução do patrimônio do fundo por dívidas dos seus cotistas, reduzindo assim os riscos do investimento conjunto⁶⁶¹.

Sob esta perspectiva, afirma-se que os fundos de investimento representam a adoção no direito brasileiro de elementos dos chamados *trusts* oriundos do direito anglo-saxão⁶⁶², por meio do qual se admite a existência de uma dupla relação de propriedade com o bem, sendo a propriedade do *trustee* meramente fiduciária. Neste contexto, deixa o bem de pertencer ao original titular para se agregar a um patrimônio de afetação administrado por instituição devidamente habilitada. Contudo, tal patrimônio não é de livre disposição pelo administrador-*trustee*, devendo respeitar as condições e regras de afetação. Também por esta razão, tais bens não se confundem com os bens particulares dos administradores, não respondendo por dívidas destes⁶⁶³, o que é de central relevância para a existência dos citados fundos como veículos de investimentos coletivos.

cação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado.”

⁶⁶⁰ Sobre esse tema ver CARVALHO, Márcio Tavernard Martins de. Regime jurídico dos fundos de investimento, *passim*. Cf. também EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico, p. 78, n. 122: “Existem diversas correntes a respeito da natureza jurídica dos fundos de investimento, a saber: a) Teoria Condominial; b) Teoria da Comunidade de Bens não Condominial; c) Teoria da Propriedade em Mão Comum; d) Teoria da Propriedade Fiduciária; e) Teoria da Organização Associativa.”

⁶⁶¹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico, p. 87: “As cotas são representativas de frações ideais do patrimônio do fundo, adotando as formas escriturais e nominativas. O valor das cotas varia de acordo com a valorização do patrimônio do fundo (artigo 10 da Instrução CVM n. 409/2004).”

⁶⁶² CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*, p. 363: “A Lei n. 4.728, de 1965, abriu perspectivas para assimilação, no ordenamento nacional, de elementos essenciais do instituto anglo-americano do *trust*, pelo menos na modalidade específica de investimento.”

⁶⁶³ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*, p. 363: “O Fundo tem patrimônio autônomo, separado do patrimônio da sociedade administradora, permanecendo imune aos efeitos de eventual insolvência desta. Na sua configuração se pode reconhecer um condomínio de natureza especial, com patrimônio próprio, contabilidade específica, capacidade de representação em juízo e administração por uma espécie de *trustee*.”

Os fundos de investimento, portanto, ao contrário de serem simples vinculação de receitas, são, em verdade, patrimônio afetado a uma determinada finalidade, cuja titularidade se expressa por meio de valores mobiliários.

Tradicionalmente, a ideia de patrimônio estava intimamente vinculada à ideia de personalidade, representando o conjunto de relações jurídicas ativas e passivas da pessoa, por meio do qual se garantiria o cumprimento das suas obrigações, de maneira geral. Esta é a concepção da chamada “teoria subjetiva” do patrimônio⁶⁶⁴, desafiada pela existência de casos legais de redução do patrimônio como garantia indivisível das dívidas do seu titular, como ocorre com o instituto do bem de família e do fideicomisso, por exemplo⁶⁶⁵.

Contudo, modernamente, a teoria subjetiva deu lugar à teoria do patrimônio de afetação, por meio da qual se compreende no patrimônio um conjunto de relações jurídicas unidas por uma finalidade, qual seja a de servir a um fim econômico determinado⁶⁶⁶. Assim, o patrimônio se liga ao seu titular, na medida em que apresenta como finalidade servir de garantia para as obrigações por este assumidas. Entretanto, pode a lei conferir a certa parcela de bens destinação distinta, constituindo, assim, patrimônio afetado a finalidades que não se confundem com a finalidade geral de garantia das obrigações diversas do seu titular⁶⁶⁷.

A importância da digressão aqui realizada a respeito do histórico das teorias do patrimônio torna-se mais evidente na medida em que se reconhece a possibilidade de que a

⁶⁶⁴ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro, *RDBMC 11/2001*: “Até recentemente o conceito de patrimônio girava em torno de uma única idéia: a de que os bens da pessoa física ou jurídica são o lastro real garantidor do cumprimento de *todas as obrigações assumidas indistintamente com todos os seus credores*, dado o caráter vinculativo do patrimônio à personalidade jurídica do sujeito que o possui.

Boa parte dos ordenamentos jurídicos modernos segue essa doutrina, originalmente denominada de teoria *subjetiva*, que considera o patrimônio uma universalidade indivisível de direitos, sendo, assim, uma unidade autônoma, distinta dos elementos que a compõe.”

⁶⁶⁵ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro, *RDBMC 11/2001*: “Contra o subjetivismo da teoria clássica e apresentando uma construção capaz de compreender o porquê da existência de tais casos excepcionais, os escritores modernos imaginaram a construção de uma outra teoria, pela qual é perfeitamente aceitável uma segregação ou divisão do patrimônio pelo encargo imposto a certos bens, que são postos, de maneira incomunicável com o restante do conjunto patrimonial, a serviço de um fim determinado.”

⁶⁶⁶ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro, *RDBMC 11/2001*: “A situação peculiar do patrimônio especial resulta, assim, dos fins igualmente especiais a que se encontra vinculado. Não se pode esquecer, todavia, que a unidade patrimonial somente se perde quando há um conjunto de normas legais regendo a flexibilização dessa unidade; em outras palavras, quando existe, na esfera patrimonial, uma esfera jurídica mais restrita, delimitada por critérios legalmente determinados. É a lei, portanto, e somente ela, o instrumento capaz de determinar as relações jurídicas entre os patrimônios especial e geral para a consecução dos fins objetivados.”

⁶⁶⁷ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro, *RDBMC 11/2001*: “A construção doutrinária segundo a qual determinados bens se destacam da unidade abstrata do patrimônio geral para servir a fim determinado, limitando-se, por este modo, a ação dos credores sobre esse ou aquele patrimônio, é hoje materializada, e em alguns países já positivada, no chamado *patrimônio de afetação*.”

cada patrimônio de afetação seja atribuído um diferente administrador⁶⁶⁸. Isto, pois, nessa hipótese, notam-se de maneira mais evidente os contornos dos fundos de investimento como patrimônios afetados a finalidades específicas pelo seu regulamento, não se confundindo tal patrimônio com o patrimônio geral dos cotistas, tampouco com o patrimônio geral da administradora.

Argumenta-se, outrossim, que a teoria do patrimônio de afetação permitiria a “assimilação dos benefícios do instituto do *trust*” em ordenamentos jurídicos de origem romano-germânica, como o caso do direito brasileiro⁶⁶⁹. Daí a colocação de que os fundos de investimento seriam condomínios especiais, baseados sobre a concepção de patrimônio de afetação, cujos efeitos práticos o aproximariam do flexível instituto do *trust* do direito anglo-saxão⁶⁷⁰.

Os fundos especiais não se confundem com os fundos de investimentos, na medida em que os primeiros são meros destacamentos do orçamento estatal, vinculado a finalidades específicas. Trata-se, por conseguinte, de técnica legislativa de vinculação de recursos públicos a destinações precisas. Nesta ordem, os fundos especiais não são sujeito de direito destacado do seu ente instituidor. Os fundos de investimentos, por outro lado, são sujeitos de direito despersonalizados, cujo patrimônio e operações guardam autonomia em relação ao patrimônio e ações do ente estatal instituidor⁶⁷¹.

⁶⁶⁸ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro, *RDBMC 11/2001*: “O patrimônio especial pode ser gerido por pessoa diversa da de seu titular ou diversa da que tem a administração do patrimônio geral. Em tal caso, se manifesta abertamente a separação dos patrimônios. Em outros casos pode administrá-los o mesmo titular de ambos os patrimônios, de forma que é confiada a ele a manutenção da separação entre as duas massas patrimoniais.”

⁶⁶⁹ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro, *RDBMC 11/2001*: “(...) É possível desenvolver em países com essa tradição, por exemplo, pela afetação do patrimônio, a assimilação dos benefícios do instituto do *trust*, de origem saxônica. A melhor expressão dessa assimilação encontra-se na doutrina que altera e expande o conceito do direito romano de negócio fiduciário, para formular a teoria moderna do fideicomisso legal.”

⁶⁷⁰ STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro, *RDBMC 11/2001*: “De outro lado, apesar de, por dificuldades dogmática e históricas, os esforços para assimilação da idéia do *trust* no Brasil não terem produzido os mesmos resultados alcançados em outros países de tradição romana (notadamente México e Canadá), esses esforços pelo menos deram origem ao aproveitamento, no Brasil, de alguns dos elementos do instituto anglo-americano. É nessa linha que se encontra a estrutura dos fundos de investimento, formulada no direito brasileiro a partir da vigência da Lei de Mercado de Capitais (Lei 4.728, de 1965), notadamente aquela pertinente ao fundo de investimento imobiliário, regulado pela Lei 8.668, de 1993.”

⁶⁷¹ ZANCHIM, Kleber Luiz. Fundos especiais e projetos de infraestrutura, pp. 959-60: “Os fundos especiais são, do ponto de vista estrutural, destaques orçamentários afetados a determinado fim. Correspondem a um conjunto de recursos separado do restante do orçamento de um ente estatal. Como se trata de dinheiro, os fundos especiais são objeto de direito. Não titulam posições jurídicas. Ao contrário, servem de meio para o cumprimento de certas obrigações relativas a programas de governo. (...) Dessa forma, os fundos especiais são diferentes dos fundos de investimento do mercado de capitais. Estes são sujeitos de direito com patrimônio próprio, não se confundindo com seus cotistas. O patrimônio dos cotistas são suas cotas; o do fundo, seus ativos e passivos. Os resultados positivos ou negativos da operação são apropriados pelo fundo em si, alcançando seus investidores apenas quando do rateio de ganhos ou perdas. Economicamente as cotas se valorizam ou se desvalorizam acompanhando o desem-

A vinculação de receitas proporcionada pelos fundos especiais meramente contábeis não gera direito real de garantia a eventuais credores do Poder Público sobre os recursos arrecadados, servindo apenas como espécie de “reforço de crédito”, ou seja, garantia econômica de existência de recursos, o que poderá provocar em eventuais contratantes privados a sensação de menor risco na relação jurídica e econômica travada com o Estado⁶⁷².

O grande risco dessa forma de garantia, consiste justamente no fato de não permitir a execução forçada dos recursos públicos, tornando necessário o recurso ao Poder Judiciário e, conseqüentemente, inevitável que a execução se dê por meio do regime de precatórios previsto no artigo 100 da Constituição Federal⁶⁷³.

A criação de fundos especiais (ou fundos contábeis), na forma do artigo 71 da Lei n. 4.320/64⁶⁷⁴, muito se assemelha à ideia de vinculação de receitas. Contudo, os fundos contábeis implicam maior transparência na aplicação dos recursos, na medida em que se cria segregação orçamentária especial para a utilização dos recursos, com observância de regras contábeis próprias, visando demonstrar a arrecadação, a aplicação e os saldos dos recursos vinculados⁶⁷⁵.

penho do fundo. Juridicamente, porém, há duas relações: uma entre o cotista e o fundo, outra entre este e suas contrapartes operacionais.”

⁶⁷² NUNES, Cleucio Santos. Comentários aos arts. 71 a 74, p. 244: “Por isso os fundos especiais despontam como uma garantia de reserva de recursos públicos para aplicação na política pública que lhe dá ensejo.” Cf. também SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas: “A vinculação de receitas é um mecanismo orçamentário e, conforme a estruturação no negócio, contratual. A sistemática de vinculação de receitas não permite a constituição de um direito real de garantia em favor do particular. Apenas acena com a existência de uma receita específica que servirá para garantir o integral e pontual pagamento das obrigações do parceiro público nos termos do contrato de PPP celebrado. Haverá uma obrigação (legal e, dependendo do arranjo do projeto, contratual) de o parceiro público utilizar os recursos vinculados para o pagamento dos valores devidos. Todavia, não é assegurado ao particular o direito de tomar os recursos para si e proceder à sua excussão, conforme mecanismo assegurado ao credor contemplado com direito real de garantia.” No mesmo sentido CARVALHO, André Castro. *Vinculação de receitas públicas*, p. 132: “Diante disso, a segunda regra é que a vinculação de receitas não funciona como garantia de autossatisfação de um débito, mas sim como certeza de que os créditos orçamentários vinculados para este fim não poderão ser tredestinados em detrimento do adimplemento da obrigação contraída. Com isso, conclui-se que a vinculação de receitas, na função de garantia (vinculação-garantia), traduz-se no comprometimento orçamentário de que os recursos deverão ser utilizados para o adimplemento da obrigação contraída, sendo vedadas a dupla vinculação e autossatisfação do débito por meio das receitas garantidas.”

⁶⁷³ SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas: “Entretanto, essa sistemática apresenta alguns riscos para o parceiro privado, pois não é mais concreta, sólida e líquida das formas de garantia em operações dessa natureza. Os riscos decorrentes da inexistência de direito real de garantia são, ainda, agravados pela impossibilidade de ação de execução patrimonial direta com vistas à penhora dos recursos vinculados contra a Administração Pública, com fundamento no artigo 100 da Constituição Federal, o que dificulta ainda mais o acesso do parceiro privado aos recursos vinculados.”

⁶⁷⁴ NUNES, Cleucio Santos. Comentários aos arts. 71 a 74, p. 239: “A Constituição de 1988 prescreveu no art. 165, § 9º, II que cabe à lei complementar estabelecer as condições para instituição e funcionamento de fundos. À mingua da lei complementar a que alude o dispositivo constitucional, o Supremo Tribunal Federal decidiu que a Lei n. 4.320/1964 exerce esse papel em seus arts. 71 a 74 (ADI-MC 1726/DF, rel. Min. Maurício Corrêa, j. 16.09.1998).”

⁶⁷⁵ SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas: “Fundos contábeis constituem uma forma de segregação de recursos orçamentários, operada dentro do próprio orçamento

Os fundos públicos especiais, assim como os fundos de investimento, não possuem personalidade jurídica. Na prática, contudo, é possível se observar autarquias que são nomeadas como “fundos”, sem perderem a sua natureza de autarquia, donde decorre a sua personalidade jurídica⁶⁷⁶. Não são, porém, verdadeiros fundos públicos especiais⁶⁷⁷.

Os fundos públicos, contudo, apresentam nível de risco semelhante ao credor, em relação à simples vinculação de receitas, na medida em que o fundo apresenta-se como mera segregação contábil de recursos, não apresentando personalidade jurídica apartada da do ente instituidor, o que torna inviável a constituição de qualquer direito real de garantia sobre o seu patrimônio⁶⁷⁸.

Embora Cleucio Nunes defenda que a diferença entre fundos especiais e fundos de investimento consiste simplesmente na compulsoriedade da formação dos primeiros em relação aos últimos⁶⁷⁹, não se pode, em nossa opinião, sustentar essa visão.

Em verdade, ao contrário dos fundos de investimento, os fundos públicos não têm o seu patrimônio representado por cotas. Não há, ademais, relação fiduciária nos fundos

público. Vale dizer, por meio da instituição de um fundo orçamentário, o Poder Público estabelece que determinadas receitas orçamentárias serão segregadas das demais e destinadas a finalidades específicas. Constituem forma de exceção ao princípio da unicidade de tesouraria, insculpido no artigo 56 da Lei n. 4.320/64, na medida em que determinam que parcela das receitas públicas especialmente designadas terá como finalidade específica a cobertura de uma certa e especificada despesa pública.”

⁶⁷⁶ NUNES, Cleucio Santos. *Op. cit.*, p. 244: “Não é possível esquecer, no entanto, que certas entidades autárquicas recebem a denominação generalizante de fundo. Trata-se de mera denominação. Em verdade, tais entes são autarquias e o conceito de autonomia financeira deve ser aplicado integralmente para esse tipo de ente público.”

⁶⁷⁷ NUNES, Cleucio Santos. *Op. cit.*, p. 240: “Por meio desse conceito, não há dúvidas de que o ‘fundo público’ é aplicação de recursos em determinado fim. Daí porque perdem corpo especulações a respeito da natureza jurídica dos fundos públicos, as quais confundem ‘fundos especiais’ (públicos) com entidades, tentando emprestar àqueles personalidade jurídica que, na essência é irrelevante para compreender o que são ‘fundos’.”

⁶⁷⁸ SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas: “Vistas as questões constitutivas dos fundos, é importante mencionar que esses não são oponíveis a terceiros, sendo vinculantes apenas com relação à Administração Pública que os houver instituído. É dizer, não é válido qualquer pleito em face do fundo orçamentário, nem tampouco a tentativa de execução, penhora, sequestro, ou outro meio de tomada, dos recursos neles contidos. Tais fundos são simples reservas orçamentárias de recursos.

Em vista disso, vislumbramos, com relação aos fundos contábeis, risco semelhante ao vislumbrado com relação à vinculação de receitas. É bem verdade que os fundos contábeis apresentam um certo nível de segurança ao particular em razão da existência de reserva de recursos para a realização dos pagamentos devidos (é o denominado mecanismo de cash trap em operações similares).

Contudo, a inexistência de direito real sobre os recursos contidos no fundo especial apresenta risco ao particular, que dependerá (i) da manu tenção da existência do fundo durante toda a vigência do contrato de PPP (risco político) e (ii) da efetiva existência de recursos no fundo (risco de realização das receitas alocadas ao fundo) e (iii) da efetiva utilização, pela Administração Pública, dos recursos existentes no fundo para o saldo de suas obrigações (novamente, risco político).”

⁶⁷⁹ NUNES, Cleucio Santos. Comentários aos arts. 71 a 74, p. 241: “O que distingue o fundo de investimento (de natureza privada) do fundo especial (de natureza pública) é simplesmente a compulsoriedade da formação do capital e a finalidade.”

públicos, sendo o próprio Poder Público titular direto dos recursos que integram o fundo, agindo diretamente em seu próprio nome e não por meio de administrador. Os fundos contábeis não se confundem com fundos de investimento, criados na forma da legislação do mercado de capitais, portanto. Estes últimos constituem patrimônio separado do patrimônio do seu instituidor, muito embora não detenham personalidade jurídica própria. Assim, a propriedade do ente público instituidor do fundo de investimentos restringe-se às cotas deste fundo, não detendo o ente público titularidade sobre os bens que integram o patrimônio do fundo de investimentos⁶⁸⁰.

Também não é possível aos fundos públicos, meras vinculações de receita e de saldos financeiros que são⁶⁸¹, terem em seu patrimônio outros bens além de moeda corrente, créditos em instituição financeira lastreados em contrato de conta-corrente, ou quotas de fundos de investimento para aplicação de suas disponibilidades, na forma do artigo 43 da LRF.

Os fundos especiais devem ainda integrar a lei orçamentária anual e, assim, a utilização dos seus recursos deve estar autorizada por crédito orçamentário devidamente aprovado pelo Poder Legislativo⁶⁸². O mesmo não ocorre no caso dos fundos de investimento, ainda que públicos, sendo impensável a necessidade de se prever autorização orçamentária específica, por exemplo, para a aquisição de tal ou qual título público por fundo de investimentos de renda fixa administrado por instituição financeira, no interesse da preservação do valor real das disponibilidades financeiras do Poder Público. Assim, de forma semelhante ao que ocorre com as empresas estatais, a autorização para a aplicação dos recursos de fundo de investimentos público decorre da adequação dessa aplicação à finalidade da sua criação, na forma do seu regulamento.

A criação de fundos públicos especiais, do ponto de vista das finanças públicas, deve ser muito bem avaliada a cada caso, tendo em vista os custos de manutenção de tais fundos e as obrigações acessórias a eles vinculadas. Ademais, a vinculação de receitas públicas a fundos específicos torna a execução orçamentária menos flexível, contribuindo para um maior risco financeiro em situação de redução da arrecadação, além de representar potencial enfraquecimento do debate democrático que anualmente deveria se realizar por conta da tramitação da proposta de lei orçamentária⁶⁸³.

⁶⁸⁰ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “No que concerne à adoção de fundos garantidores, é importante mencionar que esses não se confundem com os fundos contábeis analisados no item 2.2 acima, posto que os fundos mencionados no inciso V do artigo 8º da Lei n. 11.079/04 são fundos constituídos com natureza de fundos de investimento (com características sui generis, como se verá no item subsequente com relação ao FGP) e patrimônio próprio e não simplesmente reservas contábeis denominadas fundos.”

⁶⁸¹ NUNES, Cleucio Santos. Comentários aos arts. 71 a 74, p. 242: “O conceito de fundo, portanto, emerge da própria noção de orçamento público, na medida que o ‘fundo’ serve para reunir receitas afetadas e dirigidas para determinadas finalidades. Somente a fixação das receitas e despesas em um orçamento é capaz de ensejar a instrumentalização de receitas públicas em torno de um fim específico.”

⁶⁸² NUNES, Cleucio Santos. Comentários aos arts. 71 a 74, p. 243: “A Constituição da República é taxativa nesse sentido, ao prescrever que a lei orçamentária anual compreenderá, além do orçamento fiscal dos poderes da República, o dos fundos, órgãos e entidades da administração direta e indireta (art. 165, § 5º, I, da CF/1988).”

⁶⁸³ NUNES, Cleucio Santos. *Op. cit.*, p. 250: “Primeiramente, é conveniente avaliar se os cursos com a criação e a manutenção do fundo e dos instrumentos para a sua execução não serão mais elevados do

A utilização de recursos do fundo fica submetida às regras gerais de finanças públicas e orçamentárias, entre as quais se destacam as normas relativas à responsabilidade fiscal, sobretudo o atingimento de metas de superávit fiscal e nominal, na forma definida pelos anexos da Lei de Diretrizes Orçamentárias anualmente aprovada⁶⁸⁴. Isto, pois, vincular a receita a uma determinada finalidade não implica transformar tal vinculação em regra de despesa obrigatória⁶⁸⁵.

Ao contrário do previsto pela Lei n. 4.320/1964 para os fundos especiais, os fundos de investimento públicos não precisam de autorização legal para serem criados pelo simples fato de não serem criados por ato de vontade do Poder Público, mas por ato de vontade do seu administrador, que aprova o seu regulamento, conforme determina para os fundos de investimento em geral a Instrução CVM n. 555/2016, no seu artigo 6º⁶⁸⁶.

Ainda assim, a desnecessidade de autorização legal para constituição de fundos de investimento públicos, entendidos como aqueles cujos cotistas únicos são pessoas de direito público, não elide a necessidade de autorização legal orçamentária para a realização da despesa pública ligada à subscrição das cotas do referido fundo de investimentos criado por deliberação do seu administrador. Também não fica afastada a obrigatoriedade de atenção às condições do artigo 17 da Lei n. 8.666/1993, para o aporte de bens e direitos do ente público em fundos de investimento, destacando-se a necessidade de autorização legal específica para o aporte de bens imóveis. Contudo, verifica-se como inaplicável a exigência, neste caso, de realização de licitação por ser incompatível com a natureza do aporte⁶⁸⁷.

ponto de vista da economicidade, do que prever a execução das despesas pela via orçamentária comum. Cada fundo que se cria é sinônimo de elevação de gastos com a máquina administrativa, por meio da criação de uma unidade gestora, ou o aumento de gastos operacionais com o sistema contábil de execução do fundo.

O número de fundos existentes pode ser também o sintoma de enfraquecimento da lei orçamentária, que não consegue atender às demandas dos setores públicos, entregando ao poder Executivo liberdade de gestão orçamentária na área de atuação do fundo. Assim, bastam se prever recursos orçamentários para o fundo e a presunção é a de que o interesse público está sendo satisfatoriamente atendido.”

⁶⁸⁴ NUNES, Cleucio Santos. *Op. cit.*, p. 252: “Fixadas essas premissas, logo se percebe que os fundos públicos não podem ficar dissociados das metas fiscais estabelecidas pela política econômica e nas leis de diretrizes orçamentárias.” E na página 253: “Com esses fundamentos é possível asseverar a viabilidade jurídica de contingenciamento de receitas dos fundos públicos nas hipóteses de ameaças de vulneração das metas.”

⁶⁸⁵ NUNES, Cleucio Santos. *Op. cit.*, p. 255: “(...) Os arts. 71 e 72 da Lei n. 4.320/1964, apenas asseguram a vinculação das receitas do fundo à sua respectiva conta e finalidade, mas não a necessária execução de despesas previstas na lei orçamentária com as receitas do fundo.”

⁶⁸⁶ Art. 6º O fundo será constituído por deliberação de um administrador a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo.

⁶⁸⁷ MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito municipal brasileiro*, p. 332: “Alienação é toda transferência de propriedade, remunerada ou gratuita, sob a forma de venda, doação, dação em pagamento, permuta, investidura, legitimação de posse ou concessão de domínio. Qualquer dessas formas de alienação pode ser usada pelo Município, desde que satisfaça as exigências administrativas para o contrato alienador e atenda aos requisitos específicos do instituto utilizado. Em princípio, toda alienação de bem público depende de lei autorizadora, de licitação (Lei 8.666/1993, art. 17, I, e II) e de avaliação da coisa a ser alienada; mas casos há de inexigibilidade dessas formalidades, por incompatíveis com a própria natureza do contrato. (...)”.

Conforme argumentado, não se pode confundir os fundos de investimentos com fundos públicos especiais. Os primeiros detêm a natureza jurídica de condomínio especial, constituindo verdadeiro patrimônio de afetação que se aproxima da ideia de propriedade fiduciária existente nos *trusts* do direito anglo-saxão. Por outro lado, os fundos especiais são meras vinculações legais de receitas, com contabilização específica.

Diante desse quadro jurídico-normativo, a questão que se coloca, portanto, seria a de identificar a natureza jurídica dos fundos de investimentos públicos e, conseqüentemente, o regime jurídico a eles aplicável.

Antes de mais nada, convém definir o que se entende neste trabalho por fundos de investimentos públicos. Tais fundos nada mais são do que fundos de investimentos cujas cotas são titularizadas por pessoas jurídicas de direito público. Sendo assim, as cotas de referidos fundos são consideradas bens públicos móveis, sujeitando-se às regras de alienação próprias dos bens públicos, na forma do artigo 17, II⁶⁸⁸, da Lei n. 8.666/93.

Com relação a este ponto específico, interessante questão consiste em avaliar a possibilidade de aplicação por analogia do artigo 17, II, *c*, em caso dos chamados *exchange-traded funds* (ETFs). Os ETFs são fundos de investimento cujas cotas são admitidas à negociação em bolsas de valores, assim como as ações de empresas. Tais fundos vêm se popularizando como uma forma de aplicação de longo prazo em renda variável, por suas menores taxas de administração, maior liquidez e possíveis eficiências tributárias⁶⁸⁹.

⁶⁸⁸ Art. 17. A alienação de bens da Administração Pública, subordinada à existência de interesse público devidamente justificado, será precedida de avaliação e obedecerá às seguintes normas: (...) II – quando móveis, dependerá de avaliação prévia e de licitação, dispensada esta nos seguintes casos: a) doação, permitida exclusivamente para fins e uso de interesse social, após avaliação de sua oportunidade e conveniência sócio-econômica, relativamente à escolha de outra forma de alienação; b) permuta, permitida exclusivamente entre órgãos ou entidades da Administração Pública; c) venda de ações, que poderão ser negociadas em bolsa, observada a legislação específica; d) venda de títulos, na forma da legislação pertinente; e) venda de bens produzidos ou comercializados por órgãos ou entidades da Administração Pública, em virtude de suas finalidades; f) venda de materiais e equipamentos para outros órgãos ou entidades da Administração Pública, sem utilização previsível por quem deles dispõe.

⁶⁸⁹ BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan. *Investimentos*, pp. 91-94: “Os fundos negociados em bolsa (*exchange-traded funds* – ETFs) são uma ramificação dos fundos mútuos criados em 1993 que permitem que os investidores negociem carteiras de índice do mesmo modo que negociam ações. (...) Os ETFs oferecem várias vantagens em relação aos fundos mútuos convencionais. Primeiro, como já ressaltamos, o NAV do fundo mútuo é cotado – e, portanto, os investidores podem comprar ou vender suas ações no fundo – uma única vez ao dia. Em contraposição, os ETFs são negociados constantemente. Além disso, assim como outras ações, mas diferentemente dos fundos mútuos, os ETFs podem ser vendidos a descoberto ou comprados na margem. Adicionalmente, os ETFs oferecem uma possível vantagem tributária em relação aos fundos mútuos. Quando um grande número de investidores de fundos mútuos resgata suas ações, o fundo precisa vender títulos para atender aos resgates. A venda pode gerar impostos sobre os ganhos de capital, que são repassados para os acionistas remanescentes e devem ser pagos por eles. Em contrapartida, quando os pequenos investidores desejam resgatar sua posição em um ETF, eles simplesmente vendem suas ações a outros negociadores, e o fundo não precisa vender nenhuma parte da carteira subjacente. Os grandes investidores podem trocar suas ações do ETF pela carteira subjacente; essa forma de resgate também evita incidência de impostos.

Em nosso entendimento, embora o artigo 17, II, *c*, da Lei n. 8.666/93 textualmente se refira apenas às ações como sujeitas à alienação em bolsa, entendemos que o procedimento de oferta de venda em bolsa assegura ao Poder Público o mesmo nível de transparência e isonomia que seriam obtidos por meio das modalidades de licitação previstas na Lei n. 8.666/93. Isto ocorre, pois, as transações ocorridas em bolsa se sujeitam à regulação específica da Lei n. 6.385/76, às regras emanadas da CVM e à autorregulação decorrente de normas de operação estipuladas pelas próprias bolsas de valores, sempre no interesse de proteção da poupança pública e da redução de assimetrias de informação. Assim, conclui-se pela possibilidade de alienação de outros valores mobiliários detidos pelo Poder Público na forma da legislação específica relativa ao mercado de capitais, o que, evidentemente, inclui cotas de *ETFs*.

É relevante observar que no caso dos fundos de investimento abertos, o resgate de cotas não se confunde com a sua alienação ao administrador, sendo evento próprio deste tipo de veículo de investimento. Portanto, não há que se falar em (in)observância de normas relativas à alienação de bens públicos no caso de resgate de cotas de fundo de investimento aberto⁶⁹⁰. Também não se poderá dizer, em respeito às normas orçamentárias e financeiras aplicáveis – sobretudo a Lei n. 4.320/1964 e a Lei Complementar n. 101/2000 – que o resgate de cotas de fundo de investimento aberto gere o reconhecimento de uma nova receita pública, devendo-se tão somente, neste evento, reconhecer a ocorrência de um fato patrimonial permutativo, especialmente quando a valorização das cotas já esteja adequadamente refletida no patrimônio do ente público delas titular.

Outro tema relevante consiste em saber se é necessária autorização legal para a constituição de fundo de investimento público, dada a exigência legal que existe para a constituição de fundos públicos especiais, conforme já tratado acima neste trabalho.

Ainda que não se possa confundir fundos públicos especiais e fundos de investimento públicos, deve-se atentar para o fato de que ambos requerem autorização legal para a aplicação de recursos públicos. No caso dos fundos de investimento, naturalmente, a autorização legal não é requisito para a constituição do fundo, dado que esta ocorre por ato de vontade do seu administrador⁶⁹¹. Por outro lado, a autorização legal se faz necessária para a aplicação de recursos públicos em fundo de investimento, por meio da aquisição de cotas.

Os *ETFs* são também mais baratos do que os fundos mútuos. Os investidores que compram *ETFs* o fazem por meio de corretores, e não comprando diretamente do fundo. Dessa forma, o fundo poupa o custo de negociar diretamente com os pequenos investidores. Essa redução de despesas traduz-se em menores taxas de administração.”

⁶⁹⁰ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*, pp. 65-6: “Desta forma, considera-se aberto o fundo em que o cotista não pode ceder a sua cota, mas pode solicitar o resgate de seu investimento a qualquer momento. Por outro lado, considera-se fechado o fundo em que o cotista pode resgatar suas cotas apenas no término do fundo, mas, entretanto, pode cedê-las, sendo estas passíveis de negociação em mercado secundário.”

⁶⁹¹ CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*, p. 66: “Os fundos de investimento são constituídos por deliberação de seu administrador (figura prevista no art. 23 da Lei n. 6.385/76, e regulado pela Instrução CVM n. 306, de 5 de maio de 1999), responsável pela administração e gestão do patrimônio comum dos cotistas. Ao administrador é facultado terceirizar certos serviços prestados ao fundo de investimento, como a gestão da carteira do fundo, que pode ser realizada por pessoa física ou jurídica credenciada junto à CVM como administrador de carteira de valores mobiliários.”

No caso dos fundos de investimento públicos voltados à aplicação de disponibilidades financeiras do Poder Público, com a finalidade exclusiva de manter o seu valor real e evitar os custos financeiros decorrentes da manutenção de recursos em depósitos bancários não remunerados, a autorização legal é genérica e contida no artigo 35, § 2º⁶⁹², e no artigo 43⁶⁹³ da Lei Complementar n. 101/2000, assim como no artigo 164, § 3º, da Constituição Federal⁶⁹⁴.

Deve-se concluir dessa maneira, em virtude de os dispositivos tratados exigirem que a aplicação dos recursos se dê por meio de instituição financeira oficial⁶⁹⁵, ao mesmo tempo em que se permite expressamente a aplicação de disponibilidades em títulos públicos emitidos pela União Federal.

Ora, um dos meios de se assegurar a aplicação das disponibilidades financeiras dos entes públicos em títulos públicos por meio de instituição financeira oficial seria justamente a aplicação em cotas de fundo de investimento exclusivo, criado e administrado por instituição financeira oficial, cujo regulamento preveja a aplicação exclusiva em títulos públicos de emissão da União. Em nosso entendimento, neste caso específico, os mencionados dispositivos legais e da Constituição supririam autorização específica para aplicação de recursos em fundo de investimentos. Nesta situação, inclusive, a aplicação de recursos não representaria execução orçamentária de despesa, mas mero fato patrimonial permutativo, com reflexos unicamente extraorçamentários.

Outra deve ser a conclusão em caso de aplicação de recursos públicos por meio da aquisição de cotas de fundos de investimento. Tratando-se da aplicação de recursos públicos para a aquisição de valores mobiliários que não representam mera aplicação de disponibilidades financeiras para preservação do seu valor real, deve preceder tal aplicação autorização legal, contida em lei orçamentária anual, que deverá prever o limite de créditos orçamentários para a ação específica.

Por outro lado, não é necessária autorização legal específica para a criação do fundo de investimentos, ou autorização legal em lei apartada à lei orçamentária anual, posto que os fundos de investimento públicos não se confundem com os chamados fundos públicos especiais, não havendo imposição de autorização de criação por lei específica para os fundos de investimento como há para os fundos especiais.

Assim, entende-se como possível a aplicação de recursos públicos em finalidades estatais por meio de fundos de investimento público, desde que previamente autorizada a

⁶⁹² Art. 35. É vedada a realização de operação de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente. (...) § 2º O disposto no *caput* não impede Estados e Municípios de comprar títulos da dívida da União como aplicação de suas disponibilidades.

⁶⁹³ Art. 43. As disponibilidades de caixa dos entes da Federação serão depositadas conforme estabelece o § 3º do art. 164 da Constituição.

⁶⁹⁴ Art. 164 (...) § 3º As disponibilidades de caixa da União serão depositadas no banco central; as dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e dos órgãos ou entidades do Poder Público e das empresas por ele controladas, em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos previstos em lei.

⁶⁹⁵ Ou seja, instituição financeira pública.

aplicação pela abertura de crédito orçamentário. A utilização do veículo dos fundos de investimento públicos pode ser interessante mecanismo alternativo à criação de empresas estatais, por exemplo, sobretudo nas atividades estatais de fomento e de intervenção no domínio econômico, sendo os Fundos de Investimentos em Parcerias (FIPs) um instrumento possível de ser utilizado nesse sentido.

Por fim, observa-se que também na função de mecanismo garantidor os fundos de investimento público podem servir de alternativa às empresas estatais que, conforme apresentado anteriormente, são comumente utilizadas com essa finalidade. Assim como o patrimônio das empresas estatais, o patrimônio dos fundos garantidores – que no caso das PPPs são criados com base no artigo 8º da Lei n. 11.079/2004 – não se sujeita à execução por regime de precatórios, por não se confundir com o patrimônio do ente instituidor, ao mesmo tempo em que carecem os fundos de investimento de personalidade jurídica, seja de direito público seja de direito privado⁶⁹⁶.

Com relação exclusivamente ao Fundo Garantidor de Parcerias, posteriormente incorporado ao Fundo Garantidor de Infraestrutura criado com base no artigo 32 c/c artigo 58 da Lei n. 12.712, de 30 de agosto de 2012, Vitor Rhein Schirato entende não ser possível aos entes estaduais e municipais a criação de fundos de investimento garantidores, na forma do FGP criado em âmbito federal, por se tratar de matéria de competência exclusiva da União Federal (direito comercial)⁶⁹⁷.

O autor sustenta o seu entendimento sobre a ideia de não se tratar o FGP de fundo de investimentos convencional, criado conforme as regras gerais para fundos de investimento editadas pela CVM, isto pois o FGP garante ele próprio os contratos públicos, não se tratando de garantia da União por meio de penhor ou cessão fiduciária de cotas do Fundo, o que não estaria interditado aos estados e municípios⁶⁹⁸. Tendemos a concordar com tal argumentação, ressaltando, porém, que esse entendimento não obsta a prestação de garantia por estados e municípios por meio da cessão fiduciária ou do penhor de cotas de fundos de investimento.

⁶⁹⁶ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Ademais, por serem entidades de Direito privado, as empresas estatais ou fundos garantidores não se sujeitam ao regime de precatórios consagrado no artigo 100 da Constituição Federal, recaindo qualquer execução diretamente contra seus respectivos patrimônios. Esse expediente facilita consideravelmente a aceitabilidade do sistema de garantias constituídas por empresa ou fundo, na medida em que aumentam a certeza de recebimento dos recursos.”

⁶⁹⁷ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Muito embora possa haver certa controvérsia, entendemos ser clara a inclusão da matéria de fundos de investimento no campo do Direito Comercial, visto que se trata de tema afeto à realização de operações financeiras comerciais. Destarte, não poderiam Estados, Distrito Federal e Municípios entrar em campo de competência privativa da União Federal e criar fundo de investimento *sui generis*, com regime próprio, tal como fez a Lei n. 11.079/04 com relação ao FGP.”

⁶⁹⁸ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Sendo assim, entendemos que, de lege lata, não é possível a constituição, por Estados, Distrito Federal e Municípios, de fundo de investimento para a garantia de projetos de PPP, em modelo semelhante ao adotado pela União Federal, com relação ao FGP. No que concerne ao inciso V do artigo 8º da Lei n. 11.079/04, podem Estados, Distrito Federal e Municípios optar por constituir empresa estatal garantidora, ou uma das modalidades de fundo de investimento atualmente existentes, sendo que no último caso a garantia seria representada pelas quotas do fundo e não pelo patrimônio do fundo, tal como ocorre com o FGP.”

Nota-se, portanto, que os fundos de investimento públicos são instrumento alternativo à disposição do Estado para o atingimento de seus objetivos e para a formatação de operações estruturadas de diversas naturezas. É preciso, porém, que sejam observadas algumas condições, tais como as devidas autorizações orçamentárias para a aplicação de recursos em tais fundos, dado o fato de que os bens de tais fundos, ao contrário dos bens públicos, são plenamente penhoráveis. Ademais, os fundos de investimento público demandam especial atenção do ponto de vista fiscal, considerando-se o fato de que os cotistas do fundo respondem pelo patrimônio líquido negativo deste, conforme determina o artigo 15 da Instrução CVM n. 555/2014⁶⁹⁹.

Desta forma, verifica-se que os fundos de investimentos podem ser empregados pelo Estado como instrumento de mobilização de capitais para o seu próprio desenvolvimento. Assim como ocorre com as empresas estatais, contudo, os fundos de investimento podem originar passivos e contingências fiscais ao Estado, bem como servir de meio de alavancagem dos recursos das gerações presentes, comprometendo recursos públicos para o futuro. Esse fato reforça a necessidade de transparência na realização dessas operações e a necessidade de uma sólida dogmática jurídica sobre o tema, de maneira a conferir segurança às operações e resguardar os interesses envolvidos.

3.2.4 Contratos *built to suit* e esquemas *sell and lease back*

Passamos no presente momento à análise de duas outras espécies de operações estruturadas que, ao contrário das demais operações citadas neste capítulo, não têm sido utilizadas com a mesma frequência pelos entes públicos, embora possam apresentar interessantes vantagens do ponto de vista do atendimento das necessidades operacionais desses entes, com possíveis impactos, porém, sobre a sua situação fiscal de médio e longo prazo. As operações a serem analisadas são, de um lado, os contratos chamados pela doutrina como *built-to-suit* (BtS) e, de outro, os chamados arrendamentos mercantis, ou *leasings*.

O BtS – também conhecido por “locação por encomenda” – é uma espécie de contrato bastante frequente em empreendimentos comerciais e industriais e consiste na combinação dos contratos de empreitada e de aluguel, podendo ainda ser combinado com um contrato de prestação de assessoria imobiliária, para a prospecção de imóveis para a unidade que será instalada. Trata-se de um contrato, via de regra, de longo prazo, por meio do qual o investimento inicial com a obra, realizado pelo investidor via contrato de empreitada, é amortizado com o recebimento do aluguel ajustado durante todo o período de vigência do contrato. Do ponto de vista do locador, o BtS proporciona a colocação à sua disposição de imóvel adaptado ou construído conforme as suas necessidades e especificações, sem a necessidade de adiantar qualquer capital para tanto⁷⁰⁰.

⁶⁹⁹ Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.

⁷⁰⁰ BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Contratos built to suit*, p. 12: “(...) se trata de um negócio jurídico no qual uma das partes contrata a construção ou reforma substancial de um imóvel, de acordo com as suas necessidades, e o recebe para uso e fruição, mediante o pagamento de determinada remuneração. Este tipo de negócio é destinado a construções ou reformas com finalidade comercial ou industrial.”

O BtS envolve via de regra três agentes diferentes: o contratante, o investidor e o empreiteiro, sendo que as duas últimas figuras podem, em alguns casos, se confundir. O contratante do BtS é o sujeito interessado no imóvel, o qual contrata o investidor para prospectar opções de imóveis e providenciar as obras de engenharia civil necessárias. O empreiteiro, por sua vez, é contratado pelo investidor para a realização das obras, sendo que este remunera o empreiteiro normalmente a partir de recursos levantados no mercado financeiro ou de capitais⁷⁰¹. Com os recursos dos aluguéis que o contratante paga ao investidor pelo uso bem e amortização dos investimentos, finalmente, este faz o pagamento dos seus credores pelos recursos originalmente levantados e retira o seu lucro na operação⁷⁰².

Do ponto de vista econômico e comercial, o *buit to suit* apresenta uma série de vantagens em relação a alternativas disponíveis, tais como a aquisição de um imóvel seguida da contratação de uma empreitada⁷⁰³, podendo ainda ser consideravelmente vantajoso em

⁷⁰¹ O financiamento dos investimentos em um *buit to suit* podem ser favorecidos pela securitização dos créditos imobiliários decorrentes da assinatura do contrato, o que é permitido pelo regime fiduciário que pode ser instituído com base no artigo 8º da Lei n. 9.514/1997. BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Op. cit.*, p. 48: “A securitização propicia, fundamentalmente, do ponto de vista do tomador de recursos, o acesso a uma fonte alternativa de financiamento, com redução de custos, seja por via direta, mediante diminuição da taxa de juros, ou por via indireta, com o encurtamento dos prazos de retorno dos ativos imobilizados, por meio de títulos de dívida, e, do ponto de vista dos ativos imobilizados, por meio de títulos de dívida, e, do ponto de vista do investidor, pode viabilizar o objetivo de dispor de uma modalidade de investimento que pode oferecer vantagens, comparativamente com outros papéis do mercado, em razão da maior rentabilidade e maior segurança, pois a redução de riscos, ou sua relativa eliminação, é um dos propósitos fundamentais do processo de securitização.”

⁷⁰² BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Op. cit.*, p. 20: “Assim, em vista dos argumentos acima, entendemos que seria mais apropriado afirmar que o *built to suit* consiste em um modelo de negócio jurídico no qual a parte interessada em ocupar um imóvel para o desenvolvimento de uma atividade (contratante) contrata com um empreendedor: (i) a construção, pelo próprio empreendedor ou por terceiros, de um empreendimento (edificação) em um determinado terreno (imóvel) e/ou a sua reforma substancial, de forma a atender as especificações e os interesses da contratante; e, após o término da construção ou reforma substancial, (ii) a cessão do uso e fruição (locação) do terreno com o empreendimento, por um valor que permita ao empreendedor remunerar a quantia investida na execução da obra, bem como o período de uso e fruição do imóvel, de modo a lhe proporcionar certa margem de lucro. Normalmente, estes contratos são celebrados por prazo determinado.”

⁷⁰³ VALENÇA, Marcelo José Lomba. *Built to suit* – operação de crédito imobiliário estruturada: “Através do Modelo *Built to suit* (i) o empresário moderniza suas instalações, melhora seus índices de liquidez, e gera despesa operacional dedutível; (ii) o empreendedor imobiliário comercializa os projetos antes deles serem desenvolvidos; e (iii) o Agente Financeiro concede crédito garantido com recursos próprios e/ou de terceiros, com diferentes possibilidades de amortização e não necessariamente vinculados a qualquer sistema de financiamento imobiliário disponível.”; BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Op. cit.*, pp. 12-3: “Dentre suas vantagens, podemos mencionar as seguintes: (i) a contratante (também chamada de ‘usuária’ ou ‘locatária’) moderniza suas instalações, melhora seus índices de liquidez e contabiliza a remuneração paga ao empreendedor como despesa operacional, permitindo uma redução de sua carga tributária, (ii) o empreendedor (também chamado de ‘locador’ ou ‘investidor’) comercializa os projetos antes de seu desenvolvimento; (iii) o empreendedor capta recursos a juros menores do que aqueles cobrados por instituições financeiras, por meio da securitização dos créditos advindos do *built to suit*; e, (iv) o público investidor, adquirindo os valores mobiliários emitidos em razão da securitização dos créditos do *built to suit*, recebe, muitas vezes, uma remuneração mais elevada do que aquelas oferecidas nas tradicionais aplicações financeiras.”

caso de equipamentos públicos, que normalmente demandam condições específicas de usabilidade, demandando intervenções no imóvel cujo contrato convencional de aluguel normalmente não são suficientemente seguros, do ponto de vista do asseguramento do retorno do capital investido pelo locador privado, para permitir a sua execução⁷⁰⁴.

Do ponto de vista do presente trabalho, a característica mais relevante do BtS consiste no fato de que este contrato permite a diluição do investimento no tempo, evitando a necessidade de investir integralmente os recursos necessários à aquisição e à empreitada antes do início da fruição dos benefícios da nova infraestrutura⁷⁰⁵. Por essa exata razão, a remuneração paga pelo contratante no BtS não se resume a um aluguel, isto é, a remunerar a utilização de um bem alheio, mas também a remunerar a empreitada e o custo financeiro suportado pela contraparte que antecipa os investimentos e coloca à disposição do contratante o imóvel segundo suas especificações⁷⁰⁶.

Essa característica é relevante, pois, do ponto de vista econômico, a operação se assemelharia a um financiamento realizado por meio do investidor, uma vez que este se socorre do mercado financeiro e de capitais para colocar à disposição, no nosso caso, do ente público o imóvel conforme as suas especificações. De outro lado, isso gerará para o Estado o compromisso de pagar os aluguéis convencionados até o prazo final do contrato, o qual usualmente excede o ano financeiro e conseqüentemente a validade dos créditos orçamentários. A semelhança com uma operação de financiamento fica ainda mais evidente quando se observa que as operações de BtS são normalmente alavancadas pelo investidor a partir da securitização dos créditos decorrentes dos futuros aluguéis⁷⁰⁷.

⁷⁰⁴ BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Op. cit.*, p. 17: “O *built to suit* também é vantajoso para hospitais, laboratórios, escolas, depósitos e outras atividades que necessitam de imóvel com estrutura especial, uma vez que cabe à contratante especificar as condições e detalhes do imóvel a ser construído e, posteriormente, cedido para uso e fruição.”

⁷⁰⁵ BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Op. cit.*, p. 22: “Por outro lado, caso a contratante opte por adquirir um terreno e proceder à construção da edificação por meio de uma empreitada normal, terá, necessariamente, um desembolso inicial muito grande, o que aumentaria exponencialmente se esta mesma empresa tivesse que obter um financiamento para consecução desse objetivo. Assim, do ponto de vista financeiro, há uma efetiva diluição do custo quando se compara o *built to suit* com a hipótese de aquisição do terreno e posterior construção, especialmente se a contratante não possuir disponibilidade imediata de recursos para arcar com o investimento, o que demandaria a obtenção de financiamento, com custos inerentes a isso.”

⁷⁰⁶ BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Op. cit.*, p. 29: “No *built to suit*, a remuneração pactuada é resultado de uma equação que leva em consideração (i) o retorno dos investimentos efetivados com a eventual aquisição do terreno e com a construção da edificação e/ou sua reforma substancial, conforme o interesse da contratante (*payback*); (ii) a remuneração pelo uso e fruição do imóvel pela contratante durante determinado prazo; e, (iii) a margem de lucro do empreendedor.”

⁷⁰⁷ SCAVONE JÚNIOR, Luiz Antonio. *Direito imobiliário: teoria e prática*, pp. 1166-7: “É comum, neste tipo de contrato, que, além do contratante (o locatário, que rece o imóvel encomendado) e do contratado (o locador, que providencia a construção e cede o imóvel), esteja presente um terceiro, ou seja, uma companhia securitizadora de recebíveis.

Em outras palavras, o contratado (locador) constrói ou manda construir, cede o seu imóvel ao contratante (locatário) mediante pagamentos mensais e transfere os seus créditos para uma companhia securitizadora, recebendo antecipadamente, o valor estabelecido no contrato.

O compromisso do Estado no BtS acaba por se tornar um compromisso com repercussões sobre períodos futuros, por conta da possibilidade de renúncia no contrato do direito à proposição de ação revisional do valor do aluguel e também por conta da possibilidade de fixação de multa equivalente à soma dos valores dos aluguéis a receber até o termo final da locação no caso de denúncia antecipada do vínculo locatício pelo locatário, conforme expressamente prevê o art. 54-A da Lei n. 8.245/1991 (Lei do Inquilinato – LI).

Assim, o primeiro desafio a ser analisado consiste na possibilidade de contratação do BtS por entes públicos, considerando a limitação de prazo para os contratos administrativos prevista no art. 57, da Lei n. 8.666/1993 e o fato de que se trata de contrato assinado geralmente por prazos mais longos, de maneira a permitir a amortização dos investimentos realizados no imóvel.

De nossa parte, entendemos como possível a contratação, considerando-se o art. 62, § 3º, I, da Lei n. 8.666/1993, que expressamente reconhece que os contratos de locação são regidos predominantemente por normas de direito privado, aplicando-se apenas residualmente e no que couber, as normas gerais decorrentes daquela lei.

De toda forma, o caráter plurianual da despesa decorrente dos contratos BtS justifica a sua inclusão, de forma expressa no planejamento orçamentário documentado no PPA e também na LDO, permitindo incorporar os efeitos fiscais de tais contratos sobre o comportamento de médio e longo prazo das despesas públicas, contribuindo assim com maior transparência das decisões de financiamento e também com um menor risco de contingências fiscais daí decorrentes.

Ainda que se possa considerar os contratos BtS como operações estruturadas de financiamento, não podem tais operações serem equiparadas às operações de crédito para fins legais, considerando-se a ausência de parâmetro constitucional para tanto. Conforme argumentado anteriormente, o conceito de operação de crédito albergado constitucionalmente prevê operação na qual haja a obrigação de devolução de recursos antecipados, sujeitando-se o prestador ao risco de crédito do ente público prestamista⁷⁰⁸.

O *built to suit* não se confunde com o *leasing*, muito embora possam estar presentes ao mesmo tempo em uma mesma operação estruturada quando, ao final do prazo de locação, for resguardada opção de compra ao contratante que é beneficiário da cessão de uso do bem⁷⁰⁹. Passemos, portanto, agora a analisar essa segunda espécie contratual.

A companhia securitizadora, por sua vez, emite Certificado de Recebíveis Imobiliários nos termos do art. 6º da Lei 9.514/1997, legalmente definido como um ‘título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários’ que ‘constitui promessa de pagamento em dinheiro’ e providencia a averbação junto ao Oficial de Registro de Imóveis da circunscrição imobiliária competente, ou seja, no local da matrícula do imóvel objeto do contrato ‘*built-to-suit*’.”

⁷⁰⁸ Mesmo assim, do ponto de vista contábil, seria adequado o acompanhamento do saldo de parcelas a pagar do contrato em conta de controle, até o reconhecimento do passivo por regime de competência, como forma de assegurar uma completa visão da situação fiscal do ente público decorrente de tais contratos.

⁷⁰⁹ BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Op. cit.*, 155-6: “No que diz respeito ao leasing (ou arrendamento mercantil), entendemos que existe sim a possibilidade de o contrato *built to suit* ser caracterizado como tal, caso as condições estabelecidas na legislação sobre esta modalidade contratual sejam atendidas pelas partes

O *leasing*, ou arrendamento mercantil, tem utilidade para as corporações na medida em que permite a utilização de bens, sobretudo bens de capital, sem que seja necessária a imobilização da totalidade dos recursos para a sua aquisição.

Embora apresente algumas semelhanças em relação ao *leasing* de imóvel o *built to suit* se distingue, entre outras características, pela contraparte não precisar ser, necessariamente, uma instituição regulada autorizada pelo Banco Central do Brasil a operar carteira de arrendamento mercantil⁷¹⁰, podendo se dar a contratação, por exemplo, pela própria responsável pela empreitada. Além disso, é importante mencionar que, se no arrendamento mercantil, sobretudo o financeiro, existe a possibilidade de o arrendatário permanecer, ao final do prazo do contrato, com o imóvel, no caso do *built to suit* essa possibilidade não existe⁷¹¹.

Trata-se o *leasing* de contrato com três elementos fundamentais: (i) o aluguel do bem; (ii) a opção de compra ao final do período de aluguel; (iii) o financiamento. O *leasing* pode ser contratado com o próprio fornecedor do bem ou – como é o mais comum – com instituição específica que, no interesse do arrendatário, adquire o bem do fornecedor, colocando-o à disposição do interessado, na forma de aluguel por prazo determinado, com opção de compra ao final do prazo⁷¹².

Quanto à regulamentação do mercado financeiro, as operações de *leasing* são tratadas pela Resolução CMN n. 2.309/1996, a qual prevê a existência de duas espécies de operação: (i) o arrendamento mercantil financeiro e o (ii) arrendamento mercantil opera-

no contrato *built to suit*, uma das entidades autorizadas a operar no SFI, e contendo o contrato disposição concedendo à contratante a opção de, ao seu término: (i) adquirir o terreno com o empreendimento, mediante o pagamento do valor residual garantido, (ii) restituir o empreendimento ao empreendedor, ou (iii) renovar o contrato, ainda que somente no que tange ao uso e fruição do empreendimento; pode, a nosso ver, o contrato *built to suit* também ser caracterizado como *leasing* imobiliário.”

⁷¹⁰ No Brasil, as operações de arrendamento mercantil são reguladas pelo CMN e supervisionadas pelo BCB, na forma da Lei n. 6.099/1974, e da Resolução CMN n. 2.309/1996.

⁷¹¹ VALENÇA, Marcelo José Lomba. *Op. cit.*: “No Brasil o modelo de *Built to suit* é uma alternativa atraente, quando comparada ao *leasing* imobiliário, por uma série de razões, entre as quais destacamos as seguintes:

(i) regulatória – o arrendador mercantil deve necessariamente ser uma instituição financeira autorizada a operar carteira de *leasing*, e, portanto, sujeito às regras aplicáveis às instituições financeiras, ao passo que o Empreendedor, no modelo acima, não está sujeito a nenhuma regulamentação específica;

(ii) captação de *funding* – o arrendador mercantil, na qualidade de instituição financeira, está sujeito às taxas daquele mercado para captação do *funding* para a operação. No caso do Empreendedor, o mesmo pode utilizar recursos próprios; captar privada ou publicamente recursos de terceiros através de investimento direto ou de empréstimo, seja de partes financeiras ou não financeiras;

(iii) custo da operação – a remuneração de uma operação de *leasing* envolve, entre outras variantes, a possibilidade, ainda que remota, do arrendador mercantil ficar com o Imóvel e custos relacionados (custo de oportunidade de imobilização de capital, enquadramento em perfis de liquidez, manutenção e liquidação de um ativo com características específicas para o Ocupante). Em uma operação de *Built to suit*, é de sua essência que o Empreendedor fique com o Imóvel ao final.”

⁷¹² MAXIMILIAN, Paulo. *Contratos bancários*, p. 180: “O *leasing*, assim como o contrato de desconto bancário ..., representa uma forma lícita e muito utilizada pelas empresas para fomentar e garantir melhores resultados para seus negócios, na medida em que, num primeiro momento, as mesas ‘adquirem’ bens sem que, para isso, tenham de mobilizar capital de forma adiantada e, num segundo, mantém seu maquinário dentro das inovações tecnológicas. (...)”.

cional. O primeiro caso mais se aproximaria de uma operação de financiamento, considerando-se, por exemplo, que, neste caso, as despesas de assistência técnica deverão ser necessariamente de responsabilidade da arrendatária, ou que, neste caso, as contraprestações deverão ser suficientes para a recuperação pela arrendadora do custo do bem e de obtenção de retorno sobre os recursos investidos. Já o segundo caso poderá não representar uma operação de financiamento a depender das suas condições específicas.

A contraprestação paga pelo arrendatário incorpora normalmente diversas componentes, como o valor do bem, os custos de captação do arrendante, despesas gerais da operação, depreciação do bem, prêmio de risco e lucro do arrendante⁷¹³. Para a questão que se quer discutir no presente trabalho, é essencial a ideia de valor residual e a possibilidade de acordo sobre um valor residual garantido no contrato. O valor residual (VR) nada mais é do que a diferença entre a soma das contraprestações pagas pelo arrendatário e o valor do bem acordado para a eventualidade do exercício da opção de compra. O valor residual garantido (VRG), por sua vez, corresponde ao valor mínimo que as partes concordam que o arrendante deverá fazer jus pelo contrato, ainda que o arrendatário não venha a optar pela aquisição do bem. Assim, caso a venda do bem em leilão não resulte no valor mínimo acordado, o arrendatário deverá pagar a diferença necessária, de modo a satisfazer o valor residual garantido. Não é incomum que os contratos prevejam a obrigatoriedade de antecipação dos pagamentos do VRG pelo arrendatário, sem que isso represente no momento da antecipação uma receita do arrendante⁷¹⁴.

De nossa parte, mais uma vez, entendemos que andou mal o legislador ao mencionar no art. 29, III, da LRF as operações de arrendamento mercantil como exemplos de operações de crédito, sem melhor qualificar a inclusão. Isto pois as operações de arrendamento mercantil podem ser alternativa vantajosa não apenas às operações de aquisição financiada de bens, cujo financiamento pode ser feito com o próprio vendedor do bem ou com terceiro, mas também ao aluguel de bens cuja propriedade ao final não seja necessariamente do interesse do ente público. Ademais, nas operações de arrendamento mercantil operacional, pode-se convencionar que as despesas com a assistência técnica sejam de responsabilidade do arrendante, assim como o risco de perecimento da coisa arrendada, o que terminam por afastar a operação das características fundamentais de uma operação de crédito.

Mais uma vez, portanto, entendemos que a classificação de um contrato de arrendamento mercantil com ente público como operação de crédito, para fins de aplicação das restrições constitucionais e infraconstitucionais ao endividamento do setor público de-

⁷¹³ MAXIMILIAN, Paulo. *Op. cit.*, p. 184: “Verifica-se, então, que, na composição do preço, são levados em consideração os seguintes aspectos: (a) valor de aquisição do bem; (b) custos de captação desses recursos; (c) despesas inerentes à operação; (d) depreciação do bem; (e) lucro da operação; e (f) riscos do contrato.”

⁷¹⁴ MAXIMILIAN, Paulo. *Op. cit.*, p. 186: “O que se estabeleceu, em verdade, foi uma nova função para o valor residual (VR), que passou a ser tanto o preço contratualmente estipulado para exercício da opção de compra (VR) quanto o valor contratualmente garantido pelo arrendatário, como mínimo que será recebido pela arrendadora na venda a terceiros. Nesse caso, após a alienação (a um terceiro), o arrendatário pode ser chamado a ‘completar’ o valor percebido na venda, até o montante garantido (VRG).”

penderão de uma análise caso a caso, avaliando-se as características específicas da operação, com destaque para os direitos e deveres das partes.

Nada obsta que as operações de crédito ocorram por meio da compra financiada de bens, o que será possível especialmente nos casos em que se recomendaria a realização de operação convencional de crédito para financiamento da aquisição posterior de bens. Isso não implica dizer que todas as operações envolvendo o pagamento de prestações ao longo do tempo em troca de direitos sobre um bem se identifiquem como operação de crédito. Não haverá dúvidas, por exemplo, de que uma operação de aluguel não pode ser considerada como operação de crédito. Por outro lado, não deve haver dúvida que uma aquisição financiada de bens com garantia fiduciária é uma operação de crédito, ainda que a propriedade do bem não seja imediatamente transferida ao adquirente⁷¹⁵.

Escrevendo ainda sob a égide da Constituição Federal de 1969, Antônio Marcello da Silva ressaltava o fato de que o *leasing* nem sempre apresentar natureza de operação financeira, quanto mais operação de financiamento. Entende o autor que o fato de que o *leasing* permite ao *leasee* a utilização de um determinado bem sem contar com o capital necessário para adquiri-lo não representa elemento essencial à configuração de uma operação de financiamento, posto que tal finalidade é também determinante na opção pela locação convencional em relação à compra e venda⁷¹⁶.

⁷¹⁵ Quanto a este último exemplo, é interessante observar a posição de Geraldo Ataliba, para quem tais modalidades de garantia não seriam possíveis no caso de compra financiada de bens pela Administração Pública em razão da afetação dos bens ao serviço público, o que se daria em razão do seu titular. ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*, p. 77: “Três observações esta modalidade sugere: a primeira é a insuperabilidade do procedimento de licitação para a aquisição dos bens ou serviços. A circunstância do negócio ser complexo e envolver operação de crédito não afasta a incidência da legislação específica concernente às licitações.” De nossa parte, por entendermos que a impenhorabilidade está ligada à atividade antes de à pessoa, entendemos como possível a eficácia de garantia de alienação ou cessão fiduciária de bens não afetados ao serviço público.

⁷¹⁶ SILVA, Antônio Marcello da. *Leasing, arrendamento mercantil e endividamento público*: “Com muito maior razão, nem a intenção do ‘lessor’ de realizar um investimento financeiro, nem a função econômica do contrato, nem a motivação do ‘lessee’, pretensamente fixadas na liberação de capitais de giro, são idôneas para transformar o leasing em operação financeira. Isto porque os interesses financeiros que levam as partes ao leasing, cujo objetivo direto é, inegavelmente, a locação de determinado bem, esgotam-se na esfera das motivações subjetivas, sem afetar a natureza do contrato, como demonstra Philomeno J. da Costa, lembrando que: ‘Quando se compra a prazo um equipamento procura-se aumentar o ativo fixo com o emprego de crédito; nem por isso se configura uma operação ou um negócio em que a mercadoria seja o dinheiro’ (Philomeno J. da Costa, “Aspectos contratuais do leasing, in *Simpósio Nacional do Leasing*, São Paulo, 1973, p. 215 e ss.). No mesmo sentido, analisando a natureza jurídica do arrendamento mercantil, que considera sinônimo de leasing, João Henrique Renault observa que, se ‘o complexo arrendamento mercantil’, com suas múltiplas faces negociais, parece indicar mesmo uma intenção do locatário de não dispensar vultoso capital, de uma só vez, para aquisição dos bens de que necessita, isto é comum a toda locação: o capitalista gira com seu capital e aluga seu escritório (é locatário); os bancos não podem aplicar em imóveis, porque seus depósitos se destinam a girar; os comerciantes não compram as lojas, de ordinário, mas as locam; e conclui: ‘Na sua estrutura jurídica é que o Direito define o contrato, não exclusivamente na sua demasiado enfatizada, no caso, finalidade econômica, na que, aliás, não difere o ‘arrendamento mercantil’ essencialmente do comum das locações’ (João Henrique Renault, ‘O arrendamento mercantil ou leasing e o município’, in ‘*Teses do 7º Encontro Nacional de Procuradores Municipais*, Fortaleza, 4 a 9.1.81’, p. 51 e ss.)”

Com base na revogada Resolução CMN n. 668/80⁷¹⁷, o autor criticava o que entendeu ser uma usurpação da competência constitucional de fixar o conceito de operação de crédito, impondo aos entes públicos limitação em sua esfera de atuação não contida no texto constitucional. Isto se tornaria ainda mais patente diante do fato de que a referida resolução não faria qualquer distinção entre operações de arrendamento mercantil operacional e operações de arrendamento mercantil financeiro⁷¹⁸.

Finalmente, convém mencionar o chamado *sale and lease back*, o qual consiste na operação de venda de um bem para a arrendante pela própria arrendatária, que obtém assim os recursos decorrentes da venda sem a perda da posse do bem e suas vantagens econômicas⁷¹⁹. Também essa operação poderá se distinguir de uma operação de crédito,

⁷¹⁷ Resolução CMN n. 668/80, item V: “V – Estabelecer que, para os efeitos previstos nesta Resolução, bem como nas Resoluções ns. 345 e 346, ambas de 13.11.75, e 397, de 17.11.76, do Banco Central, as operações de arrendamento mercantil equiparam-se às operações de crédito.”

⁷¹⁸ SILVA, Antônio Marcello da. *Op. cit.*: “Por isso mesmo, o endividamento público não deveria sofrer outras limitações que não as impostas pelo crédito público, isto é, pela confiança que a entidade estatal merecer de seus eventuais mutuantes. Entre nós, todavia, a Constituição da República restringe a liberdade de endividamento de Estados e Municípios através de dois dispositivos, os ns. IV e VI do seu art. 42. O primeiro, já antigo no nosso ordenamento constitucional, afeta os empréstimos externos (e, agora, quaisquer operações ou convênios externos), que só podem ser validamente contratados com autorização do Senado, ouvido o Poder Executivo Federal (n. IV). O segundo, introduzido pela Carta de 1967 (art. 69, § 2º) e mantido pela de 1969 (art. 42, VI), diz respeito à dívida consolidada e às obrigações emitidas para a sua formação, sujeitas, aquela e estas, a limitações pelo Senado Federal, por proposta do Presidente da República.

Essas restrições constitucionais ferem diretamente a autonomia das entidades estatais menores, pelo que os atos baixados para a sua efetivação só são válidos enquanto contidos nos estritos termos dos dispositivos que as estabelecem, principalmente no que concerne às limitações pertinentes à dívida consolidada (de maior interesse para este estudo, pois é no art. 42, VI, da Carta Magna que, se esteiam as Res. 62/75 e 93/76 do Senado Federal e, indiretamente, a Res. CMN/BCB – 668/80). Isto porque, em face da atual conjuntura, com a inflação caminhando a passos largos, nada podendo contra ela os empíricos controles da União, que, além disso, assenhoreou-se da parte do leão da receita tributária, Estados e Municípios vêm-se constrangidos a buscar mais e mais empréstimos a longo prazo para a realização de seus objetivos institucionais. É imprescindível, portanto, que o Senado e os órgãos que incumbiu de velar pelo fiel cumprimento de suas resoluções, o CMN e o BCB, não percam de vista o exato significado de dívida consolidada, a fim de que nem mesmo inadvertidamente venham a levar as mencionadas restrições além do permitido pela Constituição da República.

Fixemos, pois, a correta exegese do dispositivo que, excepcionando a regra constitucional da autonomia financeira das entidades estatais menores, faculta o estabelecimento de restrições ao seu endividamento, no que concerne à dívida consolidada e à emissão de obrigações, para que possamos delimitar o campo de atuação do Senado Federal, do CMN e do BCB.”

⁷¹⁹ MAXIMILIAN, Paulo. *Op. cit.*, p. 183: “Existe uma característica que diferencia o lease-back das demais modalidades, que é justamente o fato de confundirem-se na mesma pessoa o arrendatário e o fornecedor do bem, funcionando como se fosse um empréstimo como dação do bem (objeto do contrato) em garantia. Todavia, não o é, pois se transfere a propriedade do bem, garantindo-se, entretanto, o direito de recomprá-lo.” Essas operações também não se confundem com o já estudado BtS, ver VALENÇA, Marcelo José Lomba. *Op. cit.*: “É importante destacar que operações de *Built to suit* não são operações de *sale lease back* para simples desmobilização de ativos, com aumento de liquidez e despesa operacional dedutível. O *Built to suit*, além de proporcionar aumento de liquidez e geração de despesa operacional dedutível, envolve necessariamente a realização de investimentos relevantes por parte do Empreendedor para atender as necessidades do ocupante tais como, mas não se limitando, à aquisição

quando não houver nenhum compromisso de recompra por parte da arrendatária, sendo operação legítima para a melhor alocação de capital por parte do ente público.

Conclui-se, portanto, com a necessidade de atenção da doutrina jurídica para os reflexos das operações mencionadas nesse item sobre o endividamento do Estado, considerando-se as repercussões de longo prazo desses contratos sobre a sustentabilidade fiscal. Ainda assim, não é correto do ponto de vista jurídico, afirmar que, pelo simples fato de economicamente servirem ao propósito de deslocamento de recursos ao longo do tempo, tais operações estejam sujeitas às regras da LRF aplicáveis às operações de crédito.

Assim, caso se conclua ser o caso de se reforçar a necessidade de cautela quanto à possibilidade de superexposição dos entes públicos a esse tipo de operação, comprometendo as futuras gerações, tal reforço deverá ocorrer pela via legislativa, contribuindo com a segurança jurídica que deve imperar no ordenamento, não devendo ser realizado por meio de interpretações ampliativas que comprometam a lógica do sistema.

3.2.5 *Project finance* e PPPs

As parcerias público-privadas (PPP) são interessante mecanismo de mobilização de recursos para projetos de interesse da sociedade, em especial grandes projetos de investimentos em infraestrutura. Isto, pois a utilização de parcerias com a iniciativa privada, na forma da Lei n. 11.079/2004, tem potencial para incrementar a eficiência econômica na prestação de serviços públicos à população ou na prestação de serviços adquiridos diretamente pelo Estado.

Contudo, o caráter de longo prazo dos contratos envolve riscos à sustentabilidade fiscal dos entes públicos que devem ser adequadamente mapeados e comunicados à sociedade⁷²⁰. Tais riscos estão relacionados à tendência à seleção da modalidade de contratação por PPP não por que as características econômicas ou operacionais do projeto o recomendem, mas com o objetivo de afastar os efeitos financeiros da contratação sobre o orçamento público e sobre o balanço patrimonial do governo⁷²¹.

de imóveis e a construções de unidades empresariais. Desta forma, ao afirmarmos que o *Built to suit* é uma forma de desmobilização para o Ocupante, com o conseqüente aumento de liquidez, estamos partindo da premissa de que o mesmo alienará suas antigas e próprias unidades empresariais para alugar novas, construídas exclusivamente para atender as necessidades operacionais do ocupante.”

⁷²⁰ OLIVEIRA, Fernão Justen. Garantias ao parceiro privado e comprometimento fiscal, p. 467: “Mais do que isso, a atenção do Parlamento voltou-se à limitação do endividamento público de longo prazo, o que já se manifestara a Lei de Responsabilidade Fiscal. A magnitude prevista para os projetos de PPP inspiraram o cuidado do legislador com o comprometimento orçamentário de longo prazo, a título de contra-prestação do parceiro público.”

⁷²¹ EUROPEAN PARLIAMENT. DIRECTORATE-GENERAL FOR EXTERNAL POLICIES. POLICY DEPARTMENT. *Financing for development post-2015: improving the contribution of private finance*, p. 29: “Attention needs to be paid to the costs to developing country governments of mechanisms to leverage additional private investment, particularly public – private partnerships (PPPs). As the box below shows, PPPs are by far the most expensive way to fund projects. Equally important, the cost is often non – transparent and not accountable to auditors, parliaments or civil society groups. Similarly, debt sustainability assessments do not currently take account of this cost as these are treated as off – budget transactions, and PPPs have also tended to be very high risk financing.”

Para evitar essa tendência, que sacrifica o longo prazo em nome de benefícios de curto prazo, é necessária transparência nos contratos de PPP e a adoção de critérios claros e adequados de contabilização dos contratos. Nestas situações, mister ainda avaliar o impacto das referidas parcerias sobre os montantes totais de dívida do ente estatal contratante, face aos limites impostos pela legislação e à capacidade de pagamento do ente público.

A escolha por parcerias público-privadas como forma de financiamento de investimentos em infraestrutura deve ser adequadamente justificada, com base em elementos materiais e raciocínio econômico que comprove os ganhos de eficiência decorrentes da escolha da iniciativa privada como executora dos investimentos e da operação da infraestrutura após pronta. Do contrário, há sérios riscos de que a parceria se torne menos econômica do que a execução direta do objeto do contrato pelo Poder Público⁷²².

Os investimentos em infraestrutura no Brasil correspondem a menos de 2% do PIB⁷²³. Entende-se que este número é pequeno se comparado ao número necessário⁷²⁴ para

⁷²² PORTO, Telmo Giolito. Futuro sombrio para as PPPs: “Passados vários anos concluo que as PPPs unem o pior de dois mundos: o mundo dos contratos públicos e o dos contratos privados. Explico: nos contratos com o setor público, obtidos com base na Lei 8666/93, o capital é público e a legislação é pública, ou seja, aplica-se o Direito Administrativo. O empresário somente aplicará recursos em capital de giro”; ver também EUROPEAN PARLIAMENT. DIRECTORATE-GENERAL FOR EXTERNAL POLICIES. POLICY DEPARTMENT. *Op. cit.*, pp. 29-30: “However, there is rapidly growing evidence that this has proved a very expensive method of financing, and has significantly increased the cost to the public purse. The chart below shows that PPPs are by far the most expensive way to fund projects, due to, for example, demands from equity funders and other lenders for 20-25% annual returns on even the most bankable projects, costs of up to 10% for arranging the financing. In addition, project costs are often much higher due to limited competition or poor procurement by the private sector. Equally important, this cost is often non – transparent and not accountable to auditors, parliaments or civil societies. Similarly, debt sustainability assessments do not currently take account of this cost as these are treated as off – budget transactions, thus perversely encouraging countries to use them in order to circumvent national or IMF agreed debt limits.

PPPs have also tended to be very high risk financing. Evidence from developed countries is that 25-35% of such projects fail to deliver projects as planned due to cost overruns, implementation delays or poor work specifications and bankruptcy or failure to repay financing. In developing countries with lower negotiation/management capacity, failure rates have been even higher. For these reasons and other concerns, LIC governments have expressed strong preferences for types of infrastructure financing other than public – private partnerships (OIF 2013).”

⁷²³ MÁXIMO Luciano. Investimento mais forte em infraestrutura deve ficar para 2019. VALOR ECONÔMICO. São Paulo: Organizações Globo, [2000?]. Diário.

⁷²⁴ EHLERS, Torsten. BIS Working Papers n. 454: understanding the challenges for infrastructure finance, p. 2: “Infrastructure financing will need to come increasingly from the private sector. The demand for infrastructure investments is likely to grow faster than output, and therefore tax revenues. A McKinsey study estimates that the share of total infrastructure financing in GDP will need to increase from around 3.8% to 5.6% in 2020 worldwide (McKinsey Global Institute (2012)). In emerging markets, the required increase would be even more pronounced. Analysis for the G20 suggests that developing countries will need to invest an additional \$1 trillion a year up to 2020 to keep pace with the demands of urbanisation, and better global integration and connectivity (G20 (2013)). Developed countries will likely need to invest a similar amount to finance low-carbon emission energy projects through 2050; on top of necessary investments into transport and social infrastructure at potentially similar amounts.”

levar o estoque de infraestrutura disponível no país a nível semelhante ao experimentado por países como a Coreia do Sul, que experimentaram crescimento econômico sustentado nas últimas décadas. Para que esse objetivo seja alcançado, estima-se ser necessário investir cerca de 5% do PIB brasileiro, ao longo de diversas décadas⁷²⁵.

O investimento total da economia também vem apresentando desempenho abaixo do esperado, o que corresponde a um gargalo ao crescimento sustentado de longo prazo no país. O investimento nos últimos anos têm se aproximado de 19% do PIB⁷²⁶, quando seria necessário investimento de cerca de 25% do PIB para sustentar crescimento anual do produto da economia entre 5% e 6%⁷²⁷.

Estudo do Banco Mundial aponta a Constituição Federal de 1988 como uma das causas do baixo desempenho dos investimentos públicos em infraestrutura no Brasil, ao lado de desempenho precário do setor privado, prejudicado por cenários regulatório e institucional desgastados. Isso ocorreria devido ao federalismo fiscal adotado na nova Constituição, que teria substituído receitas tributárias com destinação específica por outras fontes de receitas não vinculadas a investimentos em infraestrutura. Além disso, a CF/88 teria impulsionado o crescimento de despesas correntes, especialmente no setor de saúde e educação, que se tornaram despesas obrigatórias⁷²⁸.

Em um contexto de maior restrição orçamentária, com pressões decorrentes de um maior espectro de serviços públicos prestados pelo Estado de forma corrente, não é simples equacionar as receitas públicas disponíveis com a necessidade de investimentos

⁷²⁵ OLIVEIRA, Gesner; MARCATO, Fernando S.; SCAZUFCA, Pedro. Como destravar as parcerias público-privadas, p. 16.

⁷²⁶ Com variações para mais e para menos e com queda conjuntural mais recente, em virtude da crise política e econômica pela qual passa o país ao menos desde o segundo semestre de 2014. Conferir dados em Ipeadata, disponível em <http://www.ipeadata.gov.br/ExibeSerie.aspx?serid=38432>, último acesso em 29 de junho de 2017.

⁷²⁷ *Op. cit.*, p. 17.

⁷²⁸ BANCO MUNDIAL. Como revitalizar os investimentos em infraestrutura no Brasil: políticas públicas para uma melhor participação do setor privado, p. 21: “13. A Constituição de 1988 contribuiu para enfraquecer o marco institucional para infraestrutura. O financiamento do setor público – a parte central do marco institucional para o setor de infraestrutura – sofreu uma acentuada redução com a Constituição de 1988. Em primeiro lugar, a Carta Magna substituiu os impostos federais incidentes sobre alguns segmentos específicos – energia, transporte e telecomunicações – por outros não específicos no nível estadual. Por exemplo, a taxa rodoviária, que contribuiu para os investimentos nas estradas federais, foi transferida para os estados, enquanto a tarifa do setor de eletricidade foi incorporada ao ICMS dos estados. Em segundo lugar, a Constituição aumentou as transferências de verbas federais para os governos subnacionais, especialmente os municípios: a parcela municipal da receita federal e da arrecadação de impostos sobre produtos industrializados, por exemplo, cresceu de 17% para 22,5%. Essa medida reduziu o montante de recursos públicos disponíveis para as despesas de capital e acarretou potenciais problemas de coordenação entre os três níveis da administração, quando há necessidade de participação dos governos subnacionais no co-financiamento de projetos de infraestrutura federais. Finalmente, a Constituição de 1988 aumentou e pré-fixou determinados gastos públicos correntes – particularmente em saúde e educação – enquanto as despesas de capital, em geral, e os investimentos em infraestrutura, em particular, foram deixados a critério dos formuladores de políticas.”

públicos⁷²⁹. Além disso, é importante lembrar que, com maior rigidez orçamentária decorrente da existência de despesas de caráter obrigatório, aliada à existência de limites legais e constitucionais à elevação do endividamento, os gastos públicos em investimentos tornam-se o principal mecanismo de ajuste em casos de necessidade de obtenção de maior resultado fiscal, para a manutenção da sustentabilidade da dívida pública, ou para a condução da política macroeconômica⁷³⁰.

Neste contexto geral de dificuldade de impulsionar os necessários investimentos públicos em infraestrutura por razões de insuficiência orçamentária, as PPPs foram propagandeadas como sendo a solução derradeira a esse problema. Como retratadas inicialmente no Brasil pela mídia e por políticos pouco informados, as PPPs seriam capazes de atrair investidores privados para projetos públicos, resolvendo, assim, o problema da ausência de recursos públicos para investimentos⁷³¹.

Parcerias público-privadas são contratos administrativos de concessão que, diferentemente dos contratos de concessão de serviços públicos regulados pela Lei n. 8.987/1995, permitem ao Poder Público ser o demandante exclusivo dos serviços (concessão administrativa) ou contribuir, no caso de serviços públicos, juntamente ao pagamento de tarifas pelos usuários dos serviços, com parte da remuneração do concessionário⁷³².

O objetivo da previsão desta modalidade de contrato administrativo de concessão é o de tornar atrativos ao setor privado projetos de serviços e obras públicas que, de outra forma, não seriam economicamente interessantes, seja pelo risco envolvido, seja pelo elevado valor dos investimentos a serem pagos no curto prazo que vigora para as contratações tradicionais de obras públicas, nos termos da Lei n. 8.666/1993.

Não é verdade, contudo, que as PPPs tenham a característica de gerar novos recursos para investimentos. As PPPs são, em essência, uma forma de *financiamento* de investimentos e de serviços do interesse do Estado. Não são, por conseguinte, uma forma de *custeio* de tais investimentos e serviços.

Isso significa dizer que ao recorrer a uma PPP, o Estado não está a produzir novas fontes de recursos para o pagamento da infraestrutura a ser instalada. Os recursos continuam tendo origem no orçamento público, com as mesmas restrições de antes sobre o

⁷²⁹ OLIVEIRA, Gesner; MARCATO, Fernando S.; SCAZUFCA, Pedro. *Op. cit.*, p. 19: “Em segundo lugar, o governo conta com restrições fiscais. Não seria realista imaginar que o setor público pudesse, por si só, aumentar em três ou quatro vezes a participação de seus investimentos em infraestrutura do PIB. Um saldo de investimento público dessa magnitude seria inviável por conta da já mencionada baixa capacidade de poupança do setor público e das restrições fiscais para elevação do gasto público, sem contar a dificuldade de elaboração, gerenciamento e execução de projetos.”

⁷³⁰ CARVALHO, André Castro. *Direito da infraestrutura: perspectiva pública*, p. 439: “Para se compreender o porquê da existência desses fatores, deve-se ter como premissa que as despesas com infraestrutura são, comumente, as mais atingidas em políticas de restrições orçamentárias. A despeito de elas poderem ter funções econômicas relevantes em políticas anticíclicas, é praxe no ordenamento e nas leis orçamentárias que, em períodos de austeridade financeira, sejam elas fatalmente reduzidas – ou desprogramadas. São despesas, portanto, que, em regra, não gozam de *garantias financeiras*.”

⁷³¹ MING, Celso. As PPP não decolaram. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/2011/03/05/as-ppps-nao-decolaram/>. Último acesso: 06 de novembro de 2014.

⁷³² Lei n. 11.079/04, art. 2º.

espaço fiscal existente⁷³³. Entretanto, em vez de recorrer o Estado diretamente ao financiador do projeto, o Estado o faz por meio de um parceiro privado, que passa a ser responsável pela entrega da infraestrutura e dos serviços e pelo pagamento do financiador com os recursos das contraprestações pagas pelo Estado.

Se isso é verdade, então qual o principal motivo que levaria o Estado a recorrer à contratação de um projeto por meio de PPP? A resposta a esta pergunta estaria na essência da parceria. A iniciativa privada, por suas próprias características organizacionais, estaria mais preparada para gerenciar alguns riscos de projetos de infraestrutura. Além disso, a maior agilidade administrativa de que goza a iniciativa privada, torna possível a existência de ganhos de eficiência na construção e na operação das utilidades públicas, o que se converteria num menor custo de oferta daquele bem à sociedade.

Assim, a realização de investimentos por meio de PPPs apenas se justificaria nos casos em que os ganhos de eficiência trazidos pela gestão do projeto pelo setor privado fossem superiores à economia que ocorreria ao se recorrer ao financiamento pelo próprio governo⁷³⁴. Isso, pois, em casos normais, o governo tem acesso a fontes de financiamento mais baratas que o parceiro privado⁷³⁵, o que torna a realização do investimento

⁷³³ BUDINA, Nina; BRIXI, Hana Polackova; IRWIN, Timothy. *Public-private partnerships in the new the new EU member states: managing fiscal risks. World Bank: working paper n. 114.*, p. 2: “Creating fiscal space is critical when additional fiscal spending would likely boost medium-term growth and also pay for itself in terms of future fiscal revenue. There are different ways to create fiscal space: through revenue mobilization; optimization of the composition of budgetary expenditure (for example, by cutting low priority public expenditure); measures to limit contingent liabilities and quasi-fiscal operations of other public entities; additional borrowing or money creation; and, finally, structural reforms to promote growth.”

⁷³⁴ Tais ganhos de eficiência podem ter origem em práticas administrativas mais modernas; em menor custo de contratação e manutenção de pessoal; em menor dificuldade na seleção de parceiros comerciais e fornecedores em geral; entre outras.

⁷³⁵ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private partnerships*, p. 12: “This result may appear to rest somewhat uneasily with the fact that private sector borrowing generally costs more than government borrowing. However, this mainly reflects differences in default risk. The government’s power to tax reduces the likelihood that it will default on its debt, and the private sector is therefore prepared to lend to the government at close to the risk-free interest rate to finance risky projects. This being the case, when PPPs result in private borrowing being substituted for government borrowing, financing costs will in most cases rise even if project risk is lower in the private sector. Then the key issue is whether PPPs result in efficiency gains that more than offset higher private sector borrowing costs.” O impacto disso sobre o custo de capital e a decisão pelo financiamento público ou privado, contudo, pode ser relativizado, como se verifica em BUDINA, Nina; BRIXI, Hana Polackova; IRWIN, Timothy. *Op. cit.*, p. 11: “PPP’s are sometimes thought to have a higher cost of capital than publicly financed projects, which—with all other things being equal—would make them more expensive. The public party can usually borrow at a lower rate than the private partner, and it is sometimes thought that these extra interest payments should be weighed against any possible fiscal benefits. Borrowing costs do not give a complete picture of the cost of capital, however. The cost of capital invested in a project, whether the capital is public or private, is best thought of as its opportunity cost—the returns that could be earned by investing the capital in the best alternative project. Because projects differ in their risks, sophisticated assessments of the cost of capital adjust for differences in risk (using theories such as the capital-asset pricing model). The implicit approach taken here is to assume that the opportunity costs are the same for the public and private sectors, and that the risk-adjusted cost of capital is unaffected by the choice between a PPP and publicly financed investment (Brealey, Cooper, and Habib 1997; Klein 1997).”

pelo parceiro privado, de início, menos econômica que a realização pelo próprio Poder Público.

Em virtude das regras aplicáveis no Brasil, a licitação para a contratação de obras e de serviços pela Administração Pública somente poderá ocorrer em caso de previsão de recursos orçamentários para o pagamento dos serviços executados dentro do exercício financeiro e de previsão do produto da obra entre as metas do Plano Plurianual⁷³⁶. No caso de PPPs, as exigências de previsão de recursos orçamentários e de contemplação do projeto pelo PPA estão igualmente presentes⁷³⁷.

Ocorre, porém, que, sendo as PPPs contratos de longo prazo⁷³⁸, os desembolsos financeiros e o comprometimento orçamentário por parte do parceiro público normalmente não ocorrem no momento imediato da contratação e, em muitos casos, nem mesmo nos primeiros anos após a contratação⁷³⁹. Isto se deve, em parte, à proibição de que haja contraprestação da Administração Pública antes da disponibilização do serviço objeto do contrato de parceria⁷⁴⁰.

Desmistificando, o risco fiscal existente é o de que o descasamento entre a assinatura dos contratos de PPP, a realização das obras, e os respectivos pagamentos, possa provocar nos agentes públicos uma tendência à irresponsabilidade fiscal na assinatura desses contratos que, no longo prazo, poderiam ser considerados insustentáveis⁷⁴¹. Isto pois, a depender das características específicas do contrato, a assinatura de uma PPP pode se assemelhar a um aumento no endividamento do Estado. Esse aumento não implica necessariamente dizer que a situação líquida do Estado ou da sociedade tenha piorado, visto que os benefícios sociais da infraestrutura produzida podem superar os custos envolvidos. Ainda assim, é necessário assegurar que a posição patrimonial do Estado esteja adequadamente retratada pelos relatórios fiscais, permitindo avaliar e monitorar de forma eficaz eventuais contingências passivas⁷⁴².

⁷³⁶ Lei n. 8.666/93, art. 7º, III e IV.

⁷³⁷ Lei n. 11.079, art. 10, III e V.

⁷³⁸ No mínimo cinco e no máximo trinta e cinco anos de duração, conforme prevê o art. 5º da Lei n. 11.079/04.

⁷³⁹ BUDINA, Nina; BRIXI, Hana Polackova; IRWIN, Timothy. *Op. cit.*, p. 5: “A government that uses public financial resources to build infrastructure needs to make large upfront payments for construction. Unless the government increases taxes, its reported deficit and debt immediately increase. A government that uses a PPP, on the other hand, usually need not pay anything upfront. Construction bills are paid by the private partner, and the government’s reported deficit and debt do not immediately increase. Therefore, PPPs can be attractive to governments under pressure to reduce their deficits and debt.”

⁷⁴⁰ Lei n. 11.079/04, art. 7º. Ressalve-se, porém, a possibilidade aporte público durante a fase de investimentos (art. 6º, § 2º) e a possibilidade de contrapartida de parcela fruível do serviço (art. 7º, § 1º).

⁷⁴¹ BUDINA, Nina; BRIXI, Hana Polackova; IRWIN, Timothy. *Op. cit.*, p. vii: “Governments might pay nothing now, but face the risk of paying later, perhaps when they can least afford it. The danger of PPPs is that governments’ desire to avoid reporting immediate liabilities may blind them to the future fiscal costs and risks. That not only increases fiscal vulnerability, but may also lead to poorly designed projects with a higher cost than necessary or the use of PPPs when either public finance or purely private finance would be better.”

⁷⁴² BUDINA, Nina; BRIXI, Hana Polackova; IRWIN, Timothy. *Op. cit.*, p. 6: “While the government’s obligations to make these payments may not entail an accounting liability, they do entail an economic

Esse ponto traz à tona a questão a respeito da adequada forma de contabilização dos contratos de PPP, de maneira a assegurar a transparência das informações patrimoniais do Estado, bem como de suas contingências. A transparência dessas informações é a única maneira de se assegurar a responsabilidade intertemporal dos agentes públicos na contratação de parcerias com a iniciativa privada na forma da Lei n. 11.079/2004, evitando situações de insolvência do Poder Público. Contudo, ainda não há suficiente clareza no Brasil, a respeito das regras aplicáveis às PPPs para fins de atendimento às restrições de endividamento contidas na Lei Complementar n. 101/2000⁷⁴³.

A depender das características do contrato de PPP, a essência econômica da transação pode ser a de um endividamento de longo prazo, visando a aquisição de um ativo, ao qual a dívida se vincula. Neste caso específico, a operação se assemelharia a um arrendamento mercantil financeiro, com algumas especificidades. Em regra, é mister analisar o grau de segurança que se tem a respeito dos valores a serem despendidos a título de contraprestação por parte do Poder Público, para se concluir se se trata ou não de uma operação assemelhada a uma operação de crédito. Em caso positivo, o espírito da LRF exigiria a inclusão dessa operação nos limites de endividamento aplicáveis ao ente público⁷⁴⁴.

A experiência de Portugal com PPPs é valiosa na compreensão da importância da adequada avaliação das contingências decorrentes de PPP e de seu impacto sobre o nível de endividamento público.

A década de 1990 foi bastante produtiva para Portugal no sentido de geração de infraestrutura, por meio de parcerias com a iniciativa privada. O principal motivador de tais contra-

liability. When the government is the sole purchaser of the output of the private partner, the government usually needs to commit itself to payments that equal, in present values, the cost of the investment. Subject to some qualifications set out in the next chapter, the economic liability may be the same as the debt the government would have incurred had it used public finance. Lower public debt associated with these PPPs is in large part an artifact of governments' standards for financial reporting." No mesmo sentido, IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private...*, pp. 4-5: "After a modest start, a wave of PPPs is now beginning to sweep the world. Yet it is doing so against a background where, as in the early days of privatization, the driving force behind PPPs may be not only a quest to increase economic and social efficiency, but also the ability to bypass expenditure controls, and to move public investment off budget and debt off the government balance sheet, by exploiting loopholes in current fiscal accounting and reporting conventions."

⁷⁴³ OLIVEIRA, Gesner; MARCATO, Fernando S.; SCAZUFCA, Pedro. *Op. cit.*, p. 38: "Além disso, não há clareza de como as PPPs devem ser classificadas para fins de endividamento público e aplicação da Lei de Responsabilidade Fiscal. Uma solução estrutural e definitiva permitiria que estados e municípios pudessem desenvolver seus programas de PPPs de forma sustentada e com estabilidade de regras."

⁷⁴⁴ OLIVEIRA, Gesner; MARCATO, Fernando S.; SCAZUFCA, Pedro. *Op. cit.*, pp. 38-9: "Há entendimento divergente no sentido de afirmar que Lei de Responsabilidade Fiscal e a própria Constituição Federal não imporiam limites a contratações de PPPs. Nessa hipótese, a única limitação para a contratação de PPPs por estados e municípios seria a impossibilidade de acessar recursos federais, caso o limite de 5% da receita corrente líquida fosse ultrapassado.

Essa interpretação, porém, parece ferir o espírito da Lei de Responsabilidade Fiscal e da própria Constituição, pois permitiria a estados e municípios elevar seu endividamento com PPPs sem nenhuma limitação. Do ponto de vista econômico, por sua vez, pretende-se estimular a formação de parcerias sem, contudo, comprometer o equilíbrio das contas públicas, outro elemento fundamental para assegurar a elevação da taxa de investimento."

tos, contudo, não foi a maior eficiência econômica que a escolha do modelo de PPPs traria ao Poder Público, mas a possibilidade de desviar das restrições orçamentárias impostas pelo Tratado de Maastricht (1992)⁷⁴⁵, relativas ao nível máximo de déficit e dívida por país membro.

Esse desvio na utilização das PPPs em Portugal foi um dos motivos apontados pela literatura como responsáveis pelo fracasso da estratégia de parcerias neste país e pela insustentabilidade do seu endividamento no início da década de 2010⁷⁴⁶. Segundo relatório do Banco Europeu de Investimentos, o investimento total em PPPs em Portugal ocupava nas décadas 1990-2009 o terceiro lugar em toda a Europa, atrás apenas do Reino Unido e da Espanha⁷⁴⁷. Além disso, em relação ao PIB do país, os investimentos realizados por meio de PPPs em Portugal superaram os investimentos realizados por todos os outros países europeus pesquisados no estudo, apresentando relevantes impactos macroeconômicos⁷⁴⁸.

⁷⁴⁵ Tratado de Maastricht, Art. 104-c: “Article 104c. 1. Member States shall avoid excessive government deficits. 2. The Commission shall monitor the development of the budgetary situation and of the stock of government debt in the Member States with a view to identifying gross errors. In particular it shall examine compliance with budgetary discipline on the basis of the following two criteria: (a) whether the ratio of the planned or actual government deficit to gross domestic product exceeds a reference value, unless – either the ratio has declined substantially and continuously and reached a level that comes close to the reference value; – or, alternatively, the excess over the reference value is only exceptional and temporary and the ratio remains close to the reference value; (b) whether the ratio of government debt to gross domestic product exceeds a reference value, unless the ratio is sufficiently diminishing and approaching the reference value at a satisfactory pace. The reference values are specified in the Protocol on the excessive deficit procedure annexed to this Treaty.”

⁷⁴⁶ REIS, Ricardo Ferreira; SARMENTO, Joaquim Miranda. A ascensão e queda das parcerias-público privadas em Portugal, pp. 146-7: “Em Portugal, as PPPs surgem em meados da década de 1990, apresentadas ao poder político como uma solução extremamente vantajosa, pois permitiriam a construção e a gestão de infraestruturas pelo setor privado sem qualquer impacto no déficit orçamentário. Por um lado, era a fórmula para recuperar o atraso nas infraestruturas em face dos outros países da União Europeia. Por outro, evitava os constrangimentos orçamentários decorrentes da convergência para a moeda única. Só mais tarde, durante a fase de operação, é que existiram encargos para o Estado. Sendo o modelo teórico das PPPs sustentável e considerando as experiências positivas ocorridas até então no Reino Unido, Austrália, Canadá e Nova Zelândia e o enquadramento português, quais os motivos que levam a experiência portuguesa a ser classificada como negativa hoje em dia, passados cerca de 20 anos? O nosso estudo aponta para um conjunto de fatores que serão desenvolvidos ao longo do trabalho. Entre eles, os quatro principais consistem (1) na tentação orçamentária de realizar infraestruturas sem impacto imediato no déficit. A isto se junta (2) a falta de preparo do setor público para contratos desta complexidade e (3) o elevado número de projetos em um curto espaço de tempo. Por fim, (4) incorreta alocação do risco (sobretudo do risco de demanda, *demand risk*) condicionou a eficiência destes projetos.”

⁷⁴⁷ KAPPELER, Andreas; NEMOZ, Mathieu. Public-private partnerships in Europe: before and during the recent financial crisis, p. 9: “The distribution in terms of project value over the past 20 years gives a similar picture. PPPs in the UK account for 53% of the total value of European PPPs (58% in Blanc-Brude et al. (2007)). PPP market share in Spain by value is even larger than by number of projects. Portugal is the third largest PPP market by value – and has become more important in recent years. This reflects mainly the completion of some large road projects such as the Douro Litoral Toll Road or the Transmontana Highway in recent years. France, Germany and Greece together represent about 15% of the value of PPPs in Europe (11% in Blanc-Brude et al. (2007)). The PPP market in Hungary remains the largest one among New Member States (NMS).”

⁷⁴⁸ KAPPELER, Andreas; NEMOZ, Mathieu. *Op. cit.*, pp. 16-7: “In all countries PPP investment flows represent less than one percent of GDP. Figure 6 suggests that PPPs are of macroeconomic significance

O resultado foi desastroso para Portugal, que diante da crise da dívida soberana que atingiu diversos países europeus, teve de reconhecer o impacto dos contratos de parceria sobre a sua situação geral de endividamento. Ao escolher a realização de investimentos por meio de PPPs como forma de ocultar o real impacto orçamentário das ações públicas, Portugal descobriu, de maneira trágica, que as parcerias não geram – como afirmado anteriormente – recursos novos, consistindo apenas em forma alternativa de financiamento de investimentos que, cedo ou tarde, serão pagos pelo Poder Público⁷⁴⁹.

A experiência de Portugal, portanto, reforça a necessidade de um monitoramento eficaz dos contratos de PPP, sob a perspectiva da sustentabilidade fiscal, não apenas do fluxo orçamentário, mas, principalmente, da sustentabilidade do endividamento público no longo prazo. Isto fica especialmente evidente se se considerar que reclassificações contábeis de contratos de PPP em Portugal foram responsáveis no início desta década por um aumento de mais de 10 pp. no endividamento total reportado pelo país⁷⁵⁰.

Ademais, a experiência portuguesa ressalta a necessidade da governança dos contratos de PPPs envolverem a participação, com poder de veto, das autoridades orçamentárias e financeiras dos órgãos estatais, de forma a assegurar que as considerações fiscais sejam devidamente incorporadas ao cálculo político-administrativo da vantajosidade da contratação.

No âmbito internacional, o Fundo Monetário Internacional (FMI), entre outras atividades, elabora relatórios de cenário econômico, estatísticas fiscais e relatórios de sustentabilidade da dívida dos países-membros, ao mesmo tempo em que oferta empréstimos emergenciais em caso de desajustes na balança de pagamentos de seus membros. Para desempenhar a sua atividade de monitoramento da situação fiscal dos diversos países-membros, o FMI depende da adoção de metodologia uniforme entre os países para a elaboração de estatísticas fiscais. É com essa finalidade que o FMI mantém atualizado Manual de Estatísticas Fiscais para Governos e Guia de Estatísticas de Dívida para o Setor Público⁷⁵¹. Nessa ordem de considerações, o FMI chama a atenção para a discussão a respeito do conceito de “governo geral” nas estatísticas fiscais.

only in Greece, Portugal, the UK and, to some extent, Spain and Ireland. Greece is in fact characterized by a small number of large PPP projects. The countries with the largest increase of PPPs relative to GDP over the past five years are Ireland, Spain, the UK and, in relative terms, France, Germany and Italy.”

⁷⁴⁹ REIS, Ricardo Ferreira; SARMENTO, Joaquim Miranda. *Op. cit.*, p. 153: “Em Portugal, usaram-se PPPs para que o investimento não fosse contabilizado no déficit. Assim, condicionou-se a decisão dos agentes públicos. Já não havia a possibilidade de escolha entre empreitada tradicional ou PPP. A obra tinha de ser realizada e em PPP por motivos orçamentários. O princípio básico em finanças de separar a decisão de investimento da decisão de financiamento (DAMODARAN, 2001) não foi aqui respeitado (SARMENTO, 2010). Adicionalmente, o Ministério das Finanças teve um controle incipiente da parte orçamentária, sobretudo nos encargos futuros, e a inexistência de uma regra fiscal impediu que se criasse um limite a esses encargos, não tendo o Tesouro a decisão final relativa aos grandes investimentos públicos.”

⁷⁵⁰ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis*, p. 28: “Reclassifications of SOEs and PPPs into the general government in Europe (e.g., Greece, Hungary, and Portugal) are recent examples of how off-budget entities may end up affecting public debt. In the case of Portugal, the reclassifications increased the reported debt level by 10 percentage points of GDP in 2010.”

⁷⁵¹ Os manuais podem ser encontrados nos endereços virtuais <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfs/manual/> e <http://www.tffs.org/PSDStoc.htm> respectivamente.

Essa discussão torna-se enormemente mais importante em países como Brasil, em que vigora grau relativamente elevado de desconcentração política e administrativa. Isto é, decisões de gasto, receitas e fontes de financiamento não estão concentradas em um único ente estatal (governo federal), mas distribuídos entre milhares de entes subnacionais (estados e municípios) e entre milhares de entidades que gozam de autonomia financeira, mas que são ligadas ao Estado, senão por uma garantia legal, por vezes, por uma garantia moral⁷⁵².

Nos países em que estejam disponíveis essas informações, o FMI recomenda que os dados de todos os entes subnacionais sejam consolidados para a apresentação das estatísticas do setor público consolidado. Além disso, o Fundo ressalta a importância que empresas estatais podem ter na sustentabilidade de longo prazo de um país, em função de eventuais subsídios ou garantias concedidas em favor dessas empresas pelo governo central⁷⁵³. O mesmo raciocínio se aplica a situação das garantias concedidas em projetos de PPP.

O FMI chama a atenção para a importância que uma análise cuidadosa das contingências passivas deve exercer no *framework* de análise da sustentabilidade do endividamento dos governos, chamando atenção especificamente para as parcerias público-privadas. No entendimento do Fundo, a história demonstra o fato de que pressões não orçamentárias, com frequência, representam fonte importante de influência sobre a sustentabilidade da dívida no longo prazo. Neste contexto, dados insuficientes e pouca transparência nas contratações e garantias por parte do Poder Público podem prejudicar a análise da real dimensão dos riscos à sustentabilidade fiscal de um governo⁷⁵⁴.

Por essa razão, o Fundo Monetário Internacional recomenda que as análises de sustentabilidade fiscal incluam análise sobre as contingências decorrentes de obrigações não decorrentes de *dívidas em sentido estrito*, grupo no qual se incluiriam as PPPs. Esta análise poderia ser efetivada de duas formas distintas dentro dos procedimentos padronizados pelo Fundo:

⁷⁵² O conceito de garantia moral, aqui, se utiliza sob a ótica de que o governo, por razões políticas ou sociais, não tem alternativa senão garantir alguns negócios quando ocorrem situações de estresse financeiro. Um exemplo disso é o setor financeiro, no qual, por mais que haja restrições à garantia de solvência pelo governo, não é provável que este permita a falência de diversas instituições financeiras ao mesmo tempo, por conta dos graves efeitos econômicos e sociais daí decorrentes.

⁷⁵³ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Modernizing...*, p. 28: “Recent episodes of significant debt increases arising from off-budget entities or ‘peripheral sectors’ point to the value of widening the coverage of the fiscal accounts even beyond the general government. To the extent possible, where data are readily available, wider aggregates should be reported, in particular covering public corporations that impose large fiscal risks to the government (including those belonging to sub-national governments). A wider and enhanced view of the SOE sector and its intertwined operations with the government would help improve the risk assessment of its overall impact on debt sustainability.”

⁷⁵⁴ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Modernizing...*, p. 15: “Strengthening the analysis of contingent liabilities is critical given the scope and magnitude of off-budget risk materialization. Both financial and non-financial sectors have historically benefited from government financial interventions, including financial support provided by the central bank.¹³ These interventions arose out of explicit and implicit guarantees to various public entities including sub-national governments and state-owned enterprises (SOEs) and banks, explicit or implicit guarantees embedded in public-private partnerships (PPPs), or support to private companies that were deemed too big to fail.”

(i) adição do valor presente de tais dívidas no estoque da dívida do governo analisado; ou, (ii) adição da estimativa de desembolsos anuais com as PPPs nas despesas projetadas, afetando o resultado primário necessário para estabilização da relação dívida/PIB⁷⁵⁵.

Essa recomendação surge em razão do próprio FMI já ter reconhecido uma tendência à utilização de PPPs como artifício para não apresentação dos efeitos dos investimentos no orçamento público e não afetação, no curto prazo, dos níveis de endividamento reportados pelos governos, conforme apresentado em trabalho publicado pelo Departamento de Assuntos Fiscais do Fundo no mesmo ano em que a Lei n. 11.079/04 foi aprovada no Brasil⁷⁵⁶.

No entendimento do FMI, duas características são centrais para diferenciar uma PPP de um contrato normal de obra ou de um contrato de prestação de serviço. A primeira refere-se ao fato de a PPP, ao lado do investimento, ressaltar a prestação de serviço pelo parceiro privado como ato contínuo à geração do ativo base. A segunda característica refere-se à transferência significativa de riscos que passarão a ser gerenciados e suportados pelo parceiro privado⁷⁵⁷. Na ausência dessas características, a operação perderia a sua natureza de PPP, assemelhando-se simplesmente a uma aquisição financiada de um ativo ou serviço pelo Poder Público⁷⁵⁸.

⁷⁵⁵ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Modernizing ... Op. cit.*, p. 20: “Obligations arising from PPPs and SOEs can be reflected in DSA in a number of ways that depend on the extent of available information, obligations on the government to purchase services from a private operator and to honor calls on guarantees. These obligations can influence debt sustainability in much the same way as if the government had incurred debt to finance public investment and provided services itself. Country teams could present information on the present value of liabilities under PPPs or other concession arrangements. There are two ways to take non-debt obligations into account when undertaking debt sustainability analysis. First, the net present value of future payments – such as under PPP contracts – could be added to public debt. Debt sustainability would then be judged by reference to public debt plus non-debt obligations. Second, an analytically equivalent approach is to count known and potential costs of non-debt obligations as primary spending.²⁷ More generally, the emphasis should be placed on conducting scenario analyses that correspond to alternative degrees of risk exposure to test debt projections liabilities.”

⁷⁵⁶ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ...*, p. 3: “... [i]t cannot be taken for granted that PPPs are more efficient than public investment and government supply of services. One particular concern is that PPPs can be used mainly to bypass spending controls, and to move public investment off budget and debt off the government balance sheet, while the government still bears most of the risk involved and faces potentially large fiscal costs.”

⁷⁵⁷ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Op. cit.*, p. 6: “But in addition to private execution and financing of public investment, PPPs have two other important characteristics: there is an emphasis on service provision, as well as investment, by the private sector; and significant risk is transferred from the government to the private sector.”

⁷⁵⁸ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Op. cit.*, p. 19: “The private operator is typically the legal owner of a PPP asset for the period of the operating contract. However, if the government bears the risks (and derives the rewards) that are normally associated with ownership, it is in effect the economic owner of the asset. When this is the case, PPP investment is largely indistinguishable from traditional public investment, except that the payment profile for the government is different. Instead of the government making an upfront payment to cover the cost of building an asset, the private sector bears this cost and the government covers the opportunity cost of capital as part of its service payment to the private sector. This is how PPPs can be used to record initially lower government borrowing and debt than with traditional public investment.”

A transferência do risco é de vital importância para a própria economicidade da parceria público-privada, na medida em que se espera que a adoção dessa modalidade de contratação possa trazer maior eficiência para o serviço. Os riscos podem, de maneira ampla, ser categorizados em riscos de construção, riscos financeiros, risco de performance (de disponibilidade), riscos de demanda e riscos de valor residual⁷⁵⁹.

A esperada eficiência da PPP, de maneira geral, será proporcionada nos casos em que o Poder Público conheça o serviço em detalhes a ponto de ser capaz de propor e monitorar indicadores de qualidade que sejam específicos, mensuráveis, atingíveis, relevantes e temporais⁷⁶⁰. A conexão da remuneração do parceiro privado com um conjunto de indicadores adequados é a melhor ferramenta, portanto, para garantir que os riscos alocados conforme o contrato sejam, de fato, suportados pelo agente correto, com a menor intervenção e sem necessidade de revisões e renegociações.

No já citado trabalho publicado no ano de 2004, o FMI apresenta o caso da contabilização de arrendamentos mercantis operacionais e financeiros como um paradigma importante para a forma de contabilização dos contratos de PPP. Explica o trabalho que a distinção refere-se a identificar se os riscos e benefícios decorrentes da titularidade do ativo recaem sobre o arrendador ou sobre o arrendatário. No caso de recaírem sobre o arrendador, seria o caso de um arrendamento mercantil operacional, o que garantiria apenas o registro das despesas como mera despesa de aluguel do bem. Por outro lado, no caso de os riscos e benefícios recaírem sobre o arrendatário, a essência econômica da operação seria a de um financiamento, motivo pelo qual o ativo deveria ser registrado no balanço do arrendatário, tendo como contrapartida o valor da dívida assumida na forma das contraprestações a serem pagas⁷⁶¹.

⁷⁵⁹ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Op. cit.*, p. 11: “PPPs involve a range of different risks. These can be usefully divided into five, somewhat overlapping, categories: construction risk, which is related to design problems, building cost overruns, and project delays; financial risk, which is related to variability in interest rates, exchange rates, and other factors affecting financing costs; performance risk, which is related to the availability of an asset, and the continuity and quality of service provision; demand risk, which is related to the ongoing need for services; and residual value risk, which is related to the future market price of an asset. These risks are present in public, private, and PPP projects. PPPs seek to transfer risk from the government to the private sector. While an inflow of private capital and a change in management responsibility alone can be beneficial, significant risk transfer is necessary to derive the full benefit from such changes. The impact of risk transfer on financing costs, and the pricing of risk to ensure efficient risk transfer, then have to be addressed.”

⁷⁶⁰ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Idem, ibidem*.

⁷⁶¹ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Op. cit.*, p. 19: “In general, ownership of an asset and operating it entail different risks. Where the PPP contract distinguishes between the rights and obligations of the private partner in its capacity as the owner, as distinct from the operator, of an asset, risk transfer can be assessed by reference to the former. Private sector accounting standards provide guidance on how to do this for leases. A standard lease contract is between the owner of an asset (the lessor) and the user of an asset (the lessee). With an operating lease, which is similar to a rental arrangement in that a payment is made by the lessee to use an asset, the lessor bears the risks related to ownership. With a financial lease, which is a form of borrowing by the lessee to obtain the asset, the lessee bears these risks. Whether a lease is an operating or a financial lease depends on the substance of the transaction rather than the form of the contract. Factors that should influence a decision in this

Defende o FMI que a contabilização das PPPs deveria atender aos mesmos critérios expostos acima para os casos de arrendamento mercantil, no sentido de se verificar, caso a caso, se a maior parte dos riscos e benefícios da concessão são alocados ao parceiro privado ou ao Poder Público.

Em uma PPP normal, cujos riscos tenham sido devidamente repartidos com o parceiro privado, não haverá motivos para entender que se trata de uma mera aquisição financiada de um bem, visto que os benefícios e riscos ligados ao ativo, durante toda a concessão, são suportados pelo parceiro privado. Neste caso, o ativo deverá ser contabilizado na *sociedade de propósito específico* (SPE) constituída para os fins da PPP, registrando o poder público as contrapartidas como despesas contratuais ordinárias.

Por outro lado, caso se verifique, pelo contrato de PPP, que o governo suporta a maior parte dos riscos e goza dos principais benefícios do ativo, então, deve-se reconhecer a natureza econômica da operação como uma operação de financiamento. Nesta hipótese, o bem deveria ser reconhecido como ativo no balanço do Poder Público, juntamente à dívida incorrida para a aquisição daquele ativo⁷⁶².

Para a avaliação concreta dos riscos, o trabalho do FMI remete às regras da *International Federation of Accountants (IFAC)*, consubstanciadas no *International Public Sector Accounting Standards (IPSAS) 13 Leases*, editado em dezembro de 2001. Entretanto, o próprio IFAC reconhece que, muitas vezes, a complexidade dos acordos realizados no âmbito público dificulta uma análise simplista a respeito da existência ou não de uma operação de financiamento. Neste contexto é que se destacam regras objetivas que fixam tetos de percentual de risco suportado pelo Poder Público como forma de claramente delinear os limites de uma ou outra forma de contabilização⁷⁶³. Essa foi a solução adotada pela União Europeia e também pelo Brasil, como será demonstrado adiante.

A conclusão é que o próprio Fundo reconhece que a análise da alocação dos riscos em contratos de PPP é uma tarefa complexa, cujos resultados podem ser afetados por diferentes detalhes do contrato ou mesmo fora dele⁷⁶⁴.

regard are discussed in a number of private sector accounting standards for leases, such as those issued by the IASB and the Financial Accounting Standards Board (FASB) in the United States.”

⁷⁶² IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Idem, ibidem*.

⁷⁶³ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private... Op. cit.*, p. 21: “However, IFAC acknowledges that the public sector may enter into a variety of arrangements for the provision of goods and services involving the use of dedicated assets where it is unclear whether a financial lease is involved. Some national standards include quantitative criteria to establish the existence of a financial lease. For instance, the state of Victoria in Australia focuses on three criteria to determine whether a Partnerships Victoria PPP contract should be classified as a financial lease: does the government finance 90 percent or more of asset costs; does the service contract cover 75 percent or more of the useful life of the asset; and does the contract include a ‘bargain basement provision’ whereby the government can purchase the asset at the end of the contract for substantially less than its residual value?”

⁷⁶⁴ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private... Op. cit.*, p. 22: “Assessing risk transfer is likely to remain a difficult exercise. Certainly, full disclosure of the terms of original and renegotiated PPP contracts, along with some simplification and standardization, is essential. However, the legal complexity of PPP contracts means that they will always be hard to interpret, and this will complicate assessments of risk transfer even when the focus is on a few key risks. Moreover, the PPP

A dificuldade na avaliação dos riscos gera ainda outra dificuldade prática. Ainda que se conclua que o ativo deve ser reconhecido como ativo público, assim como as contraprestações deverão ser apresentadas como dívida, resta a incerteza a respeito de qual o valor que será pago a título de contraprestação, visto que, mesmo que o governo absorva a maior parte do risco, o parceiro privado ainda assim pode se sujeitar a uma parcela de incerteza que fará variar a sua remuneração ao final do contrato. Neste caso, a provisão do valor das contraprestações – que seria recomendável para fins de análise de sustentabilidade fiscal – torna-se sujeita a um grau de incerteza muito elevado, obrigando o Poder Público a manter controle estatístico dos diferentes eventos, com suas respectivas probabilidades de ocorrência, de maneira a registrar na contabilidade o valor mais próximo da realidade⁷⁶⁵.

Além disso, deve-se reconhecer que, sob o princípio da competência, que rege o *framework* do FMI vigente para as estatísticas fiscais, não há fundamento para registro como obrigação no balanço patrimonial do valor presente dos futuros pagamentos do contrato, uma vez que, sob esse princípio, a obrigação apenas surge após a prestação do serviço. Assim, apenas após a entrega do serviço pelo parceiro privado o Poder Público poderia reconhecer a obrigação referente àquele contrato⁷⁶⁶.

A solução nestes casos será aquela que a prudência costuma recomendar: máxima transparência. Os governos devem, ainda que não o façam com a inclusão dos ativos no balanço patrimonial em conjunto com as dívidas, realizar *full disclosure* das operações de PPP realizadas, permitindo ao público interessado a leitura da íntegra dos contratos, o acesso aos valores pagos correntemente, das garantias concedidas, e de outras informações que possam ser de relevância para a análise da sustentabilidade fiscal das obrigações assumidas na forma de contratos de PPP.

Com relação à contabilização das PPP em que a maior parte do risco recaia sobre o Poder Público, o FMI admite três formas distintas de retratar a operação: (i) contabiliza-

contract may not tell the whole story, since it is only relevant to ex ante risk transfer. Political pressure for the government to bail out large projects (that are too big to fail), and providers of essential services, may mean that the government in fact bears more risk than the contract suggests.”

⁷⁶⁵ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Op. cit.*, p. 27: “However, there is an issue as to what her future contract payments should also be capitalized and counted as a liability. The argument for not doing so is that these payments are contingent on the satisfactory delivery of a service, and can anyway be changed over the life of an operating contract as service needs and demands, supply technology, etc., change. The counterargument is that taking on a contractual obligation does more than limit fiscal policy flexibility in the future. In particular, assessments of debt sustainability are affected in the same way as if the government had incurred debt to finance public investment and provide the service itself, in that larger primary surpluses or smaller primary deficits (exclusive of the PPP payments) have to be generated to ensure a desired debt path. This being the case, the net present value of future contract payments under PPPs less any contractual receipts from the private sector (e.g., concession fees), both discounted using a risk-free interest rate, should be added to government debt when assessing debt sustainability.”

⁷⁶⁶ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Op. cit.*, p. 27, n. 42: “It should be noted that there is no basis to record the present value of future contract payments as a liability under GFSM 2001 given that a commitment to pay for a service cannot be accrued until the service is delivered. Rather, an *ad hoc* adjustment has to be made to the nominal debt measure reported as a memorandum item to the balance sheet.”

ção semelhante a um *leasing financeiro*; (ii) contabilização de uma operação de *lease and lease-back*, envolvendo um *leasing financeiro* e um *leasing operacional*; (iii) contabilização de baixa do investimento e da dívida.

Para que a compreensão das três metodologias seja possível, é necessário conhecimento das regras de elaboração de estatísticas do setor público editadas pelo FMI, ou seja, é necessário conhecimento do GFSM, sobre o qual não nos aprofundaremos por não ser o objetivo do presente trabalho. É necessário também ter em mente que a metodologia do FMI tem por objetivo permitir avaliar o impacto que as ações do governo têm sobre a demanda agregada, em termos macroeconômicos.

Sob o primeiro método admitido (*leasing financeiro*), o governo deveria reconhecer o ativo de infraestrutura no seu ativo ao mesmo tempo em que reconheceria uma dívida de igual valor no seu passivo. Ao longo dos exercícios, os pagamentos dessa dívida financeira ocorreriam por meio de registros de despesas de juros e despesas de amortização. Ao mesmo tempo, deveria ser reconhecida a depreciação do ativo no balanço. Neste método, apenas haveria registros no Demonstrativo de Operações do Governo (*Statement of Government Operations*) e no Balanço Patrimonial (*Government Balance Sheet*).

Esta alternativa, contudo, não é totalmente adequada, pois não explica a utilização do ativo pelo parceiro privado ao longo da vigência do contrato de PPP. Deve-se ainda lembrar que, ainda que o ativo permaneça registrado no balanço patrimonial do parceiro privado, para fins de consolidação das contas nacionais, será necessário excluir esse ativo do balanço consolidado do setor privado, sob pena de dupla contagem do estoque de investimentos da economia⁷⁶⁷.

A alternativa seguinte consiste em considerar existente uma operação de *leasing financeiro* do parceiro privado para o ente público, o que explicaria a contabilização do ativo no balanço do governo, seguido de uma operação de *leasing operacional* do governo para o parceiro privado. Nessa hipótese, os pagamentos do governo como contraprestação do ativo seriam considerados despesas de juros e de amortização, mas o pagamento seria realizado contra a obtenção de uma receita pública patrimonial de arrendamento mercantil operacional. Assim, a redução nas disponibilidades financeiras do ente estatal apenas serviriam ao pagamento da parte de serviços da PPP, visto que a dívida referente ao arrendamento mercantil financeiro seria paga contabilmente com receitas auferidas no arrendamento mercantil operacional.

Finalmente, a abordagem de contabilização de baixa do investimento e da dívida consiste na simples baixa contábil da depreciação do ativo e da dívida, no seu valor total, lançando-se eventual diferença no Demonstrativo de Outros Fluxos Econômicos (*Statement of Other Economic Flows*), que, por sua vez, registra alterações no resultado líquido do patrimônio do governo causadas por variações em preços e volumes não captadas no

⁷⁶⁷ IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Public-private ... Op. cit.*, p. 41, n. 68: “A further problem is that, from the standpoint of the national accounts, the transfer of the asset to the government balance sheet has to be matched by its removal from the private sector balance (even though it remains on the private operator’s own balance sheet), otherwise it would lead to double counting of PPP investment in the national accounts.”

Demonstrativo de Operações do Governo. Essa é a alternativa mais simples, no sentido de que apresenta o menor número de lançamentos contábeis.

No âmbito da União Europeia, por outro lado, todos os países-membros devem preparar as suas estatísticas nacionais em conformidade com uma série de regras padronizadas desenvolvidas pelo órgão central de estatísticas da Comissão Europeia (*Eurostat*). Esse conjunto de regras é chamado de *European System of Integrated Economic Accounts (ESA)* e atualmente está em vigência o ESA 2010⁷⁶⁸.

O ESA anteriormente em vigor era o ESA 95 e, no princípio, não trazia nenhuma regra específica para a contabilização de PPP. No mesmo ano em que entrou em vigor a Lei das PPP no Brasil (Lei n. 11.079/04), a Comissão Europeia, por meio do seu órgão central de estatísticas *Eurostat*, editou regramento para a contabilização de PPP, considerando os riscos suportados pelo parceiro público como elementos centrais na determinação da natureza de dívida ou não de tais contratos⁷⁶⁹. Tais regras estão incorporadas na edição vigente do Manual de Déficit e Dívida (MGDD – 2016), que implementa o ESA 2010, assim como a versão anterior do MGDD de 2014.

A questão principal envolvida diz respeito a se os ativos gerados pela ação do parceiro privado na PPP devem ser considerados como ativos pertencentes ao patrimônio público ou se devem ser contabilizados como pertencentes à sociedade privada contratada para execução da PPP. Essa questão tem reflexos imediatos sobre a posição de endividamento do governo, na medida em que a contrapartida da formação desse ativo no patrimônio público consiste na geração de um passivo a favor do parceiro privado.

Para essa classificação, o elemento essencial é o risco. Conforme o MGDD, as PPPs devem ser mantidas fora do balanço patrimonial do governo se a maior parte dos riscos de construção, de disponibilidade e de demanda são suportados pelo parceiro privado. Tais riscos referem-se fundamentalmente aos riscos ligados aos custos da construção e eventuais atrasos na entrega da obra; aos riscos ligados à oferta dos serviços em conformidade com critérios de qualidade e quantidade definidos em contrato; e aos riscos de a demanda pelo serviço ofertado não atender às estimativas inicialmente apresentadas⁷⁷⁰.

⁷⁶⁸ Em vigor desde 1º de setembro de 2014.

⁷⁶⁹ *Decison n. 18/2004*. Ver também EPEC. *Risk distribution and balance sheet treatment: practical guide*, p. 6. “ESA95 is a system for producing economic statistics and does not contain explicit rules for PPPs. ESA95 seeks to record the economic reality of transactions rather than their legal form. This can involve looking through complex financial operations to understand who bears the financial risks and who benefits from the rewards, irrespective of how the contracts have been legally constructed. In practice, it has been necessary for Eurostat to supplement the general rules of ESA95 with additional guidance relating for PPPs. A New decision of Eurostat on deficit and debt – Treatment of public-private partnerships 10 was published on 11 February 2004 and concerns the statistical treatment of long-term partnership contracts between government and non-government units. It specifies the treatment of PPPs and its recording in government deficits and debt. This decision led to more descriptive guidance, also issued by Eurostat in 2004 – Long term contracts between government units and non-government partners (Public-private partnerships) (the “old manual” 11) – and expanded in 2010 by the revised Manual on Government Deficit and Debt – Implementation of ESA95 (referred to below as “MGDD” 12).”

⁷⁷⁰ EUROSTAT. *Manual on government deficit and debt*, p. 308: “As a result of the methodological approach followed, in national accounts the assets involved in a PPP can be considered non-government assets

Em termos práticos, o Manual define que os ativos deverão ser contabilizados pelo parceiro privado caso este suporte o risco de construção e, pelo menos, um dentre os riscos de disponibilidade e de demanda. Para verificação da alocação de tais riscos, porém, não é suficiente analisar a matriz de risco, sendo necessário igualmente atentar para a existência ou não de cláusulas de garantia que possam acabar por alterar o custo financeiro da realização de um eventual risco, alocando-o, na prática, ao governo⁷⁷¹. Além disso, a propriedade do bem ao final da concessão é considerada como um critério adicional, nos casos em que o critério de alocação do risco seja inconclusivo.

Ainda que representem um avanço em termos de classificação objetiva da forma de contabilização das PPPs, a proposta adotada pela *Eurostat* apresenta dois problemas essenciais. Em primeiro lugar, os limites objetivos da transferência de risco não são definidos. Por exemplo, se a remuneração do parceiro privado variar de modo a receber a recomposição de 30% da majoração dos custos de construção, isto significará que o risco de construção está alocado com o parceiro privado ou público? Em segundo lugar, pela proposta adotada, uma PPP não será contabilizada no balanço patrimonial do ente público se os riscos de construção e disponibilidade pertencerem ao parceiro privado, ainda que os serviços se dirijam unicamente ao Poder Público⁷⁷².

Apesar dos problemas apresentados, a proposta busca privilegiar a essência econômica da operação sobre a forma legal do contrato e dos títulos de propriedade, o que é um princípio fundamental da contabilidade aplicável tanto ao setor privado quanto ao setor público. Por esta razão, o critério da alocação dos riscos é também utilizado no Brasil, como será apresentado adiante.

No caso brasileiro, ao lado dos limites de endividamento já tratados em tópico anterior, há limite específico para o caso de PPPs, no artigo 28 da Lei n. 11.079/2004. Muito

only if there is strong evidence that the partner is bearing most of the risks attached to the asset (directly and linked to its use) of the specific partnership. Therefore the analysis of the allocation of risk between government and the private partner is the core issue. Here, the notion of risk refers to the impact (on revenue or profit) of evident actions by one party (related to construction, maintenance operations, provision of service for which it has been given clear responsibility) and/or the result of the behavior of other economic agents for which the activity is carried out (such as a shift in the demand for the service, by a government unit or by end-user). Bearing the risk implies to be entitled to take actions in order to prevent them or mitigate their impact.”

⁷⁷¹ EUROSTAT, *Op. cit.*, p. 309: “If these conditions are met, it is also important to consider other mechanisms in place (such as a guarantee or grantor financing) in order to check whether there could be an allocation of these risks to government, in which case the treatment of the contract is similar to the treatment of an operating lease in national accounts; it would be classified as the purchase of services by government.”

⁷⁷² BUDINA, Nina; BRIXI, Hana Polackova; IRWIN, Timothy. *Op. cit.*, p. 15: “According to a 2004 ruling by Eurostat, for example, a PPP remains off a government’s balance sheet if the private partner bears construction and availability risks (that is, risks related to construction costs and delays and whether the private partner has constructed, operated, and maintained the asset to ensure that it can provide the required service) (Eurostat 2004). However, in a PPP that meets the two criteria from the above referenced Eurostat ruling, but where the government is the sole purchaser of the output, the governments would accumulate debt-like liabilities without affecting its fiscal deficit and debt figures (at best, mentioning the liabilities only in a note to financial statements).”

se critica na doutrina a respeito da imposição de tais limites, por meio de lei ordinária, quando a matéria (finanças públicas no âmbito da federação) deveria ser tratada em lei complementar⁷⁷³. Além disso, questiona-se a respeito de se tal limite, por ser específico, suplementaria o limite geral para operações de crédito, ou se se aplicaria em conjunto com os limites das Resoluções SF n. 40/01 e n. 43/01⁷⁷⁴. A resposta a essa pergunta passa pelo reconhecimento da natureza do contrato de PPP, ora como dívida, ora como mera contraprestação por serviço, a depender de características específicas do contrato, que serão abordadas em detalhes à frente⁷⁷⁵.

Segundo a Lei n. 8.666/93, o prazo de duração de contratos administrativos é, em regra, equivalente ao prazo de vigência do crédito orçamentário que dá base à contratação, ou seja, no máximo um ano. Uma das exceções a essa regra consiste na contratação de projetos cujos produtos estejam contemplados nas metas estabelecidas no Plano Plurianual, os quais poderão ser prorrogados se houver interesse da Administração e desde que isso tenha sido previsto no ato convocatório. Também a Lei n. 8.987/95 (Lei de Concessões e Permissões de Serviços Públicos) prevê a existência de contratos por prazos mais longos, de maneira a conferir estabilidade à relação jurídica, permitindo a amortização de investimentos em maior tempo.

De maneira geral, tais contratos não são considerados como dívida, embora imponham uma obrigação financeira de pagamento à Administração Pública, por prazos, por vezes, superiores a doze meses. Isso ocorre, pois, nestes contratos, a obrigação financeira do Poder Público, quando há⁷⁷⁶, surge apenas em decorrência da prestação de um serviço

⁷⁷³ Ver, por exemplo, CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 458: “É interessante salientar que o artigo 28 da Lei de PPPs não possui aceitação pacífica na doutrina brasileira. Entende-se que houve um desvio de finalidade na edição do dispositivo, tendo em consideração que somente em leis complementares federais é que poderia haver disciplina a respeito de finanças públicas. A Lei das PPPs, por sua vez, é lei ordinária federal e não lhe caberia fixar limites de despesas para os demais entes da federação. Essa é a advertência, por exemplo, de Fernando Dias Menezes de Almeida e Maria Sylvia Zanella Di Pietro.”

⁷⁷⁴ OLIVEIRA, Gesner; MARCATO, Fernando S.; SCAZUFCA, Pedro. *Op. cit.*, pp. 38-9: “Há entendimento divergente no sentido de afirmar que Lei de Responsabilidade Fiscal e a própria Constituição Federal não imporiam limites a contratações de PPPs. Nessa hipótese, a única limitação para a contratação de PPPs por estados e municípios seria a impossibilidade de acessar recursos federais, caso o limite de 5% da receita corrente líquida fosse ultrapassado.

Essa interpretação, porém, parece ferir o espírito da Lei de Responsabilidade Fiscal e da própria Constituição, pois permitiria a estados e municípios elevar seu endividamento com PPPs sem nenhuma limitação. Do ponto de vista econômico, por sua vez, pretende-se estimular a formação de parcerias sem, contudo, comprometer o equilíbrio das contas públicas, outro elemento fundamental para assegurar a elevação da taxa de investimento.”

⁷⁷⁵ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 460: “[A] STN, por meio da Portaria n. 437/2012, estabeleceu que a despesa nas concessões patrocinadas deve ser considerada como despesa corrente de subvenção econômica, enquanto que, nas concessões administrativas, despesa corrente de prestação de serviços. No entanto, no caso de assunção de risco relevante, nos termos já destacados algures, é considerada como assunção de dívida proporcional aos riscos assumidos.

⁷⁷⁶ Lembrando que em contratos de concessão puros, não há contraprestação por parte do Poder Público, auferindo o concessionário a sua remuneração apenas por meio da cobrança de tarifas, junto aos usuários do serviço.

e no momento em que este é prestado. Em outras palavras, se o serviço não for prestado, não há obrigação financeira. Não há assunção de risco pelo ente público contratante. Essa condicionalidade é essencial para explicar a diferença com relação a contratos de venda a prazo ou contratos de arrendamento mercantil financeiro, por exemplo, os quais podem ser considerados como formas de operação de crédito.

Os contratos de PPP, como adiantado, podem, por suas características particulares, alocar maior ou menor risco no parceiro privado ou no parceiro público. Quando a maior parte do risco está alocada no parceiro privado, a situação se aproxima de um contrato comum, no qual o pagamento se dá como contraprestação de um serviço prestado, sendo a entrega desse serviço uma condição para a existência da obrigação jurídica de pagamento.

Entretanto, quando a maior parte do risco é alocada ao parceiro público, isto implica dizer que a remuneração do parceiro privado (ou reflexamente a obrigação financeira do parceiro público) é relativamente fixa e independente da entrega do serviço. Nestes casos, a PPP, em sua natureza econômica, apresenta-se como uma operação de crédito, por meio da qual o que se almeja verdadeiramente é a constituição e obtenção da propriedade de um ativo de infraestrutura⁷⁷⁷.

Os critérios pelos quais objetivamente, no Brasil, deve-se reconhecer um caso ou outro, isto é, deve-se reconhecer o contrato de PPP, como uma operação de crédito da qual se origina uma dívida ou uma operação normal de aquisição de um serviço, serão apresentados a seguir. Entretanto, sabendo que haverá casos em que as PPPs são veículo de endividamento, mister concluir que, nestes casos, deverá haver o respeito não apenas ao limite imposto no artigo 28 da Lei n. 11.079/2004, mas igualmente aos limites de endividamento relacionados nas Resoluções n. 40 e 43, de 2001, do Senado Federal.

Com relação aos aspectos contábeis, o artigo 67 da LRF prevê a criação de Conselho de Gestão Fiscal (CGF), constituído por representantes de todos os Poderes e esferas de Governo, do Ministério Público e de entidades técnicas representativas da sociedade, com atribuições de: (i) harmonização e coordenação entre os entes da Federação; (ii) disseminação de práticas que resultem em maior eficiência na alocação e execução do gasto público, na arrecadação de receitas, no controle do endividamento e na transparência da gestão fiscal; (iii) adoção de normas de consolidação das contas públicas, padronização das prestações de contas e dos relatórios e demonstrativos de gestão fiscal de que trata esta Lei Complementar, normas e padrões mais simples para os pequenos Municípios, bem como outros, necessários ao controle social; (iv) divulgação de análises, estudos e diagnósticos.

Passadas quase décadas da entrada em vigor da referida lei, o CGF ainda não foi regulamentado e instituído. Por esta razão, aplica-se a regra transitória do artigo 50, § 2º, que prevê que a edição de normas gerais para a consolidação das contas públicas caberá ao órgão central de contabilidade da União, enquanto não implantado o Conselho.

⁷⁷⁷ CARVALHO, André Castro. *Idem, ibidem*: “Pelo teor do artigo 3º, § 1º, II, da Resolução n. 43/2001, é equiparada às operações de crédito a assunção de obrigação, sem autorização orçamentária, com fornecedores para pagamento *a posteriori* de bens e serviços. Como as PPPs envolvem a assunção de obrigações pelo Estado com particulares por períodos superiores a um exercício financeiro – e, inclusive, superior ao prazo quadrienal do PPA –, elas se enquadram como operações de crédito por equiparação quando houver assunção de risco relevante e que impactos na sua situação fiscal.

A Lei n. 10.180/01, que organiza e disciplina os sistemas de planejamento e de orçamento federal, de administração financeira federal, de contabilidade federal e de controle interno do Poder Executivo federal, estabelece em seu artigo 17 que integra o Sistema de Contabilidade Federal a Secretaria do Tesouro Nacional, como seu órgão central. Isso implica dizer que, até a criação do Conselho de Gestão Fiscal previsto no artigo 67 da LRF, caberá à Secretaria do Tesouro Nacional (STN) a edição de normas gerais para a consolidação das contas públicas.

A primeira questão que surge neste ponto consiste em estabelecer o tamanho das atribuições delegadas à STN pela LRF até a criação do CGF. Na literalidade do artigo 50, § 2º, o que se verifica é uma delegação para a edição apenas de normas gerais para a consolidação das contas públicas. Ou seja, nem todas as competências do Conselho em matéria contábil podem ser exercidas pela STN, visto que além da consolidação das contas públicas é também competência do Conselho de Gestão Fiscal em matéria contábil a padronização das prestações de contas e dos relatórios e demonstrativos de gestão fiscal de que trata a LRF, estabelecendo normas e padrões mais simples para os pequenos municípios, bem como outros, necessários ao controle social.

Na prática, porém, não é isso que se tem observado no exercício da competência delegada à STN. Em verdade, o que se verifica é que a Secretaria do Tesouro Nacional vem extrapolando a sua competência delegada pela LRF, exercendo plenamente as competências que seriam do Conselho de Gestão Fiscal, em especial as competências de padronização das prestações de contas e das regras de contabilidade aplicáveis a todo o setor público no Brasil.

Em que pesem tais considerações introdutórias a respeito da competência para o estabelecimento de regras cogentes aplicáveis a todos os entes federados, as regras editadas pela STN servem de importante referência para a contabilidade pública em estados e municípios, que, em geral, esforçam-se por atender às determinações do órgão central de contabilidade da União.

Neste contexto, torna-se de grande importância conhecer as regras fixadas pela STN para registro de contratos de parceria público-privada na contabilidade pública. Tais regras foram apresentadas na Portaria STN n. 614, de 21 de agosto de 2006, e levam em consideração opções e recomendações apresentadas no âmbito internacional, conforme detalhadas no início do presente item.

É importante inicialmente notar que o parágrafo único do artigo 1º da referida Portaria estabelece o âmbito de aplicação das suas regras, deixando claro que são aplicáveis aos órgãos da Administração Pública direta, aos fundos especiais, às autarquias, às fundações públicas, às empresas públicas, às sociedades de economia mista e às demais entidades controladas direta ou indiretamente pela União, estados, distrito federal e municípios, com vistas a assegurar a homogeneidade de tratamento contábil necessária à consolidação das contas do setor público.

No artigo 3º, a Portaria n. 614 fixa a determinação de que “os direitos futuros reconhecidos pelo ente público, decorrentes de pagamentos preestabelecidos em contrato, e não relacionados à efetiva prestação do serviço, deverão ser registrados como ativo patri-

monial a partir da sua efetiva constituição ou ampliação, no caso de cessão de uso pelo parceiro público.”

O primeiro ponto a se atentar refere-se ao fato de que se trata de reconhecer direitos futuros sobre um ativo, ou seja, a presente regra apenas se aplica aos ativos reversíveis ao final da concessão. Em seguida, verifica-se que o artigo menciona direitos decorrentes de pagamentos “não relacionados à efetiva prestação do serviço”. Em outras palavras, o artigo refere-se à parcela da contraprestação do parceiro privado que visa a remunerar a construção e a manutenção do ativo de infraestrutura e não a prestação do serviço, que não deve constituir ativo patrimonial. Finalmente, o artigo 3º limita a sua aplicação aos casos em que haja cessão de uso do bem pelo parceiro público, lembrando que o foco da análise deve ser sobre a essência econômica da operação e não sobre a formalidade jurídica da operação, em atendimento ao princípio da essência sobre a forma, insculpido no artigo 2º da Portaria.

A exemplo da regra fixada pelo *Eurostat* apresentada anteriormente, a STN fixou critério baseado no risco suportado pelo Poder Público como forma de determinar o registro do ativo no patrimônio do ente público. Assim é que o artigo 4º da Portaria n. 614/06 estabelece que a assunção pelo parceiro público “de parte relevante de, pelo menos, um entre os riscos de demanda, disponibilidade ou construção será considerada condição suficiente para caracterizar que a essência de sua relação econômica implica registro dos ativos contabilizados na SPE no balanço do ente público em contrapartida à assunção de dívida de igual valor decorrente dos riscos assumidos.”

Nos incisos do § 1º do artigo 4º são definidos os critérios para se poder considerar a assunção do risco como sendo de “parte relevante”. Em resumo, o critério adotado consiste na possibilidade de o Poder Público garantir mais de 40% da remuneração original do parceiro privado, independentemente da demanda, disponibilidade ou custo de construção. Pelo contrário, quando não há garantia de remuneração pelo Poder Público de pelo menos 40% da contraprestação, em face de riscos de demanda, disponibilidade ou construção, não deverá haver registro do ativo como bem público, com o registro da contrapartida em dívida.

Como se verifica, a abordagem adotada pela STN assemelha-se à abordagem aplicável às operações de arrendamento mercantil financeiro, nas quais se registra o passivo financeiro ao mesmo tempo em que faz o reconhecimento do ativo adquirido. A inspiração nas regras relativas ao arrendamento mercantil é expressamente reconhecida pela STN no item 1.i) da Nota Explicativa anexa à Portaria n. 614/06⁷⁷⁸.

⁷⁷⁸ Arrendamento mercantil – o aparecimento desta modalidade requereu introdução de normativos específicos apoiados na essência econômica desta transação, que buscaram na caracterização do benefício econômico decorrente da utilização do bem objeto do arrendamento o elemento capaz de definir seu registro contábil: “A classificação do arrendamento mercantil adotado nesta norma é baseada na extensão pela qual os riscos e recompensas incidentes sobre a propriedade do ativo arrendado recaem com o arrendador ou com o arrendatário” (IPSAS, 2001, p.293). O arrendamento configura contrato pela qual uma das partes – denominada arrendador – retém a titularidade de determinado bem que é colocado à disposição da outra parte – denominada arrendatária – para atuar em processos econômicos. Mesmo reconhecendo-se a complexidade dos contratos de arrendamento mercantil, optou-se por classificá-los para fins contábeis em duas categorias: financeiro e operacional: “Um arrendamento mercantil é classi-

Além do registro do ativo e da dívida respectiva, a Portaria n. 614/06 determina em seus artigos 6º e 7º o registro como passivo de outras obrigações não relacionadas à prestação efetiva de serviços, decorrentes de garantias concedidas ao parceiro privado ou em seu benefício como cobertura de riscos.

O registro de tal passivo deverá refletir o valor presente das obrigações estimadas por meio de metodologia estatística que permita identificar com grau de confiança de pelo menos 85% a probabilidade de ocorrência de cada evento. No caso de a estimativa não atingir o nível de 85% de confiança, o valor da perda registrada deverá ser provisionado com probabilidade acumulada de ocorrência de 95%, isto é, deverá ser adotado o valor da provisão que corresponda a 95% dos valores testados. Por fim, caso não sejam realizados estudos estatísticos que permitam analisar o valor em risco, deve-se adotar o valor da maior perda possível ou o valor presente do contrato de PPP⁷⁷⁹.

Com relação às contingências passivas decorrentes da contraprestação pela prestação dos serviços objeto da PPP pelo parceiro privado, a Portaria STN n. 614/06 determina, em seu artigo 10, que devam ser registrados contabilmente em contas contábeis típicas de “compensado” até que sejam reconhecidos como passivos ou ativos patrimoniais. Isto é, tais valores, que deverão ser reconhecidos por seu valor presente, não devem integrar de imediato o passivo patrimonial. Essa regra é importante como garantia de respeito ao princípio da competência, visto que não se pode reconhecer uma obrigação decorrente de um serviço prestado antes que este seja efetivamente entregue.

As regras apresentadas deixam clara a ideia de que a STN considera, em casos em que a maior parte do risco da PPP seja suportada pelo Poder Público, que a PPP deva ser caracterizada como uma dívida, pelo menos até o montante do ativo que passa a ser incorporado ao patrimônio público.

Sendo uma dívida na sua essência econômica, cabe questionar se a STN consideraria dívida desta natureza como inserida no conceito de operação de crédito a que remete a LRF, com repercussões sobre a aplicação dos limites de endividamento previstos nas resoluções do Senado Federal.

Analisando as diversas edições do Manual de Demonstrativos Fiscais publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional, verifica-se que, no entendimento da STN, até a 7ª edição⁷⁸⁰, as dívidas decorrentes de PPP, na forma da Portaria n. 614/06 integravam a dívida

ficado como financeiro se forem transferidos substancialmente os riscos e recompensas incidentes sobre a propriedade” (IPSAS, 2001, p. 293). As normas indicam ainda as características do contrato de arrendamento mercantil que permitiriam caracterizar a operação como financeira. Configurado que se trata de arrendamento financeiro, determina-se que o valor do bem arrendado deva integrar o imobilizado no ativo permanente da entidade arrendatária, em contrapartida ao valor total das contraprestações e do valor residual que deverá ser registrado no passivo circulante ou no exigível a longo prazo. O bem objeto do arrendamento deve ser depreciado de forma consistente com a metodologia aplicável a outros bens de natureza semelhante, enquanto a diferença entre o valor do bem arrendado, adicionada do eventual valor residual, deve ser registrada como encargo financeiro (CFC, 2001, p. 4).

⁷⁷⁹ A Nota Explicativa anexa à Portaria STN n. 614/06 traz uma série de exemplos, aos quais remetemos o leitor, que ajudam a ilustrar a aplicação dessas regras. Os exemplos não serão aqui repetidos por não consistir no objetivo do presente trabalho.

⁷⁸⁰ STN. *Manual de demonstrativos fiscais*, 7. ed., p. 566.

contratual consolidada⁷⁸¹, inclusive para fins de aplicação dos limites de endividamento fixados pelo Senado Federal com base na Lei de Responsabilidade Fiscal⁷⁸².

Portanto, para atendimento das regras contábeis estabelecidas pela STN no exercício das atribuições do CGF previsto na LRF, todos os entes federativos, ao contratarem PPP, deveriam estar atentos à necessidade de registrar como dívida parte dos valores a serem pagos no contrato de PPP, a depender das características específicas do contrato. Essa providência seria de enorme importância para entes que estivessem próximos dos limites de endividamento fixados pelo Senado Federal, apresentando-se, contudo, como medida salutar para assegurar a sustentabilidade fiscal das contratações de PPP no longo prazo, especialmente em entes que já se apresentassem altamente endividados.

Contudo, a partir da 8ª edição do MDF, válida a partir do exercício orçamentário de 2018, não mais são apresentadas as dívidas contratuais de PPPs como parte integrante da dívida consolidada, mas em apartado, considerando-se que a sua existência, nos dizeres da STN, já onera o limite próprio existente na Lei n. 11.079/2004⁷⁸³. Nas justificativas para a existência de dois limites e retirada das PPPs do cômputo da dívida consolidada, porém, a STN esqueceu-se aparentemente de que o limite previsto no artigo 28 não é limite que se aplica aos estados e municípios, em razão da autonomia federativa de que gozam por força

⁷⁸¹ Note-se, como exemplo, o texto da 5ª edição, STN. *Manual de demonstrativos fiscais*, 5ª ed., p. 561: “Dívida Contratual. Nessa linha, registrar os saldos, do exercício anterior e do exercício de referência até o quadrimestre correspondente, dos débitos de responsabilidade do Governo do respectivo ente, das dívidas realizadas a partir de empréstimos e financiamentos internos e externos, dos refinanciamentos de Estados e Municípios junto ao Governo Federal, além das obrigações financeiras e das operações de crédito assumidas em virtude de contratos de Parceria Público-Privada–PPP registradas no passivo patrimonial. A Dívida Contratual corresponde ao montante total, apurado sem duplicidades, das obrigações financeiras do Ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a doze meses. Também compõem a Dívida Contratual as operações de crédito, que, embora de prazo inferior a 12 (doze) meses, tenham constado com receitas no orçamento.”

⁷⁸² STN. *Op. cit.*, p. 565. Em que pesem os argumentos contrários apresentados pela doutrina, por exemplo, em OLIVEIRA, Fernão Justen. *Op. cit.*, p. 468: “A redação adotada pela lei para o primeiro critério não expressa diretamente se há referência a obrigação de caráter continuado ou a dívida pública consolidada. A distinção é relevante porque o art. 167, II, da CF, estabelece proibição de operações financeiras estatais excedentes ao montante de ‘despesas de capital’, com exceções que não alcançam as contraprestações com contratos de PPP. A própria conformação da PPP que caracteriza seu objeto como complexo fornece a identificação da despesa total continuada como algo diverso de uma mera obra para pagamento parcelado. A PPP se qualifica justamente pela prestação de um serviço remunerado de acordo com o desempenho do prestador, o que pode ser coligado com a construção da obra que compõe, com esse serviço, a utilidade fruível pelos usuários. Outro óbice à caracterização da despesa total continuada como dívida pública consolidada consiste na inexistência, tecnicamente, de obrigação financeira, nos termos do art. 29, I, da Lei de Responsabilidade Fiscal, mas sim como obrigação futura, conforme o art. 98 da Lei 4.320/1964. Trata-se de despesa não contabilizada como dívida, porque não concorre para a formação ou para a aquisição de um bem de capital.”

⁷⁸³ STN. *Manual de demonstrativos fiscais*, 8ª ed., p. 598: “Contratual: Registra o valor total das operações de crédito contratuais, internas e externas realizadas que integram. Destaca-se que o total de contratações de PPP não devem ser computados para fins de limite de Operação de Crédito, uma vez que o limite de contratação de PPP obedece ao disposto nos artigos 22 e 28 da Lei n. 11.079/2004.”

constitucional, mas simplesmente um limite à continuidade de transferências ou à concessão de garantias da União para entes que superem o percentual mencionado neste artigo.

Pode-se concluir, desta maneira, que as parcerias público-privadas são forma alternativa de mobilizar recursos para financiamento de projetos de infraestrutura, no Brasil, com vantagens evidentes sobre as alternativas de financiamento público e investimento direto. Tais vantagens relacionam-se, de forma central, com a eficiência econômica que pode decorrer da adoção de práticas mais modernas de gestão pelo setor privado, em relação ao setor público, e com uma melhor alocação dos riscos.

A chamada “barganha faustiniana”, porém, em muitos casos, vem condicionando as escolhas dos gestores públicos que, com o objetivo de afastar do orçamento público os resultados imediatos dos gastos com grandes projetos de investimento, recorrem às parcerias público-privadas. Esse comportamento oportunista, por sua vez, coloca em risco a sustentabilidade fiscal dos governos, considerando os cronogramas financeiros de longo prazo dos contratos de PPP.

Como resposta a essa ameaça, torna-se essencial a análise detalhada, caso a caso, de cada contrato de parceria, de maneira a identificar a essência econômica da operação, o que deve ser feito tendo como referência principalmente a alocação equilibrada dos riscos entre parceiro privado e parceiro público.

Nos casos em que a divisão de riscos leve à conclusão de que o contrato representa, na sua essência, uma operação de financiamento para a aquisição de um bem ou de serviços, a experiência internacional recomenda o reconhecimento de tais contratos como elementos patrimoniais na contabilidade do ente público, fazendo-se a inclusão do ativo construído pela SPE, como bem integrante do patrimônio do parceiro público.

No caso brasileiro, regra semelhante é adotada pela Secretaria do Tesouro Nacional, de forma vinculante para todos os outros entes federados. Nos casos em que o parceiro público assuma parte relevante dos riscos de construção, demanda ou disponibilidade, os ativos gerados pela PPP devem ser inseridos no patrimônio da entidade pública contratante, em contrapartida de formação de dívida de igual valor.

Finalmente, cumpre chamar atenção ao fato de que a dívida gerada dessa forma, a partir do exercício de 2018, deixará de integrar contabilmente a dívida consolidada para todos os efeitos legais, em especial para fins de aplicação dos limites de endividamento contidos nas Resoluções n. 40/01 e 43/01 do Senado Federal, em virtude do previsto na 8ª edição do Manual de Demonstrativos Fiscais da STN, em clara evidência de inversão da hierarquia do ordenamento jurídico operada na prática das finanças públicas do Brasil, por meio da qual um órgão técnico do governo federal “introduz” ou “retira” itens do conceito de dívida consolidada, sem qualquer legitimidade democrática decorrente de processo legislativo.

3.2.6 Concessão de garantias

O problema da concessão de garantias pelo setor público é um problema multifacetado. Por um lado, a concessão de garantias permite ao poder público alavancar recursos para projetos públicos e privados, mobilizando capitais para a sua estratégia de desenvol-

vimento. Por outro lado, a superexposição do patrimônio público com garantias, de forma pouco transparente, pode representar contingência fiscal grave, podendo comprometer a sustentabilidade fiscal do Estado no longo prazo. São diversas as operações estruturadas que podem ser configuradas valendo-se da estruturação de garantias pelo Poder Público, motivo pelo qual se impõe o estudo desta temática no presente trabalho.

A estruturação de garantias pelo Estado, passa pela compreensão que já discutimos de que o Estado não pode sofrer execução judicial como forma de cobrança de suas dívidas, sujeitando-se ao regime de precatórios, previsto no artigo 100 da CF/88. Em atenção à impossibilidade de execução forçada do Estado, entende-se que a vinculação de receitas públicas como garantia de contratos, especialmente contratos de dívida, ocorre por simples vinculação orçamentária de tais receitas, não sendo possível a sua retenção para autossatisfação⁷⁸⁴.

André Castro Carvalho chama a atenção para o fato de que a vinculação de receitas é, historicamente, o mecanismo de garantia utilizado por Estados que gozam de pouca confiança dos emprestadores. Atualmente, tal mecanismo como forma de garantia de empréstimos viria sendo deixado de lado por países que gozam de maior crédito internacionalmente⁷⁸⁵. Em parte, isto se deveria ao reconhecimento de que a vinculação de receitas limita o exercício da soberania por parte do Estado, impedindo ou pelos menos restringendo a realização de reformas fiscais que possam reduzir a garantia⁷⁸⁶. Além disso, a constituição de garantias desse tipo, feriria a regra da isonomia constante da Constituição, tratando desigualmente credores do Estado, quando, em verdade, o Estado deveria pagar todas as suas dívidas, sem privilégios e preferências⁷⁸⁷. É claro, porém, que há casos em que a discriminação se justifica, mormente, quando expressamente contemplada no texto constitucional, como é o caso, por exemplo, da preferência de pagamento a créditos de pequeno valor e de créditos alimentares (art. 100).

Muito se discute sobre a questão de a garantia prestada na forma de vinculação de receitas superar o valor do crédito garantido e da possibilidade, neste caso, de desvinculação do excedente. Nesta hipótese, caso fosse constituído fundo de reserva que permitisse fazer frente às amortizações e aos serviços da dívida, restaria atingido o objetivo original da desvinculação de receitas, podendo-se o excedente ser utilizado a partir desse momento sem restrições⁷⁸⁸.

⁷⁸⁴ CARVALHO, André Castro. *Vinculação de receitas públicas*, p. 132: “Com isto, conclui-se que a vinculação de receitas, na função de garantia (vinculação-garantia), traduz-se no comprometimento orçamentário de que os recursos deverão ser utilizados para o adimplemento da obrigação contraída, sendo vedadas a dupla vinculação e autossatisfação do débito por meio das receitas garantidas.”

⁷⁸⁵ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, pp. 132-4.

⁷⁸⁶ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 135: “No âmbito internacional, não há como negar a existência de agravamento da soberania de uma nação, além de prejudicar qualquer tentativa de reforma fiscal.”

⁷⁸⁷ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 139: “Logo, a premissa do uso das vinculações de receitas como justificativa a uma concessão de maior força e confiabilidade ao crédito público, fomentando a solvência estatal, é equivocada em face do pressuposto de que o Estado deve honrar com seus débitos indistintamente e em face de qualquer credor.”

⁷⁸⁸ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, pp. 135-6: “Neste caso, entendemos que caso haja a vinculação de receitas ao pagamento da dívida, esta afetação não poderia ultrapassar o valor do crédito mais a remunera-

Nos projetos de PPPs entende-se que a concessão de garantias serviria à redução do risco (sobretudo o risco político) do parceiro privado nos contratos de longo prazo, favorecendo a concorrência e, por conseguinte, a obtenção de melhores negócios para o poder público. Nesta linha, a constituição de fundos públicos garantidores seria mais eficaz que a simples vinculação de receitas, em razão da possibilidade de contingenciamento destas por limitação de empenho, de movimentação financeira, ou por simples atraso na operacionalização de pagamentos⁷⁸⁹.

A dificuldade na constituição de garantias públicas tem sido apontada como um dos obstáculos à implantação de projetos de infraestrutura pública por meio de parcerias público-privadas no país. O desafio da constituição de garantias pelo Poder Público em projetos de PPPs, mesmo em face do artigo 8º da Lei n. 11.079/2004, consiste na necessidade “comercial” de que as garantias possam ser executadas sem necessidade de recurso ao Poder Judiciário, o que tornaria inevitável o regime de precatórios⁷⁹⁰.

Com relação a este ponto, é interessante observar que há polêmica sobre a constitucionalidade formal do artigo 8º da Lei de PPPs, considerando o previsto no artigo 163, III, da Constituição, que estabelece à lei complementar a competência para a fixação de normas relativas à concessão de garantias pelas entidades públicas. Parte da doutrina entende, porém, que essa competência teria sido exercida por meio do artigo 40 da LRF que, ao não vedar a concessão de garantias em contratos alheios a contratos de operações de crédito, teria permitido ao legislador ordinário a fixação de formas de garantia em outras espécies contratos, como no caso da Lei n. 11.079/2004.

Tendemos a concordar com essa posição, por pensarmos que a chamada “legalidade estrita”, sendo o verso do chamado “princípio da legalidade” (art. 5º, II, da CF/88), apenas exige expressa autorização em lei para que o Poder Público atue em prejuízo ou restrição das liberdades individuais. Nos demais casos, entendemos que o Poder Público estaria autoriza-

ção pelo capital estabelecida no contrato. Assim, na hipótese de arrecadação suficiente, deverá haver a quitação antecipada da dívida pelo saldo devedor (ou o provisionamento dos recursos, caso não seja possível esta antecipação) e o excedente ser colocado em disponibilidade orçamentária para utilização nas despesas gerais – salvo se houver disposição expressa em contrário. Isto porque se a garantia serve-se ao pagamento da dívida, não há razão para que este excedente fique entesourado, uma vez que o valor da arrecadação descontado o excedente já garantiu – ou garantirá – o pleno adimplemento contratual.”

⁷⁸⁹ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, pp. 145-6: “Diante disto, ressaltam que o regime de precatórios desestimularia ou até mesmo inviabilizaria a contratação pelos parceiros privados em determinados projetos. As garantias surgiriam como uma diminuição do risco político ao contratante, o que redundaria em melhores propostas à Administração Pública. Para os juristas, no entanto, a única garantia que poderia ter certa margem de segurança ao parceiro privado seria os fundos garantidores, dado que a vinculação de receitas poderia ser sujeita a decretos de contingenciamento, às limitações financeiras e atrasos nos pagamentos, diferentemente desses fundos.”

⁷⁹⁰ OLIVEIRA, Fernão Justen. *Garantias ao parceiro privado e comprometimento fiscal*, p. 461: “Mas, de regra, o penhor, a fiança, a alienação fiduciária, a hipoteca, não permitem o adimplemento imediato do parceiro privado, devendo o credor promover a execução da garantia em juízo (exceto em casos específicos, como a venda pública ou privada no penhor). Nesse caso de acesso ao Judiciário para tornar eficaz a garantia, percebe-se que a utilidade prática da garantia estará desfeita se o agente garantidor for pessoa jurídica sujeita ao regime de precatório, tanto quanto o parceiro público.”

do a agir, mesmo que sem autorização expressa, simplesmente em razão da missão constitucionalmente fixada. Como consequência disso, entendemos que o artigo 8º da Lei n. 11.079/2004 é, inclusive, desnecessário no sistema jurídico brasileiro, considerando-se que, mesmo antes da sua aprovação, já seria possível a adoção das garantias nele previstas.

Parte dos autores sustenta, ainda, que o artigo 163, III, se referiria apenas às garantias fidejussórias prestadas em operações de crédito, não havendo reserva de lei complementar às demais formas de garantia⁷⁹¹. Não podemos concordar com essa doutrina, *data venia*, em razão do fato de o dispositivo em questão não fazer qualquer ressalva quanto ao tipo de garantia que será tratada em lei complementar, sendo certo que mesmo garantias em projetos de PPPs têm potencial de comprometer as finanças públicas. Assim, há total compatibilidade tópica entre a inclusão deste dispositivo em capítulo referente às finanças públicas na Constituição e a interpretação ampliativa aqui defendida.

Com relação à constitucionalidade material do artigo 8º da Lei de PPPs, não é possível se afirmar que a constituição de qualquer tipo de garantia possa ser inconstitucional por afronta ao artigo 100 da Constituição. Primeiramente, importa observar que este dispositivo se aplica apenas às Fazendas Públicas, não se alargando de forma a abarcar entidades de direito privado, tais como empresas estatais. Em segundo lugar, o artigo 100 menciona expressamente a necessidade de se observar isonomia entre credores do Estado cujo crédito decora de decisão judicial⁷⁹² não havendo qualquer regra constitucional que imponha dever de o Estado tratar igualmente credores que se encontram em situação diversa (credores por títulos diversos, tais como título judicial, contrato vigente, garantia real, etc.)⁷⁹³.

Em prevalecendo entendimento equivocado de que a Constituição exige tal tratamento idêntico a todos os credores do Estado, o próprio cumprimento de contratos em vigor se apresentaria como violação da ordem de pagamentos estabelecida no artigo 100 da Constituição⁷⁹⁴.

⁷⁹¹ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Ao versar sobre ‘a concessão de garantias pelas entidades públicas’, refere-se o inciso III do artigo 163 da Constituição Federal às garantias concedidas em operações de crédito, ou seja, em operações que envolvem a contratação de dívida pela Administração Pública, tendo impacto sobre as metas de equilíbrio fiscal. É dizer, as garantias mencionadas no artigo 163 referem-se, a nosso ver, àquelas garantias fidejussórias prestadas pelas entidades públicas em operações de crédito, sobretudo àquelas que importem em garantia soberana da União Federal a operações contratadas por entidades a ela vinculadas ou por Estados e Municípios.”

⁷⁹² SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Entender que a outorga de garantias em favor de determinados credores da Administração Pública, com expressa autorização legislativa, viola o artigo 100 da Constituição Federal, conforme entendemos, não é a melhor interpretação do Direito. Isto ocorre, pois credores dotados de garantias especiais sequer demandarão uma sentença judicial transitada em julgado para o exercício de seus direitos, fazendo com que sequer ocorra no mundo fático a hipótese de incidência de tal dispositivo constitucional.”

⁷⁹³ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “A nosso ver, não há inconstitucionalidade na constituição de garantias diretamente por entidades públicas em favor do parceiro privado em contratos de PPP. A igualdade entre os credores do Poder Público prevista no artigo 100 da Constituição Federal refere-se a credores que estejam na mesma situação, isto é, uma mesma categoria de credores detentores de títulos judiciais transitados em julgado em desfavor da Administração Pública.”

⁷⁹⁴ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 152: “Outrossim, não há, no indigitado dispositivo, acoite ao regime de precatórios, pois este pressupõe a existência de crédito controvertido em face da Fazenda Pú-

A vinculação de receitas não constitui necessariamente uma garantia propriamente dita, mas sim um “reforço de crédito”, no sentido de que assegura os recursos necessários ao pagamento dos compromissos contratuais assumidos⁷⁹⁵. Não se autoriza, contudo, pela simples vinculação das receitas orçamentárias, a sua execução forçada para pagamento das obrigações contratuais pecuniárias eventualmente inadimplidas pelo Poder Público⁷⁹⁶. Daí porque se afirma que o grande risco dessa forma de garantia, consiste justamente no fato de não permitir a execução forçada dos recursos públicos, tornando necessário o recurso ao Poder Judiciário e, conseqüentemente, tornando inevitável que a execução se dê por meio do regime de precatórios previsto no artigo 100 da Constituição Federal⁷⁹⁷.

Não se pode tratar igualmente a situação em que o Estado apresenta à sua contraparte um reforço de crédito para contratação e a situação em que o Estado, inadimplente, sofre condenação transitada em julgado para pagamento de quantia e posteriormente execução de tal condenação na forma do regime de precatórios. Na segunda hipótese, de fato, a constituição de forma diversa de execução das condenações judiciais, por meio de fundo ou de vinculação de receita específica poderia ser considerada inconstitucional, por ser contrária ao artigo 100 da Constituição. Porém, na primeira hipótese, não se trata de

blica: há o direito de crédito pelo particular contra a Administração que não é prontamente reconhecido por ela, de forma que se faz mister a existência de uma sentença judicial transitada em julgado para que haja a obrigação de pagamento ao credor.” E continua na p. 153: “E não há nada de inconstitucional nisto. Se assim o fosse, a Administração Pública nunca poderia contratar com particulares, pois o mero adimplemento contratual feriria o regime de precatórios, afinal, esse ato acarretaria a preterição da ordem de pagamento dos créditos.”

⁷⁹⁵ SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas. Fórum de Contratação e Gestão Pública – FCGP: “A vinculação de receitas é um mecanismo orçamentário e, conforme a estruturação no negócio, contratual. A sistemática de vinculação de receitas não permite a constituição de um direito real de garantia em favor do particular. Apenas acena com a existência de uma receita específica que servirá para garantir o integral e pontual pagamento das obrigações do parceiro público nos termos do contrato de PPP celebrado.

Haverá uma obrigação (legal e, dependendo do arranjo do projeto, contratual) de o parceiro público utilizar os recursos vinculados para o pagamento dos valores devidos. Todavia, não é assegurado ao particular o direito de tomar os recursos para si e proceder à sua excussão, conforme mecanismo assegurado ao credor contemplado com direito real de garantia.”

⁷⁹⁶ BINENBOJM, Gustavo. As parcerias público-privadas e a vinculação de receitas dos fundos de participação como garantia das obrigações do poder público, p. 477: “(...) A vinculação de receitas constitui uma garantia de ordem orçamentária, pela qual se afeta determinada receita a uma finalidade específica. Não é, pois, uma segurança especial a que o credor terá direito em caso de inadimplemento da dívida, um contrato acessório cujo objetivo é permitir a execução da obrigação principal, em caso de inadimplemento, sem a necessidade de se ajuizar uma ação de conhecimento. Antes, trata-se de um indicador de que o contrato principal será cumprido espontaneamente, e de que as obrigações pecuniárias contraídas pelo Poder Concedente serão adimplidas sem contratempos.”

⁷⁹⁷ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Entretanto, essa sistemática apresenta alguns riscos para o parceiro privado, pois não é mais concreta, sólida e líquida das formas de garantia em operações dessa natureza. Os riscos decorrentes da inexistência de direito real de garantia são, ainda, agravados pela impossibilidade de ação de execução patrimonial direta com vistas à penhora dos recursos vinculados contra a Administração Pública, com fundamento no artigo 100 da Constituição Federal, o que dificulta ainda mais o acesso do parceiro privado aos recursos vinculados.”

execução de condenação judicial, mas de adimplemento de obrigação contratual. Assim, a existência de mecanismos contratuais ou legais de reforço ao crédito do setor público não são inconstitucionais, assim como não seria inconstitucional a previsão de dotação orçamentária em valor conscientemente superior ao da despesa esperada, apenas como forma de reservar recursos suficientes para o adimplemento de eventual contrato mesmo diante de situação financeira mais desafiadora⁷⁹⁸. O artigo 100 da CF/88 não pode ser lido como impedimento absoluto à constituição de garantias pelo Poder Público⁷⁹⁹.

Também não pode o artigo 100 da CF/88, em nossa opinião, ser utilizado de maneira a obstar a constituição de garantias reais sobre bens imóveis por parte do ente público, desde que a garantia ocorra em modalidade que prescindida de sentença judiciária para a sua execução. Não se deve, neste contexto, considerar a impenhorabilidade dos bens públicos um óbice intransponível.

Embora os bens públicos, em regra, sejam impenhoráveis e inalienáveis, o que impediria o seu gravame por meio de penhor ou hipoteca, essa regra pode ser afastada pela expressa desafetação do bem público, autorizando-se em lei a sua destinação como forma de garantia⁸⁰⁰. Isto, pois, se se conclui que, desafetados, os bens públicos podem ser alie-

⁷⁹⁸ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, pp. 152-3: “Outrossim, não há, no indigitado dispositivo, acoite ao regime de precatórios, pois este pressupõe a existência de crédito controvertido em face da Fazenda Pública: há o direito de crédito pelo particular contra a Administração que não é prontamente reconhecido por ela, de forma que se faz mister a existência de uma sentença judicial transitada em julgado para que haja a obrigação de pagamento ao credor.

Já no caso de execução dos contratos, não há o inadimplemento contratual. Pelo contrário: há o interesse da Administração em cumprir com as suas obrigações contratuais, primeiro mediante o uso das receitas afetadas e, caso seja insuficiente, via outras dotações orçamentárias. Por evidente que, em respeito ao pacta sunt servanda, na hipótese de os referidos recursos serem insatisfatórios, a Administração Pública deverá valer-se de outros meios orçamentários para satisfazer o crédito de seu credor, sem que isto implique violação ao regime de precatórios incrustado no artigo 100 da Constituição Federal.

E não há nada de inconstitucional nisto. Se assim o fosse, a Administração Pública nunca poderia contratar com particulares, pois o mero inadimplemento contratual feriria o regime dos precatórios, afinal, esse ato acarretaria a preterição da ordem de pagamento dos créditos. Se não houvesse a diferenciação entre os créditos oriundos de sentença judicial e os de contratos administrativos ainda não executados, não haveria o porquê de existir o regime de precatórios, de forma que todo crédito em face da Administração deveria seguir a ordem de cumprimento determinada. Isto seria irracional do ponto de vista contratual, uma vez que fatalmente não haveria um indivíduo que se sujeitasse a tal hipótese, já que não existirá uma certeza de pronto pagamento pelo poder público, mas sim uma mera probabilidade, devendo o credor aguardar o seu crédito, controvertido ou não, em uma ‘fila’ até o seu recebimento.”

⁷⁹⁹ BINENBOJM, Gustavo. *Op. cit.*, p. 480: “O art. 100 da CF, portanto, não pode ser lido de forma absoluta, como se toda e qualquer afetação de recursos fosse ilegítima, ou como se todo e qualquer pagamento realizado pelo Poder Público representasse, a priori, violação à ordem cronológica dos precatórios. O regime de precatórios somente se aplica ao pagamento de condenações referentes a exercícios pretéritos.”

⁸⁰⁰ BINENBOJM, Gustavo. *Op. cit.*, p. 480, n. 12: “(...) seria legítimo ao Poder Público desafetar determinado bem imóvel de seu patrimônio e dá-lo em garantia de um contrato. A desafetação do bem importa a possibilidade de disposição do bem, o que se pode fazer mediante as formas contratuais admitidas pelo direito. A constituição de uma hipoteca, por exemplo, seria uma forma válida de garantir um contrato de que o Poder Público fosse parte.” Exceção deve ser feita às terras tradicionalmente ocupadas por índios, em função do que prevê o artigo 231, § 4º, da Constituição Federal de 1988: “Art. 231. São reco-

nados, então, é necessário aceitar que também poderão servir de garantia⁸⁰¹. Nesta ordem, atende o procedimento público⁸⁰² ou particular de alienação dos bens, em caso de inadimplemento, a exigência de licitação para a alienação de bens públicos, sempre que se assegure nesse procedimento a possibilidade de ampla participação de interessados na aquisição do bem⁸⁰³.

Pelos mesmos motivos, não há óbice à utilização da alienação fiduciária em garantia, desde que desafetados os bens e autorizada legislativamente (no caso de bens imóveis) a transferência resolúvel da propriedade do bem, como forma de garantir contrato de que faça parte o Poder Público. Contudo, considerando-se que a principal vantagem da alienação fiduciária em relação ao penhor é a exclusão dos bens dados em garantia da massa falida, em caso de concurso de credores, e dada a condição peculiar de não sujeição à falência do Poder Público, do ponto de vista prático, obtém-se por meio da alienação fiduciária garantia muito semelhante à obtida na forma do penhor ou da hipoteca⁸⁰⁴.

nhecidos aos índios sua organização social, costumes, línguas, crenças e tradições, e os direitos originários sobre as terras que tradicionalmente ocupam, competindo à União demarcá-las, proteger e fazer respeitar todos os seus bens. (...) § 4º As terras de que trata este artigo são inalienáveis e indisponíveis, e os direitos sobre elas, imprescritíveis.”

⁸⁰¹ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Nesta toada, poderá haver a constituição de penhor sobre um determinado bem público, caso tenha sido desconstituída sua afetação para um fim público e tenha sido sua gravação autorizada por lei. É evidente que a simples constituição de penhor não implica em alienação do bem como já observamos acima, a constituição de penhor não importa em transferência de propriedade. Contudo, é praticamente ineficaz o penhor cuja excussão fique condicionada a uma aprovação legislativa. Ainda que fosse mecanismo juridicamente possível, não seria comercialmente aceitável.” E em seguida, tratando especificamente sobre a hipoteca: “Em linhas gerais, os comentários apresentados acima com relação ao penhor também são aplicáveis à hipoteca, inclusive naquilo que concerne ao tema da necessidade de autorização legislativa para a gravação e possível alienação do bem. A maior distinção refere-se ao processo de alienação, visto que os bens imóveis hipotecados somente podem ser alienados por meio de venda pública, o que satisfaria o requisito de licitação. Segundo entendemos, o bem imóvel público poderá ser hipotecado e alienado, caso seja desafetado (melhor dizendo: tenha sido afetado para a finalidade de constituição de garantia) por meio da autorização legislativa competente.”

⁸⁰² SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “No caso da venda judicial em hasta pública, parece-nos não haver qualquer contrariedade ao artigo 17 da Lei n. 8.666/93, visto que o processo de alienação do bem empenhado por meio de venda pública é uma forma de processo licitatório. Não obstante não ser exatamente o processo formal previsto na Lei n. 8.666/93, é processo público que assegura igualdade de chances a todos os interessados e procura assegurar o recebimento da melhor proposta financeira, em estrita consonância com a finalidade da licitação.”

⁸⁰³ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Destarte, segundo entendemos, a excussão do penhor sobre um dado bem público poderá ser realizada sem maiores questionamentos por meio de venda judicial em hasta pública, bem como por meio de venda amigável, desde que neste último caso seja realizada a alienação em processo que assegure a todos os potenciais interessados o direito de participar da disputa e arrematar o bem excutido, em consonância com as determinações do artigo 17 da Lei n. 8.666/93.”

⁸⁰⁴ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “Do ponto de vista do credor (beneficiário da garantia), a grande distinção entre se adotar penhor ou alienação fiduciária como forma de garantia de obrigações pecuniárias refere-se à hipótese de falência do devedor. Isto ocorre, pois, no caso de alienação fiduciária, o bem alienado não fará parte da massa falida e, portanto, não será arrecadado para liquidação do ativo, ao contrário do que ocorre com relação ao penhor, em que o bem empenhado integrará a massa falida por não ter sua propriedade sido transferida ao credor.”

Vitor Rhein Schirato faz interessante distinção entre bens públicos e receitas públicas, sobre as quais defende que não se aplicam os privilégios dos bens públicos (inalienabilidade, imprescritibilidade, impenhorabilidade) ao menos até a sua efetiva arrecadação⁸⁰⁵.

Não se pode, porém, concordar totalmente com essa visão, sem efetuar um reparo, pois entendemos que, ou o direito de crédito é efetivo (no caso, por exemplo, em que já existe uma relação jurídica obrigacional – tributária ou não) e, então, se aplica o regime de bens públicos, pois o artigo 83 do CC/02 expressamente inclui os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações no conceito de bens móveis para fins legais; ou, o direito de crédito é eventual e se trata apenas de expectativa, sobre a qual não pode pesar as mesmas restrições jurídicas aplicáveis aos bens públicos, mas cujo valor econômico é igualmente infimamente menor. Para que se possa concordar com a distinção apresentada pelo autor, é preciso que se trate especificamente do segundo caso.

É preciso observar que todas as receitas públicas, exceto os impostos, por força do artigo 167, IV, da Constituição podem ser vinculadas por lei. A vinculação por lei, mais do que uma exigência jurídica, é uma exigência prática, de maneira a realmente conferir eficácia à vinculação, isto, pois qualquer vinculação que ocorra por ato infralegal poderá ser modificada por ato de vontade do próprio governante, não representando, por consequência, verdadeira vinculação⁸⁰⁶.

No caso específico das garantias constituídas para aumento da segurança dos contratos de PPP, essa vantagem acaba por não fazer muito sentido, uma vez que os órgãos, entes e entidades que poderão figurar como poder concedente em contratos de PPP e, via de consequência, que serão os constituintes de garantia não estão sujeitos à falência, fazendo com que, em termos práticos, não haja distinções relevantes entre penhor e alienação fiduciária como forma de garantia dos contratos de PPP.”

⁸⁰⁵ SCHIRATO, Vitor Rhein. *Op. cit.*: “(...) Desde há muito existe no Brasil o entendimento de que receitas públicas não seriam passíveis de qualquer gravame, em razão das características especiais de que gozam os bens públicos (inter alia, inalienabilidade, imprescritibilidade e impenhorabilidade).

Preliminarmente, acerca deste tema, um esclarecimento faz-se necessário: as receitas públicas são direitos de crédito constituídos por lei ou outro mecanismo juridicamente apto em favor do Poder Público. As receitas, de per se, não são bens públicos, mas sim direitos de crédito do Poder Público. Os recursos advindos da realização de tal direito de crédito, se e quanto realizados, serão bens públicos. Há, portanto, uma distinção fundamental: ao se falar em receitas, fala-se em direitos (de natureza jurídica obrigacional) e não em bens (de natureza jurídica real). Destarte, não há como se falar que sobre o conceito de receita possa recair o regime jurídico dos bens públicos.

Nada obstante, os recursos provenientes das receitas, quando de sua realização, tornar-se-ão bens públicos e, portanto, terão sobre si incidente o regime de bens públicos.”

⁸⁰⁶ CARVALHO, André Castro. *Op. cit.*, p. 148: “Diante disto, o artigo 8º, I, mais do que meramente declaratório, é prescindível no ordenamento, vasto que toda vinculação de receitas que não a de impostos ocorrerá por força de lei – em obediência ao caráter jurídico das vinculações, o que poderia ser feito sem a existência do referido comando na Lei das PPPs. Isto porque, conforme ventilado, qualquer vinculação por ato normativo que não seja legal ou constitucional é perfeitamente mutável por ato de mesmo grau do Poder Executivo, o que, na prática, não constituirá vinculação alguma.

Isto porque ela poderá ser extinta a qualquer momento, não configurando, destarte, a concessão da segurança financeira que é o mote do estabelecimento de uma vinculação-garantia. Outra opção, ainda, seria a constituição de garantia por dotação orçamentária ad hoc, a ser definida em edital ou no contrato de concessão, mas tal técnica também não constituirá a vinculação de receitas como garantia.”

Com relação à proibição de vinculação de receitas de impostos, é preciso ressaltar que essa vedação não se aplica, em nossa opinião, à receita para estados e município oriunda de transferência de impostos de competência de outros entes da federação⁸⁰⁷, visto que essa receita, para o ente receptor, não consiste em receita oriunda de impostos, mas sim em receita de transferências, conforme determina o artigo 11, § 1º, *in fine*, da Lei n. 4.320/1964⁸⁰⁸. Reconhecemos, porém, a existência de precedente do STF que parece caminhar em sentido contrário⁸⁰⁹, pelo menos no que se refere à vinculação de receitas para a constituição de fundos públicos.

Ainda no tema das garantias por meio da vinculação de receitas, vale observar a decisão cautelar proferida pelo STF nos autos da Arguição de Descumprimento de Preceito Fundamental (ADPF) n. 405 MC/RJ, por meio da qual suspendeu-se, até o julgamento de mérito, os efeitos de

⁸⁰⁷ BINENBOJM, Gustavo. *Op. cit.*, p. 488: “Percebe-se, assim, que o esquema de vinculação dos recursos financeiros repassados pela União aos Estados e aos Municípios, por via do FPE e do FPM, em contratos de PPP, não contraria o art. 167, IV, da CF, que enuncia o princípio da não vinculação, sendo perfeitamente possível, do ponto de vista jurídico, a sua previsão por legisladores locais, estaduais ou municipais.”

⁸⁰⁸ DIETERICH BOPP, Frederico. *Mitigação de risco para projetos de parcerias público-privadas no Brasil: a estruturação de garantias públicas*, p. 31: “Em contraposição a esse argumento [do artigo 167, IV da CF/88] é possível alegar que, com o repasse do montante da União aos municípios e Estados, o recurso perde a natureza de imposto, assumindo a natureza de transferência constitucional, não se sujeitando, portanto, à vedação constitucional.”

⁸⁰⁹ ADI 553/RJ, rel. Min. Cármen Lúcia, julgamento em 13.6.2018. (ADI-553): “Com esse entendimento, o Plenário julgou procedente pedido formulado em ação direta para declarar a inconstitucionalidade do art. 226, § 1º (2) (renumeração do art. 223), da Constituição do Estado do Rio de Janeiro, que cria o Fundo de Desenvolvimento Econômico e a ele destina recursos provenientes do Fundo de Participação dos Estados.

O Colegiado julgou, ainda, prejudicada a ação quanto ao art. 56 (3) do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias da Constituição estadual por se tratar de norma cuja eficácia se exauriu há dezoito anos.

(1) CF: ‘Art. 167. São vedados: (...) IV – a vinculação de receita de impostos a órgão, fundo ou despesa, ressalvadas a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159, a destinação de recursos para as ações e serviços públicos de saúde, para manutenção e desenvolvimento do ensino e para realização de atividades da administração tributária, como determinado, respectivamente, pelos arts. 198, § 2º, 212 e 37, XXII, e a prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita, previstas no art. 165, § 8º, bem como o disposto no § 4º deste artigo.’

(2) Constituição do Estado do Rio de Janeiro: ‘Art. 226 – Fica criado o Fundo de Desenvolvimento Econômico, voltado para o apoio e estímulo de projetos de investimentos industriais prioritários do Estado. § 1º – Ao Fundo de Desenvolvimento Econômico serão destinados recursos de, no mínimo, 10% (dez por cento) do total anualmente transferido para o Estado, proveniente do Fundo de Participação dos Estados, previsto no artigo 159, inciso I, letra ‘a’, da Constituição da República, dos quais 20% (vinte por cento) se destinarão a projetos de microempresas e de empresas de pequeno porte.’

(3) Ato das Disposições Constitucionais Transitórias do Estado do Rio de Janeiro: ‘Art. 56 – Durante dez anos o Estado aplicará, no mínimo, 10% (dez por cento) dos recursos do Fundo para o Desenvolvimento de que trata o artigo 226 nos projetos de infraestrutura para industrialização, assegurando o desenvolvimento econômico das regiões norte e noroeste fluminenses, de acordo com os planos municipais e regionais de desenvolvimento, ficando assegurada aos Municípios do noroeste fluminense a metade dos recursos destinados às regiões.’”

todas as decisões judiciais do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (TJRJ) e do Tribunal Regional do Trabalho da 1ª Região (TRT1) que tenham determinado o arresto, o sequestro, o bloqueio, a penhora ou a liberação de valores das contas administradas pelo Estado do Rio de Janeiro, para atender a demandas relativas a pagamento de salários, a satisfação imediata de créditos de prestadores de serviços e tutelas provisórias definidoras de prioridades na aplicação de recursos públicos, exclusivamente nos casos em que estas determinações tenham recaído sobre recursos escriturados, com vinculação orçamentária específica ou vinculados a convênios e operações de crédito, valores de terceiros sob a administração do Poder Executivo e valores constitucionalmente destinados a municípios⁸¹⁰.

Conforme se verifica, ao menos em sede cautelar, a vinculação parece que terá sua eficácia assegurada pelo STF, na medida em que este Tribunal não permitirá que haja a execução de outras dívidas com a expropriação de recursos vinculados orçamentariamente, convênio ou contrato, o que preserva as vinculações existentes.

Vale ainda a pena tratar da previsão contida no artigo 40, II, quanto à garantia de dívidas entre unidades da Federação. Para José Maurício Conti, a possibilidade de condicionar a entrega de recursos do Fundo de Participações dos Estados ou dos Municípios à inexistência de dívidas em aberto com Estados e com a União não implica a possibilidade de autossatisfação destes entes por meio dos recursos represados, o que representaria violação ao federalismo fiscal⁸¹¹. Assim, conclui o autor pela inconstitucionalidade do artigo

⁸¹⁰ ADPF 405 MC/RJ, Rel. Min. Rosa Weber, julgamento em 14 de junho de 2017. Ver Informativo de Jurisprudência STF n. 869: “(...) Consignou que os documentos trazidos aos autos apontam que as sucessivas expropriações de numerário existente nas contas do Estado do Rio de Janeiro, para saldar os valores fixados nas decisões judiciais, têm alcançado recursos de terceiros, escriturados contabilmente, individualizados ou com vinculação orçamentária específica. Essas determinações judiciais de bloqueio, penhora, arresto, sequestro e liberação de verbas públicas alteram a destinação orçamentária dos recursos públicos, remanejando-os de uma categoria de programação para outra, sem prévia autorização legislativa. Por isso, pelo menos aparentemente, são dificilmente conciliáveis com as vedações contidas no art. 167, VI e X, da Constituição da República.

A aparente usurpação de competências constitucionais reservadas ao Poder Executivo (exercer a direção da Administração) e ao Poder Legislativo (autorizar transposição, remanejamento ou transferência de recursos de uma categoria de programação para outra ou de um órgão para outro) sugere configurada, na hipótese, provável lesão aos arts. 2º (11); 84, II (12); e 167, VI e X, da Carta Política.

O Tribunal, por fim, asseverou ser passível de tutela jurisdicional a realização de políticas públicas, sobretudo para atender mandamentos constitucionais e assegurar direitos fundamentais. No entanto, a subtração de qualquer margem de discricionariedade do chefe do Poder Executivo na execução das despesas sugere haver indevida interferência do Poder Judiciário na administração do orçamento e na definição das prioridades na execução de políticas públicas, em conflito com o disposto nos arts. 2º e 84, II, da Carta Política, o que suscita preocupações também sob o prisma da harmonia entre os Poderes. Além de comprometer a autonomia administrativa do Estado, por retirar do chefe do Poder Executivo os meios essenciais à alocação de recursos financeiros, a proliferação de decisões judiciais que determinam restrições imediatas, em descompasso com o cronograma de desembolso orçamentário, parece colocar alguns credores em situação mais vantajosa do que outros em igual condição fática e jurídica, quebrando a isonomia. Reputou presente, portanto, o “*fumus boni iuris*” e devidamente preenchido o requisito do “*periculum in mora*” em face do elevado risco de comprometimento do patrimônio e das receitas correntes do Estado do Rio de Janeiro. (...)”

⁸¹¹ CONTI, José Maurício. *Federalismo Fiscal e Fundos de Participação*, p. 121: “O ato de condicionar a entrega de recursos não autoriza, em momento algum, a utilização destes recursos. Qualquer interpre-

40, II, *in fini*, da LRF, quando permite o emprego dos recursos retidos para liquidação da dívida em aberto⁸¹².

Ao mesmo tempo em que concordamos com a colocação de José Maurício Conti, chamamos a atenção para o fato, como já ressaltamos anteriormente, de que a prática dos contratos de dívida e garantias acessórias é ainda mais violadora do pacto federativo do que a hipótese apresentada na LRF e combatida pelo argumento descrito. Isto pois não é incomum que contratos de dívida entre entes federativos, sobretudo os assinados com a União Federal, prevejam a possibilidade de autossatisfação do credor por meio de mandato conferido ao agente financeiro do ente subnacional para que retenha os recursos eventualmente existentes em contas correntes do ente devedor e os aplique na quitação da dívida existente, em caso de inadimplência⁸¹³.

Este tema está atualmente em debate no STF na Ação Civil Originária n. 2972, na qual se discutem bloqueios realizados em contas do Estado do Rio de Janeiro por força de execução de cláusulas de garantia contidas nos contratos de dívida com a União e na qual foi proferida decisão liminar, pela qual ficou

tação neste sentido é extensiva e, por conseguinte, inadmissível neste caso, em face das razões já anteriormente apontadas. Portanto, a permissão do parágrafo único do art. 60 é para que os recursos a serem transferidos sejam mantidos depositados na conta respectiva, em favor das unidades beneficiárias sem que estas possam retirá-los, até que se salde as dívidas que deram origem à autorização para a retenção.” E novamente na p. 123: “Em sendo restritiva a única interpretação, admissível na hipótese, não se, é possível estender, de modo algum, o conteúdo da disposição constitucional. Logo, não se pode atribuir ao verbo vincular significado que não lhe é próprio, qual seja, o significado de entregar, ou dar. Assim, quando a Constituição autoriza Estados, Distrito Federal e Municípios a vincular receitas próprias e transferidas ao pagamento de débitos federais, não está autorizando a União a se apropriar dos referidos recursos quando entender cabível, sem anuência dos devedores, efetivos proprietários destes recursos. A vinculação, neste caso, restringe-se à obrigação das unidades devedoras de estabelecerem, que os recursos fiquem reservados para o pagamento das dívidas assumidas com a União.”

⁸¹² CONTI, José Maurício. *Op. cit.*, p. 124.

⁸¹³ Ver, por exemplo, Cláusula Décima do “Contrato de Confissão, Consolidação, Promessa de Assunção e Refinanciamento de Dívidas” entre o Município de São Paulo e a União Federal, assinado em 3 de maio de 2000, e confirmado por diversos termos aditivos ao longo dos anos seguintes: “CLÁUSULA DÉCIMA. O MUNICÍPIO se obriga, durante toda a vigência deste Contrato, a manter conta de depósitos no AGENTE, suprindo-a com recursos suficientes à cobertura dos compromissos decorrentes deste Contrato em seus vencimentos, e, neste ato, autoriza o AGENTE, em caráter irrevogável e irretratável, independentemente de qualquer aviso ou notificação, a efetuar débitos na conta n. 451.127-1, agência São João, prefixo n. 1893-7, e, caso esses recursos não satisfaçam a totalidade do débito, o MUNICÍPIO autoriza o DEPOSITÁRIO, em caráter irrevogável e irretratável, a transferir ao AGENTE, mediante débito à conta de centralização de receitas próprias do MUNICÍPIO, Agência CENTRAL, n. 001, Cidade de São Paulo, conta corrente n. 0001-45-000391, titular PMSP – Secretaria de Finanças – Arrecadação, quantias suficientes à liquidação das obrigações financeiras ora pactuadas. PARÁGRAFO ÚNICO. O MUNICÍPIO se compromete a manter a conta de centralização de receitas próprias referida no *caput* e a somente substituir a instituição depositária após comunicação à UNIÃO, por intermédio da Secretaria do Tesouro Nacional, e ciência ao AGENTE, e desde que a nova instituição depositária se manifeste formalmente de acordo com os termos deste Contrato, no que se refere às obrigações do DEPOSITÁRIO.”

‘suspensa a execução das cláusulas de contragarantia dos contratos em questão (docs. 1 e 2), sem observância do direito à notificação e defesa prévias, devidamente sopesadas e apreciadas, bem assim, a suspensão de todos os efeitos que lhe seriam imputados na condição de devedor, inclusive os reflexos em restrições legais que impedem o acesso e a obtenção a novos financiamentos...’ até a reapreciação desta decisão pelo Ministro Relator ou a sua submissão por ele dessa decisão ao Colegiado para o seu referendium.⁸¹⁴

Como vem sendo a tônica do presente trabalho, nota-se também com relação à possibilidade de concessão de garantias pelo Estado em operações estruturadas um espaço tanto para oportunidades como para descontrolo e riscos fiscais. A possibilidade de concessão de garantias é central para a eficácia das operações estruturadas enquanto mecanismo de alocação de recursos para o atingimento de objetivos públicos, visando ao desenvolvimento econômico e social do país. Contudo, a concessão de garantias pode representar a origem de contingências fiscais nem sempre adequadamente mapeadas e que podem, se realizadas, comprometer o planejamento financeiro e orçamentário do Estado.

A partir desse diagnóstico, justifica-se a atenção que vem sendo dada ao tema, tanto do ponto de vista do direito administrativo, quando do direito financeiro. Entretanto, é preciso afastar alguns mitos que se implantaram ao longo do tempo e que procuramos apresentar neste item do presente trabalho, em especial o mito da inconstitucionalidade da concessão de garantias públicas em face do artigo 100 da CF/88 e, em face totalmente oposta, o mito da gratuidade da concessão de garantias pelo setor público e da sua neutralidade em relação às estatísticas fiscais.

⁸¹⁴ ACO n. 2972, rel. Ministro Ricardo Lewandowsky, DJE n. 18 (01 de fevereiro de 2017).

CONCLUSÕES

Se por um lado as operações estruturadas revelam um Estado que se reinventa no sentido de conferir maior eficiência à sua ação e, assim, melhor atingir os objetivos que fundamentam a sua existência, por outro, essas mesmas operações podem representar risco de distorções na alocação de recursos no tempo e no espaço, com consequências sobre a noção de justiça inter-regional e intergeracional.

Ainda que as operações estruturadas sejam operações financeiras complexas, que, por isso, demandam conhecimentos técnicos especializados e um nível mais acentuado de discricionariedade da parte do administrador público, não se pode prescindir do papel do jurista na correta interpretação do ordenamento vigente aplicável a essas operações, sob pena de fazer reinar sobre o tema insegurança jurídica prejudicial ao desenvolvimento de projetos públicos de investimento.

Considerada a perspectiva de longo prazo dessas operações, ressalta-se que a participação dos poderes políticos deve se dar por meio de instituições jurídicas que assegurem a neutralização do oportunismo político de curto prazo, assegurando que a sua intervenção na aprovação, acompanhamento e avaliação das operações estruturadas se dê por meio de perspectiva integrada com os demais instrumentos jurídicos de planejamento, sejam eles os instrumentos setoriais de planejamento, sejam eles instrumentos orçamentários, tais como o PPA, a LDO e a LOA.

Isso não significa, ao contrário do que às vezes se propõe, igualar as regras relativas às operações estruturadas ao que existe atualmente para a contratação de operações de crédito, dado que a flexibilidade de formas é uma das condições necessárias para que o Estado possa adequadamente aproveitar das oportunidades de implementação de objetivos específicos por meio de operações diferenciadas. Nada obstante, é necessário observar os pontos de intersecção entre os temas, de maneira a permitir antecipar potenciais contingências fiscais decorrentes do abuso de tais operações estruturadas. Na mesma linha, é preciso atentar-se ao tema de maneira a evitar a contratação de operações de crédito sob o disfarce de operações estruturadas, o que poderia acontecer, como argumentamos no presente trabalho, em operações como securitizações, PPPs, locações por encomenda etc. A diferença, em muitos casos, poderá residir na simples redação de uma cláusula contratual, sendo fundamental a compreensão da forma como são alocados os riscos e compromissos nestas operações entre o Poder Público e o investidor privado.

Como aperfeiçoamento à legislação, é preciso que esta exija maior transparência quanto aos fundamentos da decisão sobre as fontes de financiamento adotadas pelo Estado, seus custos e seus benefícios. Ao contrário de simplesmente impor restrições abstratas

e pouco precisas às operações de crédito, como faz hoje, é preciso que a legislação imponha ao administrador a obrigação de revelar à população os objetivos almejados com as suas ações, não apenas no que se refere às decisões de investimento, como também às decisões de financiamento.

Com relação a este último ponto, é preciso ainda que a legislação assegure, por meio de parâmetros mínimos de transparência, que não seja desrespeitada a máxima das finanças que sugere que o administrador não tome as decisões de investimento a partir das decisões de financiamento. Em outras palavras, é preciso assegurar, quanto às operações estruturadas, que a sua disponibilidade não termine por viabilizar investimentos de baixo retorno social, os quais, na ausência de recursos decorrentes de tais operações, não seriam priorizados pelo Estado. De outra forma, o desrespeito a tal premissa poderá vir a representar o maior risco das operações estruturadas quanto aos seus efeitos sobre o endividamento público.

Conclui-se, finalmente, com a ideia de que o desenvolvimento brasileiro depende, em grande medida, da mobilização de capitais que pode ser proporcionada pelas operações estruturadas. A disponibilidade desses capitais, neste contexto, é fortemente afetada pela qualidade do marco normativo relativo à matéria, donde se insere não apenas o conjunto de textos legais em sentido amplo, mas, principalmente, a interpretação e a aplicação desse subsistema normativo no dia a dia. É preciso, assim, que as regras sejam claras e estáveis, contribuindo para uma tomada de decisão transparente, com adequada precificação dos riscos envolvidos.

REFERÊNCIAS

- ABRAHAM, Marcus. *Curso de direito financeiro brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 2015.
- AGARWALA, A.N; SINGH, S.P. *A economia do subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2010.
- ALMEIDA, Fernando Dias Menezes de. *Contrato administrativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- ALMEIDA, Fernando Dias Menezes de. Tratado de direito administrativo: controle da administração pública e responsabilidade do Estado. DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella (Coord.). *Tratado de direito administrativo*, v. 7. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.
- ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. *O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação*. São Paulo: FDUSP (Dissertação de Mestrado), 2012.
- ARAGÃO, Alexandre Santos. Empresa público-privada. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, pp. 33-68, v. 890, Revista dos Tribunais, dez. 2009.
- ARELLANO, Luis Felipe Vidal. Administração pública gerencial e Direito Penal burocrático: implicações na dogmática penal da aplicação do gerencialismo na administração pública brasileira. *Revista Brasileira de Ciências Criminais*, v. 89, p. 215-238, 2011.
- ARELLANO, Luis Felipe Vidal. Contribuições de teoria econômica e de relações internacionais ao entendimento do processo de competição tributária. In: PINTO, Sergio Luiz de Moraes; MACEDO, Alberto Macedo; ARAÚJO, Wilson José de Araújo. (Org.). *Gestão Tributária Municipal e Tributos Municipais*, v. 4. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 410-430.
- ASCARELLI, Túlio. O contrato plurilateral. In: *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 1999.
- ASSONI FILHO, Sérgio. *Crédito público e responsabilidade fiscal*. Porto Alegre: Núria Fabris Editora, 2007.
- ASSONI FILHO, Sérgio. Empréstimos públicos e sua natureza. *Revista da Faculdade de Direito*, Universidade de São Paulo, v. 99, São Paulo, 2004.
- ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.
- ATALIBA NOGUEIRA, José Geraldo de. Patrimônio administrativo – empresas estatais delegadas de serviço público – regime de seus bens – execução de suas dívidas. *Revista trimestral de direito público*. Volume 7. São Paulo: Malheiros, 1994.

ÁVILA, Humberto. *Teoria dos princípios: da definição à aplicação dos princípios jurídicos*. São Paulo: Malheiros, 2015.

AZEVEDO, Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. São Paulo: Saraiva, 2013.

BACHA, Edimar. O fisco e a inflação: uma interpretação do caso brasileiro. *Revista de economia política*, v. 14, n. 1(53), jan-mar. 1994.

BALEEIRO, Aliomar. *Introdução à ciência das finanças*. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). *Reformulação dos Meios de Pagamento – Notas Metodológicas*. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/ftp/infecon/NM-MeiosPagAmplp.pdf>. Último acesso em 26 de junho de 2017.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Guía metodológica: iniciativa ciudades emergentes y sostenibles*. [s.l.]: BID, 2014.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Liderando el desarrollo sostenible de las ciudades: unidad temática gestión financiera subnacional*. [s.l.]: BID, 2014.

BANCO INTERAMERICANO DE DESARROLLO (BID). *Sostenibilidad urbana en America Latina y el Caribe*. [s.l.]: BID, 2011.

BANCO MUNDIAL. *Como revitalizar os investimentos em infraestrutura no Brasil: políticas públicas para uma melhor participação do setor privado, v. I, relatório principal*. Washington D.C.: Banco Mundial, 2007.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. Regime jurídico das empresas estatais. *RDP/83*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1987.

BEAUGRAND, Philippe; LOKO, Boileau; MLACHILA, Montfort. The choice between external and domestic debt in financing budget deficits: the case of central and west african countries. *IMF Working Paper 02/79*, FMI, maio/2002.

BENEMOND, Fernanda Henneberg. *Contratos built to suit*. São Paulo: Almedina, 2015.

BERCOVICI, Gilberto. *Constituição econômica e desenvolvimento: uma leitura a partir da constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2005.

BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica. In: *Boletim de Ciências Econômicas XLIX*, Coimbra, 2006, pp. 57-77.

BERLE, Adolf Augutus; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan Company, 1933.

BINENBOJM, Gustavo. As parcerias público-privadas e a vinculação de receitas dos fundos de participação como garantia das obrigações do poder público. In: JUSTEN FILHO, Marçal; SCHWIND, Rafael Wallbach. *Parcerias público privadas: reflexões sobre os 10 anos da Lei 11.079/2004*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, pp. 475-491.

BLANK, Leland; TARQUIN, Anthony. *Engenharia econômica*. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

- BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan. *Investimentos*. Porto Alegre: AMGH, 2015.
- BRUNHOFF, Suzanne. A instabilidade monetária internacional. In: CHESNAIS, François. *A mundialização financeira*. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, pp. 39-74.
- BUDINA, Nina; BRIXI, Hana Polackova; IRWIN, Timothy. Public-private partnerships in the new the new EU member states: managing fiscal risks. *World Bank: working paper n. 114*. Washington D.C.: World Bank, 2007.
- CAE/SF – COMISSÃO DE ASSUNTOS ECONÔMICOS DO SENADO FEDERAL. *Parecer CAE n. 463/2016*, Relator Senador Lindbergh Farias. Brasília: 26 de abril de 2016.
- CÂMARA, Jacintho Arruda; NOHARA, Irene Patrícia. *Tratado de direito administrativo: licitação e contratos administrativos, v. 6 (Coord. Maria Sylvia Zanella Di Pietro)*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.
- CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015.
- CARRASQUEIRA, Simone de Almeida. *Investimentos das empresas estatais e endividamento público*. Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado em Direito da Universidade Gama Filho, no Rio de Janeiro, como parte dos requisitos para a obtenção do título de Mestre em Direito. Rio de Janeiro: UGF, 2006.
- CARVALHO, André Castro. *Direito da infraestrutura: perspectiva pública*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.
- CARVALHO, André Castro. *Vinculação de receitas públicas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim *et alii*. *Economia monetária e financeira: teoria e política*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- CARVALHO, Márcio Tavernard Martins de. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- CATAPANI, Márcio Ferro. *Títulos públicos: natureza jurídica e mercado – LFTs, LTNs, NTNs, TDAs e Tesouro Direto*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.
- CENTER FOR GLOBAL DEVELOPMENT. *Working paper n. 402: Guarantees, Subsidies, or Paying for Success? Choosing the Right Instrument to Catalyze Private Investment in Developing Countries*. CGD: may, 2015.
- CHALHUB, Melhim Namem. A fidúcia no sistema de garantias reais do direito brasileiro. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, v. 2, pp. 113-139, mai.-ago. 1998.
- CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- CHANG, Ha-Joon. The Economics and Politics of Regulation. *Cambridge Journal of Economics*, n. 21, v. 6, 1997.
- CHENERY, H.; BRUNO, M. Development alternatives in an open economy: the case of Israel. *Economic Journal*, March, 1962.

CHESNAIS, François. Introdução geral. In: CHESNAIS, François. *A mundialização financeira*. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, pp. 8-38.

CHICK, Victoria. Uma questão de relevância: a Teoria Geral na época de Keynes e na nossa. In: *Sobre moeda método e Keynes: ensaios escolhidos*. pp. 19-54. Campinas: Unicamp, 2010.

COASE, Ronald H. A natureza da firma. In: *A firma, o mercado e o direito*. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

COASE, Ronald H. The problem of social cost. *The journal of law & economics*, v. III, p. 1-44, Out. 1960.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE (CFC). *Norma Brasileira de Contabilidade, NBC TSP Estrutura Conceitual*. Brasília: CFC, 2016. Disponível em: http://www2.cfc.org.br/sisweb/sre/detalhes_sre.aspx?Codigo=2016/NBCTSPEC&arquivo=NBCTSPEC.doc. Último acesso em 12 de junho de 2018.

CONTI, José Maurício. Artigos 32 a 39. In: MARTINS, Ives G. S. e NASCIMENTO, Carlos V. (coord.). *Comentários à lei de responsabilidade fiscal*. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 275-305.

CONTI, José Maurício. *Federalismo Fiscal e Fundos de Participação*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2001.

CORDONIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COSTA, Carlos Eugênio Ellery Lustosa da. Sustentabilidade da dívida pública. In SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena O.; MEDEIROS, Otávio L. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional / Banco Mundial, 2009, pp. 81-9.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Brasil dos bancos*. São Paulo: Edusp, 2014.

DALLARI, Dalmo de Abreu. *Elementos de teoria geral do estado*. São Paulo: Saraiva, 2005.

DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. Government arrears in fiscal adjustment programs. BLEJER, Mario I.; CHEASTY, Adrienne. *How to measure fiscal deficit*. Washington: IMF [Kobo Edition], 1993, pp-143-175.

DIETERICH BOPP, Frederico. Mitigação de risco para projetos de parcerias público-privadas no Brasil: a estruturação de garantias públicas. *Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) – Monografia*. BID: [sl], 2015.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito administrativo*. São Paulo: Atlas, 2010.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Do direito privado na administração pública*. São Paulo: Atlas, 1989.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Tratado de direito administrativo: Teoria geral e princípios do direito administrativo, v. 1*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014

- DRAGO, Luis Maria. *Les emprunts d'état et leurs rapports avec la politique internationale*. Paris: Pedone, 1907.
- EHLERS, Torsten. *BIS Working Papers n. 454: understanding the challenges for infrastructure finance*. BIS: Aug. 2014. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/work454.pdf>. Último acesso em: 15 de março de 2017.
- EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- EPEC – European PPP Expertise Center. *Risk distribution and balance sheet treatment: practical guide*. Luxembourg: EPEC, 2011.
- ESTORNINHO, Maria João. *A Fuga para o Direito Privado: Contributo para o Estudo da Atividade de Direito Privado da Administração Pública*. Coimbra: Almedina, 1996.
- EUROPEAN PARLIAMENT. DIRECTORATE-GENERAL FOR EXTERNAL POLICIES. POLICY DEPARTMENT. *Financing for development post-2015: improving the contribution of private finance*. Belgium: April, 2014.
- EUROSTAT. *Manual on government deficit and debt*. Luxembourg: EUROSTAT, 2014. Disponível em: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-GQ-14-010/EN/KS-GQ-14-010-EN.PDF. Último acesso: 6 de novembro de 2014.
- FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexões do endividamento nas relações federativas brasileiras. In: CONTI, José Mauricio; SCAFF, Fernando Facury; BRAGA, Carlos Eduardo Faraco (orgs.). *Federalismo fiscal: questões contemporâneas*. Florianópolis: Conceito Editorial, 2010, p. 437-460.
- FAVERO JUNIOR, Osvaldo Zanetti. *Securitização de ativos e transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: FEA-USP (Dissertação de Mestrado. Orientador: Eliseu Martins), 2014.
- FERGUSON, Niall. *The ascent of money: a financial history of the world*. London: Penguin Books, 2009.
- FERREIRA, Alcides. Origens e evolução da Secretaria do Tesouro Nacional. In: BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2017.
- FERREIRA, Ivan Fecury Sydrião. *A Economia Política do Endividamento Público em uma Federação: um estudo comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos*. São Paulo: EAESP/FGV, 1998. 77p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado em Administração Pública e Governo da EAESP/FGV, Área de Concentração: Planejamento e Finanças Públicas).
- FRANCO, Antonio Celso Pinheiro. Fundo de investimento imobiliário. *Revista do Instituto dos Advogados de São Paulo*, vol. 15/2005, pp. 347-351, jan./jun. 2005.
- FRANCO, Gustavo H B. O Conselho Monetário Nacional como autoridade monetária: das origens aos dias atuais. In: BACHA, Edmar. *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2017.

FREITAS, Daniela Bandeira. Eficiência jurídica no mercado: um instrumento a serviço da democracia. In: *Direito administrativo e democracia econômica*. Fórum, 2012, pp. 77-104.

FRIEDMAN, Lee S. *The microeconomics of public policy analysis*. Princeton: Princeton University, 2002.

FURTADO, Celso. *Formação econômica do Brasil*. São Paulo: Cia das Letras, 2007.

GIACOMUZZI, José Guilherme. *Estado e contrato: supremacia do interesse público versus igualdade, um estudo comparado sobre a exorbitância no contrato administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2011.

GIAMBIAGI, F.; ALÉM, A. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*. Rio de Janeiro: Campus, 2011.

GOMES, Orlando. Introdução ao direito civil. Forense: Rio de Janeiro, 2008.

GORDILLO, A. El Contrato de Crédito Externo. In: GORDILLO, A. *Tratado de Derecho Administrativo y Obras Selectas*. Buenos Aires: FDA, 2013, vol. 7, p. 417-442.

GRAEBER, David. *Dívida: os primeiros 5.000 anos*. São Paulo: Três Estrelas, 2016.

GRAU, Eros Roberto. Execução contra estatais prestadoras de serviço público. *Revista trimestral de direito público*, v. 7. São Paulo: Malheiros, 1994.

GREMAUD, Amaury P.; TONETO Jr., Rudinei. Descentralização e endividamento municipal: formas, limites e possibilidades. *Revista Nova Economia*, Belo Horizonte, jul/dez 2002, pp. 109-130.

GREMAUD, Amaury P.; VASCONCELLOS, Marco Antonio; TONETO Jr., Rudinei. *Economia brasileira contemporânea*. São Paulo: Atlas, 2012.

GUTTMANN, Robert. As mutações do capital financeiro. In: CHESNAIS, François. *A mundialização financeira*. Lisboa: Instituto Piaget, 1996, pp. 751-755.

HAMILTON, Alexander. *First report on public credit*. Disponível em: http://www.wwnorton.com/college/history/archive/resources/documents/ch08_02.htm. Último acesso em 12 de julho de 2015.

HARADA, Kiyoshi. *Direito financeiro e tributário*. São Paulo: Atlas, 2002.

HARDIN, Garret. The tragedy of the commons, *Science*, v. 162, n. 3859, pp. 1243-1248, December 13, 1968.

HAYEK, F.A. *O caminho da servidão*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises Brasil, 2010.

HIRSCHMAN, A. *Estratégia do desenvolvimento econômico*. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

HORTA, Guilherme Tinoco de Lima. *Administração da dívida pública: um estudo para o caso brasileiro*. XVI Prêmio Tesouro Nacional de Monografias: Política Fiscal e Dívida Pública. Brasília: 2011.

IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. *Government Finance Statistics Manual 2014*. Washington: International Monetary Fund, 2014.

- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. Modernizing the Framework for Fiscal Policy and Public Debt Sustainability Analysis. New York: FMI, 2011. Disponível em: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/080511.pdf>. Último acesso: 10 de novembro de 2014.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND. Public-private partnerships. New York: FMI, 2004. Disponível em: <https://www.imf.org/external/np/fad/2004/pifp/eng/031204.pdf>. Último acesso: 10 de novembro de 2014.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARION, José Carlos. *Contabilidade comercial*. São Paulo: Atlas, 2016.
- JOHNSON, Simon. The rise of sovereign wealth funds. *Finance and development*, v. 44, n. 3. IMF: Sept. 2007.
- KAPPELER, Andreas; NEMOZ, Mathieu. Public-private partnerships in Europe: before and during the recent financial crisis. In: European Investment Bank (BEI). Economic and financial report. Luxembourg: BEI, 2010.
- KELSEN, Hans. *Teoria pura do direito*. São Paulo: Martins Fontes, 2003.
- KOTLIKOFF, Laurence J., Deficit delusion. *The public interest*, n. 84. Summer, 1986, pp. 53-65. Disponível em: https://www.kotlikoff.net/sites/default/files/deficit_delusion_0.pdf. Último acesso 18 de junho de 2018.
- KRUGMAN, Paul; OBSFELF, Maurice. *Economia internacional*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- KUGLER, Herbert Morgenstern; NAKAYAMA, Taryta. Do conceito de “despesa de captação”, previsto pelo art. 3º, § 8º, da lei 9.718/1998 para fins de cálculo das contribuições sociais pis e cofins das companhias securitizadoras de créditos imobiliários. *Revista tributária e de finanças públicas*, vol. 102, pp. 135-149, *Revista dos Tribunais*, jan.-fev. 2012.
- LEITE, Cristiane Kerches da Silva. *O processo de ordenamento fiscal no Brasil na década de 90 e a Lei de Responsabilidade Fiscal*. Tese (Doutorado em Ciência Política) – Faculdade de Filosofia, Letras e Ciências Humanas, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Disponível em <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/8/8131/tde-25052007-143625/pt-br.php>. Último acesso em 18 de julho de 2018.
- LEVIN, Jonathan. The cash deficit: rationale and limitations. BLEJER, Mario I.; CHEASTY, Adrienne. *How to measure fiscal deficit*. Washington: IMF [Kobo Edition], 1993, pp-128-142.
- LEWIS, W. A., O desenvolvimento econômico com oferta ilimitada de mão-de-obra (1954). AGARWALA, A.N; SINGH, S.P. (Orgs.) *A economia do subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2010.
- LIMA, Oliveira. *O reconhecimento do Império: história da diplomacia brasileira*. Rio de Janeiro: Topbooks, 2015.
- LOCHAGIN, Gabriel Loretto. A unificação dos orçamentos públicos pela Constituição de 1988. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury et al. *Orçamentos públicos e direito financeiro*. São Paulo: Revista Editora dos Tribunais, 2011. 1342 p.

LOCHAGIN, Gabriel Loretto. *Elementos jurídicos da reestruturação internacional da dívida pública*. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

LOPREATO, Francisco Luiz Cazeiro. *O colapso das finanças estaduais e a crise da federação*. São Paulo: Unesp, 2002, p. 145-171.

LUCAS JR. Robert E. On the mechanics of economic development. *Journal of monetary economics*, n. 22, North Holland, 1988, pp. 3-42.

MACKENZIE, G.A. Are all summary indicators of the stance of fiscal policy misleading?. BLEJER, Mario I.; CHEASTY, Adrienne. *How to measure fiscal deficit*. Washington: IMF [Kobo Edition], 1993, pp-43-70.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. *Concessões*. Belo Horizonte: Fórum, 2016.

MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio. *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades – de acordo com as normas internacionais e do CPC*. São Paulo: Atlas, 2013.

MARX, Karl. *O capital – livro 1: o processo de produção do capital*. São Paulo: Boi Tempo, 2017.

MARX, Karl. O rendimento e suas fontes: a economia vulgar. In: *Os pensadores*, v. XXXV. São Paulo: Abril Cultural, 1974.

MATTOS FILHO, Ari Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, v.1, tomo 2. São Paulo: FGV, 2015.

MAXIMILIAN, Paulo. *Contratos bancários*. Rio de Janeiro: Forense, 2015.

MÁXIMO Luciano. Investimento mais forte em infraestrutura deve ficar para 2019. *Valor Econômico*. São Paulo: Organizações Globo, [2000?]. Diário. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/brasil/5320495/investimento-em-infraestrutura-mais-forte-deve-ficar-para-2019>>. Acesso em: 20 jul. 2018.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito municipal brasileiro*. São Paulo: Malheiros, 2014.

MING, Celso. As PPP não decolaram. *O Estado de São Paulo*, São Paulo, 5 de março de 2011. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/blogs/celso-ming/2011/03/05/as-ppps-nao-decolaram/>. Último acesso: 06 de novembro de 2014.

MODIGLIANI, Franco; ALDO, Albert. The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 1, Part 1, pp. 55-84, Mar., 1963. Disponível em: https://www.econ.nyu.edu/user/violante/NYUteaching/MTA/Spring14/Readings/ando_aer.pdf. Último acesso em 19 de junho de 2018.

MODIGLIANI, Franco. The role of intergenerational transfers and life cycle saving in the accumulation of wealth. *Journal of economic perspectives*, v. 2, n. 2, pp. 15-40, Spring, 1988.

MOURA, Alkimar R. Notas sobre a independência operacional e a supervisão bancária do Banco Central. In: BACHA, Edmar (Org.). *A crise fiscal e monetária brasileira*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2017.

- NEVES, Daniel Amorim Assumpção. *Manual de direito processual civil*. Salvador: Jus-Podvum, 2016.
- NOGUEIRA, José Geraldo de Ataliba. *Empréstimos públicos e seu regime jurídico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.
- NUNES, Cleucio Santos. Comentários aos arts. 71 a 74. In: CONTI, José Maurício (Coord.). *Orçamentos públicos: a lei n. 4.320/1964 comentada*. São Paulo: RT, 2014, pp. 235-257.
- NUNES, José Avelãs. *Industrialização e desenvolvimento – a economia política do ‘modelo brasileiro de desenvolvimento’*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- OATES, Wallace. The role of fiscal decentralization in economic growth. *Center for the institutional reform and the informal sector*. College Park: University of Maryland, 1993, pp. 237-243.
- OLIVEIRA, Fernão Justen. Garantias ao parceiro privado e comprometimento fiscal. In: JUSTEN FILHO, Marçal; SCHWIND, Rafael Wallbach. *Parcerias público-privadas: reflexões sobre os 10 anos da Lei 11.079/2004*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015, pp. 459-474.
- OLIVEIRA, Gesner; MARCATO, Fernando S.; SCAZUFCA, Pedro. Como destravar as parcerias público-privadas. In: OLIVEIRA, Gesner; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Orgs.). *Parcerias público-privadas: experiências, desafios, propostas*. Rio de Janeiro: LTC, 2013, pp. 11-47.
- OLIVEIRA, Rafael Carvalho Rezende. *Licitações e contratos administrativos*. São Paulo: Método, 2015.
- OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Dívida pública e operações de crédito. *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, São Paulo, v. 12, n. 57, 2004, p. 203-220.
- OLIVEIRA, Rogério Ceron de. *Evolução das finanças municipais: o caso da cidade de São Paulo – 1995-2010*. Campinas: Unicamp (Dissertação de Mestrado), 2012.
- OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*. Belo Horizonte: Fórum, 2013.
- OCTAVIANI, Alessandro. A Bênção de Hamilton na Semiperiferia: Ordem Econômico-Social e os Juros da Dívida Pública Interna. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury. (Coord.). *Orçamentos Públicos e Direito Financeiro*. São Paulo: RT, 2011, p. 1179-1205.
- PALERMO, Fernanda Kellner de Oliveira. As parcerias público-privadas como geradoras de crédito imobiliário. *Revista de direito imobiliário*, vol. 60/2006, pp. 54-79, jan./jun. 2006.
- PALERMO, Fernanda Kellner de Oliveira. O fundo de investimento imobiliário. *Revista de direito imobiliário*, vol. 53/2002, pp. 142-159, jul./dez. 2002.
- PANIZZA, Ugo. Domestic and External Public Debt in Developing Countries. Geneva: United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD. *Discussion Papers no 188*, mar./2008. Disponível em http://www.unctad.org/en/docs/osgdp20083_en.pdf.

PAZ FERREIRA, Eduardo M. H. *Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado*. Coimbra: Almedina, 1995.

PEACOCK, Alan; WISEMAN, Jack. *The growth of public expenditure in the united kingdom*. Great Britain: Ipswich Book, 1967.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Artigo 2º: itens 21 a 24. In: SOUZA JR., Francisco Satiro. PITOMBO, Antônio Sérgio de Moraes (Coords). *Comentários a lei de recuperação de empresas e falência*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Aspectos jurídicos do pós-negociação de ações*. São Paulo: Almedina, 2013.

PERELMAN, Chaïm; OLBRECHTS-TYTECA, Lucie. *Tratado da argumentação: a nova retórica*. São Paulo: Martins Fontes, 2005.

POLANYI, Karl. *A grande transformação*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PREBISCH, Raúl. O desenvolvimento econômico da América Latina e alguns de seus problemas principais. *Boletín económico de América Latina*, vol. VII, n. 1, Santiago do Chile, 1962. Disponível em <http://archivo.cepal.org/pdfs/cdPrebisch/003.pdf>. Último acesso em 19 de junho de 2018.

PGE/SP – PROCURADORIA GERAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. Consultoria Jurídica da Secretaria da Fazenda do Governo do Estado de São Paulo: Parecer n. 611/2010. São Paulo: 2010.

PGFN – PROCURADORIA GERAL DA FAZENDA NACIONAL. Parecer PGFN/CAF n. 1579/2014. Brasília: 2014.

PGFN – PROCURADORIA GERAL DA FAZENDA NACIONAL. Parecer PGFN/CAF n. 1975/2012. Brasília: 2012.

PGFN – PROCURADORIA GERAL DA FAZENDA NACIONAL. Parecer PGFN/CAF n. 2900/2007. Brasília: 2007.

PINTO, Élide Graziane. *Controle da Administração do Endividamento Público*. Belo Horizonte: UFMG (Tese de Doutorado), 2006, p. 321-391.

PINTO JÚNIOR, Mario Engler. *Empresa Estatal: função econômica e dilemas societários*. São Paulo: Atlas, 2013.

PIRES, Daniela Marin. *Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*. São Paulo: Almedina, 2015.

PIRES, Roberto Rocha C. Beyond the fear of discretion: flexibility, performance, and accountability in the management of regulatory bureaucracies. *Regulation and Governance*, Volume 5, Issue 1, pp. 43–69, 2011.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Comentários à Constituição de 1967: com a emenda n. 1, de 1969*, T. 3. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1969.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado: Parte geral, Introdução. Pessoas físicas e jurídicas*, T. 1. São Paulo: RT, 2012.

- PORTO, Telmo Giolito. Futuro sombrio para as PPPs. *Valor Econômico*, São Paulo, 31 de março de 2015. Caderno A, Opinião, p. 14.
- RAGSDALE, Cliff T. *Spreadsheet modeling and decision analysis: a practical introduction to management science*. Virginia: Cengage Learning, 2012.
- RAWLS, John. *Uma teoria da justiça*. São Paulo: Martins Fontes, 2016.
- REBOUL, Olivier. *Introdução à retórica*. São Paulo: Martins Fontes, 2004.
- REIS, Ricardo Ferreira; SARMENTO, Joaquim Miranda. A ascensão e queda das parcerias-público privadas em Portugal. In: OLIVEIRA, Gesner; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Orgs.). *Parcerias público-privadas: experiências, desafios, propostas*. Rio de Janeiro: LTC, 2013, pp. 145-157.
- ROCHA, Fabiana. Déficit público e a sustentabilidade da política fiscal: teoria e aplicações. In: BIDERMAN, Ciro; ARVATE, Paulo. *Economia do setor público*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004, pp. 493-507.
- ROQUE, Pamela Romeu. *Securitização de créditos vencidos e pendentes de pagamento e risco judicial*. São Paulo: Almedina, 2014.
- ROSENSTEIN-RODAN, P. N. Problemas de industrialização da Europa do leste e do sudeste (1943). AGARWALA, A.N; SINGH, S.P. (Orgs.) *A economia do subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2010.
- SACHS, Jeffrey D.; LARRAIN B., Felipe. *Macroeconomia*. São Paulo: Person Education do Brasil, 2000.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2015.
- SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2014.
- SARJENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis – Quarterly Review*. Minneapolis: Fall, 1981.
- SCAFF, Fernando Facury. Crédito Público e Sustentabilidade Financeira. *Revista Direito à Sustentabilidade*. Unioeste, v. 1, n. 1, 2014, pp. 34-47.
- SCAVONE JÚNIOR, Luiz Antonio. *Direito imobiliário: teoria e prática*. Rio de Janeiro: Forense, 2015.
- SCHIRATO, Vitor Rhein. *As empresas estatais no direito administrativo econômico atual*. São Paulo: Saraiva, 2016.
- SCHIRATO, Vitor Rhein. Os sistemas de garantia nas parcerias público-privadas. *Fórum de Contratação e Gestão Pública – FCGP*, Belo Horizonte, ano 10, n. 109, p. 29-55, jan. 2011.
- SCHUMPETER, Joseph A. *The theory of economic development*. Oxford University: New York, 1980.
- SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL (STN). *Instrução de procedimentos contábeis IPC 13 – Cessão de direitos creditórios*. Brasília: STN, 2018. Disponível em: http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/391196/CPU_IPC_13_Cessao_de_Di

reitos_Creditorios.pdf/b4948cfc-b812-406d-b694-0c4c274af055. Último acesso em 12 de junho de 2018.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Manual de contabilidade aplicada ao setor público (MCASP)*. Brasília: STN, 2014.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Manual de Demonstrativos Fiscais: aplicado à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios* (7a. ed.). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Subsecretaria de Contabilidade Pública, Coordenação-Geral de Normas de Contabilidade Aplicadas à Federação, 2017.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL (STN). *Manual de Demonstrativos Fiscais: aplicado à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios* (8a. ed.). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, Subsecretaria de Contabilidade Pública, Coordenação-Geral de Normas de Contabilidade Aplicadas à Federação, 2018.

SERRANO, Franklin; SOUZA, Luiz Daniel Willcox. O modelo de dois hiatos e o supermultiplicador. *Revista economia contemporânea*, pp. 37-64, n. 4(2), Rio de Janeiro, jul./dez. 2000.

SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otavio Ladeira. Conceito e estatísticas da dívida pública. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena O.; MEDEIROS, Otávio L. (Orgs.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional / Banco Mundial, 2009, pp. 101-128.

SILVA, Antônio Marcello da. Leasing, arrendamento mercantil e endividamento público. In: *Doutrinas essenciais de direito empresarial – v. 4*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

SILVA, Isabella Fonte Boa Rosa. Endividamento subnacional em um contexto federativo: o caso brasileiro. *Cadernos de Finanças Públicas*. Brasília: ESAF, ano III, n. 3, jun. 2002, pp. 59-126. Disponível em <http://www.esaf.fazenda.gov.br/esafsite/publicacoesesaf/caderno-financas/CFP3/CFP_n3_art3.pdf>

SILVA, José Afonso da. Uma história da lei brasileira de responsabilidade fiscal. *RDU*, pp. 126-154, Porto Alegre, 2016.

SIQUEIRA, Geraldo Magela. *Câmbio e capitais internacionais: o relacionamento financeiro do Brasil com o exterior*. São Paulo: Aduaneiras, 2016.

SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de royalties do petróleo. *Revista de direito bancário e do mercado de capitais*, vol. 16, pp. 60-82, Revista dos Tribunais, abr-jun. 2002.

STELLA, Peter. Toward defining and measuring the fiscal impact of public enterprises. BLEJER, Mario I.; CHEASTY, Adrienne. *How to measure fiscal deficit*. Washington: IMF [Kobo Edition], 1993, pp. 233-265.

STIGLITZ, Joseph E. *Economics of the public sector*. New York: Norton, 1999.

STREECK, Wolfgang. The Politics of Public Debt. Neoliberalism, Capitalist Development, and the Restructuring of the State. *MPiFG Discussion Paper 13-7*. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln. July 2013.

- STURZENEGGER, Luiz Carlos. A doutrina do patrimônio de afetação e o novo sistema de pagamentos brasileiro. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 11, p. 229, Jan. 2001.
- SUNDFELD, Carlos Ari. Opinião legal fornecida ao Banco do Estado do Rio Grande do Sul, relativa a operação envolvendo o Estado do Rio Grande do Sul e a Caixa de Administração da Dívida Pública Estadual S/A – CADIP.
- SZTAJN, Rachel. Quotas de fundos imobiliários: novo valor mobiliário. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, n. 93, pp. 104-109, *Revista dos Tribunais*, jan.-mar. 1994.
- TANZI, Vito. Fiscal deficit measurement: basic issues. BLEJER, Mario I.; CHEASTY, Adrienne. *How to measure fiscal deficit*. Washington: IMF [Kobo Edition], 1993, pp-29-42.
- TANZI, Vito; BLEJER, Mario I.; TEIJEIRO, Mario O. Effects of inflation on measurement of fiscal deficits: conventional versus operational measures. BLEJER, Mario I.; CHEASTY, Adrienne. *How to measure fiscal deficit*. Washington: IMF [Kobo Edition], 1993, pp-201-220.
- TANZI, Vito; SCHUKNECHT, Ludger. *Public spending in the 20th century: a global perspective*,
- TER-MINASSIAN, Teresa; CRAIG, Jon. Control of subnational government borrowing. In TER-MINASSIAN, Teresa (ed.). *Fiscal federalism in theory and practice*. Washington: International Monetary Fund, 1997, pp. 156-172.
- TERRA, Marcelo. Reflexões registrárias sobre o fundo de investimento imobiliário. *Revista de direito imobiliário*, vol. 36/1995, p. 57-71, jan./dez. 1995.
- TORRES, Heleno Taveira. *Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira*. São Paulo: RT, 2014.
- TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO – TCU. *Acórdão 1798/2015 – Plenário*. Relator Ministro José Múcio Monteiro, sessão 22.7.2015.
- U.S. SUPREME COURT, *South Dakota v. Dole* 483 U.S. 203 (1987). Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/483/203/>. Último acesso em 26 de junho de 2017.
- VALENÇA, Marcelo José Lomba. *Built to suit* – operação de crédito imobiliário estruturada. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. V. 27., pp. 328-343. São Paulo: RT, jan/mar 2005
- VELJANOVSKI, Cento. Economic Approaches to Regulation. In Baldwin, R., Cave, M. & Lodge, M. *Oxford Handbook of Regulation*. Oxford University Press, pp. 17-36, 2010.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. *Curso de direito comercial – volume 3*. São Paulo: Malheiros, 2012.
- VINER, Jacob. A economia do desenvolvimento (1953). AGARWALA, A.N; SINGH, S.P. (Orgs.) *A economia do subdesenvolvimento*. Rio de Janeiro: Contraponto, 2010.

VULOVIC, Violeta. The effect of subnational borrowing control on fiscal sustainability: how to regulate? *IEB Working Paper n. 2010/36*, jun./2010. Disponível em <<http://www.ieb.ub.edu/aplicacio/fixters/SM10Vulovic.pdf>>. Último acesso em 15 de abril de 2016.

WACKS, Raymond. *Philosophy of law: a very short introduction*. Oxford: Oxford University [Kobo Edition], 2014.

WALD, Arnaldo. Da natureza jurídica do fundo imobiliário. *Revista Forense*, v. 309, pp. 9-14, jan.-mar. 1990.

WALD, Arnaldo. Os fundos imobiliários. *Revista dos tribunais*, vol. 706/1994, pp. 252-253, ago. 1994.

WAPSHOTT, Nicholas. *Keynes Hayek the clash that defined modern economics*. New York: W. W. Norton, 2011.

WILLIANSO, John. *A short history of the washington consensus*. Disponível em <https://piie.com/publications/papers/williamson0904-2.pdf>. Último acesso em 30 de junho de 2017.

WOOD, Philip R. *Law and practice of international finance*. London: Thomson Reuters, 2008.

WORLD BANK INSTITUTE. Municipal finances: a learning program for local governments. *Module 01 Intergovernmental Finances in a Decentralized World (Printable course material)*. [s.l]: WB, [s.d].

ZANCHIM, Kleber Luiz. Fundos especiais e projetos de infraestrutura. In: CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury. *Orçamentos públicos e direito financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, pp. 957-972.