

# INEXIGIBILIDADE DA LICITAÇÃO, NA FORMA DA LEI Nº 8.666/93, PARA GESTÃO DOS RECURSOS DA PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR DOS SERVIDORES PÚBLICOS POR INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS

Felipe Derbli de Carvalho Baptista\*

**Sumário:** 1. Introdução; 2. Uma questão prévia: modalidades de investimentos; 3. Da impossibilidade de enquadramento da seleção de instituições financeiras nos procedimentos previstos na legislação federal de licitações e contratos administrativos; 4. Da interpretação razoável da exigência legal do procedimento licitatório: a licitação como princípio; 5. Possíveis critérios para o processo seletivo das instituições financeiras; 6. Conclusões.

## 1. Introdução

Nos últimos meses, a crise econômica internacional renovou o debate sobre o controle das despesas correntes da Administração Pública e deu novo fôlego ao tema da previdência complementar dos servidores públicos. A União e várias outras unidades federadas, como São Paulo e Rio de Janeiro, publicaram leis que, em cumprimento dos §§ 14 a 16 do art. 40 da Constituição Federal de 1988, instituíram os regimes de previdência complementar para seus servidores.

A formação de reservas para o futuro pagamento de benefícios levanta a questão da política de investimentos dessas reservas, destinada a assegurar o pagamento dos benefícios contratados e, nesse tema, a possibilidade de terceirização da gestão dos investimentos para instituições financeiras. Considerando, então, que o art. 40, § 15, da Constituição Federal, com a redação introduzida pela Emenda Constitucional nº 41/03, assinala a *natureza pública* das entidades fechadas de previdência complementar dos servidores, é intuitivo afirmar que a seleção dessas instituições financeiras se dará mediante *licitação*. Entretanto, uma tentativa de conformação dessa seleção aos procedimentos licitatórios, tais como previstos na legislação de regência, gera sérias perplexidades, em virtude das características específicas dos mercados financeiro e de capitais.

A questão central do estudo, portanto, diz respeito à aplicabilidade dos procedimentos licitatórios previstos na Lei nº 8.666/93 para a seleção das instituições financeiras às quais a entidade fechada de previdência complementar dos servidores públicos confiará a gestão dos recursos garantidores dos seus planos de benefícios,

\* Procurador do Estado do Rio de Janeiro.

particularmente quando optar pela aplicação financeira em fundos de investimentos. Trata-se de problema relevante, na medida em que o legislador específico (federal, estadual ou municipal, conforme o caso) preverá, em regra, a realização da licitação para a contratação dessas instituições.

Tome-se como exemplo a legislação federal, que serviu ou servirá de inspiração a muitas leis estaduais e municipais que, dentro do respectivo âmbito de competências legislativas, adotarão os entes federados. A Lei Federal nº 12.618, de 30 de abril de 2012, que institui o regime de previdência complementar dos servidores públicos federais, titulares de cargos efetivos, e autoriza a criação de três entidades – quais sejam, a *Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Executivo (Funpresp-Exe)*, a *Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Legislativo (Funpresp-Leg)* e *Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal do Poder Judiciário (Funpresp-Jud)* – dispõe, em textual:

Art. 15. A aplicação dos recursos garantidores correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos dos planos de benefícios da Funpresp-Exe, da Funpresp-Leg e da Funpresp-Jud obedecerá às diretrizes e aos limites prudenciais estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN).

§ 1º A gestão dos recursos garantidores dos planos de benefícios administrados pelas entidades referidas no *caput* poderá ser realizada por meio de carteira própria, carteira administrada ou fundos de investimento.

§ 2º As entidades referidas no *caput* contratarão, para a gestão dos recursos garantidores prevista neste artigo, somente instituições, administradores de carteiras ou fundos de investimento que estejam autorizados e registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

§ 3º A contratação das instituições a que se refere o § 2º deste artigo será feita mediante *licitação*, cujos *contratos* terão prazo total máximo de execução de 5 (cinco) anos.

§ 4º O *edital da licitação* prevista no § 3º estabelecerá, entre outras, disposições relativas aos *limites de taxa de administração e de custos que poderão ser imputados aos fundos*, bem como, no que concerne aos *administradores, a solidez, o porte e a experiência em gestão de recursos*.

§ 5º Cada *instituição* contratada na forma deste artigo poderá administrar, no máximo, 20% (vinte por cento) dos recursos garantidores correspondentes às reservas técnicas, aos fundos e às provisões.

§ 6º As instituições referidas no § 5º deste artigo não poderão ter qualquer ligação societária com outra instituição que esteja concorrendo na mesma licitação ou que já administre reservas,

provisões e fundos da mesma entidade fechada de previdência complementar.

No exemplo adotado, percebe-se haver entendido o legislador que: (i) a relação entre a entidade fechada de previdência complementar e a instituição financeira será sempre de natureza *contratual*; (ii) sendo assim, a contratação deverá ser precedida de *licitação*, (iii) necessariamente do tipo *técnica e preço*; e (iv) o certame não se prestará a selecionar necessariamente *um único* contratante – ao revés, caso se opte, *e.g.*, pela terceirização integral da gestão dos recursos garantidores, será necessário selecionar pelo menos 5 (cinco) instituições financeiras.

Entretanto, o que se pretende sustentar é a inaplicabilidade de qualquer das modalidades de licitação previstas na Lei n.º 8.666/93 (*convite, tomada de preços ou concorrência*) ou mesmo o *pregão*, regido pela Lei Federal n.º 10.520/2002, para a aplicação financeira, sobretudo quando em fundos de investimentos. Esta última modalidade, a rigor, é facilmente descartada, na medida em que se percebe, de imediato, que as aplicações financeiras de entidades fechadas de previdência complementar em fundos de investimentos estão longe de se caracterizar como um *serviço comum*, mesmo porque, sendo necessariamente do tipo *técnica e preço*, jamais se coadunará com a utilização do *pregão*. Quanto às demais modalidades, em especial a *concorrência*, hajam vista os altos valores envolvidos, o problema merece um exame bem mais detido.

## 2. Uma questão prévia: modalidades de investimentos

Por determinação do §15 do art. 40 da Constituição Federal, o regime de previdência complementar dos servidores públicos subordina-se às normas gerais insculpidas no art. 202, igualmente da Carta Magna de 1988; este, por sua vez, remete à disciplina de lei complementar, que se dá nos termos da Lei Complementar n.º 109, de 29 de maio de 2001. Nesse mesmo sentido, o art. 2º da Lei Complementar n.º 108, também de 29 de maio de 2001, que dispõe sobre a relação entre os entes da Administração Pública Direta e Indireta e suas respectivas entidades fechadas de previdência complementar, expressamente determina que “[a]s regras e os princípios gerais estabelecidos na Lei Complementar que regula o caput do art. 202 da Constituição Federal aplicam-se às entidades reguladas por esta Lei Complementar, ressalvadas as disposições específicas”.

No que concerne à gestão dos recursos garantidores dos planos de benefícios, a Lei Complementar n.º 109/01 dispõe, *verbis*:

Art. 9º As entidades de previdência complementar constituirão reservas técnicas, provisões e fundos, de conformidade com os critérios e normas fixados pelo órgão regulador e fiscalizador.

§ 1º A aplicação dos recursos correspondentes às reservas, às provisões e aos fundos de que trata o caput será feita conforme diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

Por seu turno, o Conselho Monetário Nacional (CMN) expediu a Resolução n.º 3.792, de 24 de setembro de 2009, que estabelece as diretrizes de aplicação dos referidos recursos garantidores. Nesse mister, classifica os investimentos das entidades fechadas de previdência complementar nas seguintes categorias:

- renda fixa, como, por exemplo, os títulos públicos federais (art. 18);
- renda variável, como as ações de companhias abertas e as debêntures com participação nos lucros (art. 19);
- investimentos estruturados, como as cotas dos fundos de investimento imobiliário (art. 20);
- investimentos no exterior, como os Brazilian Depositary Receipts – BDRs (art. 21);
- imóveis, incluindo-se os destinados a aluguel e renda (art. 22); e
- operações com participantes, como os empréstimos efetuados a participantes (art. 23).

Estabelece, ainda, a mencionada Resolução CMN (arts. 35 a 41) que os investimentos se submetem a limites de alocação, sendo certo, por exemplo, que até 100% (cem por cento) dos recursos de cada plano de benefícios podem ser alocados em títulos públicos federais, ao passo que os limites para a renda variável são de até 70% (setenta por cento dos recursos), os de investimentos estruturados, de até 20% (vinte por cento), os de imóveis, de até 8% (oito por cento) e os de operações com participantes, de até 15% (quinze por cento). São fixados, ainda, limites máximos de alocação por emissor, impedindo-se, por exemplo, que mais de 10% de recursos de um plano de benefícios ou mais de 25% (vinte e cinco por cento) da soma de todos os recursos sejam aplicados em um mesmo fundo referenciado de ações.

Como se observa, trata-se de uma hipótese de *deslegalização* ou *delegificação*, na qual o legislador cometeu a disciplina do tema expressamente à esfera infralegal, confiando-a ao órgão encarregado da definição da política monetária nacional. Registre-se, apenas como premissa teórica indispensável, que aqui não se vislumbra qualquer violação ao princípio da legalidade, vez que a matéria, porquanto intimamente relacionada com a macroeconomia, se submete a dinâmica própria, que dificilmente seria adequadamente tratada por lei formal<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Nesse sentido, confira-se a lição de ALEXANDRE SANTOS DE ARAGÃO: “A lei não é o instrumento para *de per se* efetivar mudanças concretas na realidade social. Os seus atributos de permanência e generalidade contrastam com as necessidades de inserção concreta na vida social e contínua adaptação à realidade (dar conta de problemas sociais e econômicos concretos e individualizados, realizar obras, controlar preços e fusões empresariais, fornecer medicamentos etc.). A lei pode, em grande parte, disciplinar o atendimento a essas necessidades, mas não há como, pela sua própria natureza, atender às mesmas diretamente no mundo concreto.” (ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Curso de Direito Administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 2012, p. 60.

### 3. Da impossibilidade de enquadramento da seleção de instituições financeiras nos procedimentos previstos na legislação federal de licitações e contratos administrativos

Observe-se que, como acima relatado, a legislação de regência impõe a *diversificação* dos investimentos. Explique-se a razão: é importante assinalar que *qualquer modalidade de investimento, sem exceção, está sujeita a algum grau de risco*. Por seu turno, as entidades fechadas de previdência complementar dos servidores públicos, evidentemente, enquadram-se na definição de *investidores institucionais* e, portanto, têm o dever legal de investir parte do seu patrimônio no mercado financeiro<sup>2</sup>, com o que necessariamente se exporão a risco. A diversificação se presta a reduzir a exposição ao risco de mercado, como ensina ALEXANDRE ASSAF NETO, *verbis*:

“Dessa maneira, pode-se introduzir que o risco total de qualquer ativo é definido pela sua parte *sistemática* (risco sistemático ou conjuntural) e *não sistemática* (risco específico ou próprio do ativo).

O risco *sistemático* é inerente a todos os ativos negociados no mercado, sendo determinado por eventos de natureza política, econômica e social. Cada ativo comporta-se de forma diferente diante da situação conjuntural estabelecida. Não há como se evitar totalmente o risco sistemático, sendo indicada a diversificação da carteira de ativos como medida preventiva para a redução desse risco.

O risco definido por *não sistemático* é identificado nas características do próprio ativo, não se alastrando aos demais ativos da carteira. É um risco intrínseco, próprio de cada investimento realizado, e sua eliminação de uma carteira é possível pela inclusão de ativos que não contenham correlação positiva entre si. Por exemplo, as carteiras diversificadas costumam conter títulos de renda fixa e de renda variável, os quais são atingidos de maneira diferente diante de uma elevação dos juros da economia; [...]”<sup>3</sup>

Tem-se, então, que, quanto maior for a possibilidade de a entidade de previdência complementar diversificar sua carteira de investimentos e, com isso, pulverizar o risco, melhor. Parece correto concluir, então, que um processo seletivo que adote uma das modalidades de licitação previstas na Lei nº 8.666/93, que, por definição, são restritivos – uma vez que limitam o universo de selecionados durante o prazo contratual –, criar, em maior ou menor medida, limites a essa diversificação.

<sup>2</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9. edição. São Paulo: Atlas, 2009, p. 282.

<sup>3</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9. edição. São Paulo: Atlas, 2009, p. 220-221. Sobre a classificação do risco financeiro, confrim-se também YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 27; LIMA, Iran Siqueira et al.. *Mercados de Investimentos Financeiros*. 2. edição. São Paulo: Atlas, 2008, p. 268 e seguintes.

Nessa linha de raciocínio, mais consentâneo com a seleção das instituições financeiras para fins de investimentos seria a adoção de procedimentos que resultassem não na escolha de um, mas de vários vencedores, à semelhança do que se dá com o *credenciamento*<sup>4</sup>, mas sem prejuízo da instauração de rito competitivo, em que se alcançassem alternativas mais vantajosas para as entidades previdenciárias.

Além da diversificação, os investimentos das entidades fechadas de previdência complementar dos servidores públicos também precisam de *agilidade*. De acordo com o art. 32 da Lei Complementar nº 109/2001, o objeto das entidades fechadas de previdência complementar é a administração e execução dos planos de benefícios de natureza previdenciária.

É de imediata constatação que a administração de recursos financeiros inclui-se entre as atividades-fim dessas entidades, uma vez que, para o atendimento dos planos de benefícios, impõe-se a administração das contribuições e outros eventuais ingressos patrimoniais que formarão a respectiva base de custeio. Ora, dentre as medidas inseridas no conceito de *administração* decerto estará a realização de aplicações financeiras; se assim não fosse, bastaria manter as receitas em uma conta-corrente, restringindo-se às movimentações necessárias ao pagamento de suas obrigações.

Tratando-se a previdência complementar, no entanto, de um regime de capitalização<sup>5</sup>, é de imediata constatação que as aplicações financeiras estão incluídas no negócio central (*core business*) das entidades fechadas de previdência complementar dos servidores públicos.

Permitam-se aqui breves, mas necessários parênteses, para que se explique a associação feita entre as aplicações financeiras dessas entidades e o conceito de *atividade negocial*. O que se quer sustentar é que *as aplicações efetuadas com o objetivo de obtenção de rendimentos financeiros se traduzem numa atividade econômica, ainda que não revestida de conteúdo empresarial*.

Nesse sentido, os entes gestores da previdência complementar dos servidores públicos assumem a posição de *agentes econômicos* e, com isso, posicionam-se praticamente no meio do caminho entre a Administração Direta e as empresas estatais, aproximando-se mais dos particulares no que concerne à realização de investimentos financeiros.

Pois bem. Sendo investidores institucionais, cumpre-lhes buscar obter a melhor rentabilidade possível de seus recursos em favor de seus participantes e beneficiários, de tal modo que não poderá, em nenhuma hipótese, desprezar o *custo de oportunidade*, relacionado com o “*não ganho*” que decorreria de uma aplicação

<sup>4</sup> O *credenciamento* é ato jurídico unilateral que, na feliz classificação de DIOGO DE FIGUEIREDO MOREIRA NETO (*Curso de Direito Administrativo*. 15. edição. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 176-177), consubstancia-se num *ato administrativo negocial*, que contém uma *declaração de vontade* da Administração Pública coincidente com uma *pretensão* do administrado. Para o eminente jurista, é um ato que possui um *embrião de bilateralidade*, na medida em que pressupõe uma manifestação receptícia de vontade do administrado.

<sup>5</sup> Isto é, um regime em que se constitui uma reserva para investimentos que busquem uma rentabilidade capaz de atingir a meta atuarial do regime e, assim, suportar as posteriores despesas com os benefícios a conceder.

financeira. Nessa ordem de ideias, é imperioso que as entidades disponham de *mobilidade* para, diante das circunstâncias macroeconômicas, realizar ou modificar sua carteira de investimentos financeiros a tempo de impedir ou evitar ao máximo a perda de capital ou da oportunidade de obtenção de rendimentos, sempre dentro de margens prudenciais de exposição a risco.

Quer-se dizer, em outras palavras, que as entidades fechadas de previdência complementar dos servidores públicos precisam estar preparadas para a rápida reação a alterações na conjuntura macroeconômica que abram janelas de oportunidades de novos ganhos – sob risco controlado, frise-se – ou que possam ocasionar prejuízos.

Diante disso, é possível concluir que a realização de procedimento licitatório, em virtude da previsão legal minuciosa e – admita-se – burocrática, pode ocasionar demora às aplicações financeiras, impondo a essas entidades que suportem o *custo de oportunidade* e, assim, submetam-se à *perda da chance* de obtenção de rendimentos. Assinale-se que, em função dos valores envolvidos nas aplicações financeiras – que, nem de longe, podem ser consideradas bens ou serviços *comuns* –, a modalidade de licitação cabível seria, na grande maioria dos casos, a *concorrência* (art. 23, inciso II, alínea “c”, da Lei n.º 8.666/93), inclusive com a eventual obrigatoriedade de realização de audiência pública (art. 39 da mesma lei), o que certamente importaria prazos dilatados.

É de se concluir, então, que a licitação para aplicação financeira – que, no caso, é uma *atividade econômica* e constitui *finalidade essencial* das entidades fechadas de previdência complementar dos servidores – constitui-lhes-á *óbice intransponível*, submetendo os seus investimentos a *risco operacional*<sup>6</sup> injustificável.

É de se entender cabível, pois, a *aplicação, por analogia, do entendimento sufragado pelo Tribunal de Contas da União nos Acórdãos n.º 1268/2003 (Plenário, Rel. Min. UBIRATAN AGUIAR) e n.º 403/2004 (Plenário, Rel. Min. UBIRATAN AGUIAR), dentre outros*<sup>7</sup>. Em tais julgados, restou vencedora a posição de que “*não se aplica a Lei n.º 8.666/93 à atividade fim das empresas públicas e das sociedades de economia mista (...) desde que os trâmites inerentes a esse procedimento constituam óbice intransponível à atividade negocial da empresa, que atua em mercado onde exista concorrência*”.

De fato, a jurisprudência do TCU é farta em precedentes envolvendo empresas estatais exploradoras de atividade econômica (especialmente a PETROBRAS) em que se autoriza a contratação direta para aquisições relacionadas com as atividades-fim, desde que:

<sup>6</sup> No jargão financeiro, *risco operacional* é aquele decorrente de falha humana ou tecnológica que possam impedir ou atrasar o cumprimento de obrigações. V., a respeito, YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 27; LIMA, Iran Siqueira et al. *Mercados de Investimentos Financeiros*. 2. edição. São Paulo: Atlas, 2008, p. 268 e seguintes; ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9. edição. São Paulo: Atlas, 2009, *passim*.

<sup>7</sup> Disponíveis em <http://www.tcu.gov.br>. Consulta em 07.08.2012.

- a *agilidade* seja essencial para o desempenho e adequação perante a concorrência de mercado; e
- a licitação seja *desvantajosa* ou *acarrete prejuízo* à empresa.

Há fundadas razões para que tal entendimento se estenda às aplicações financeiras da previdência complementar dos servidores públicos. Por óbvio, não se haverá de falar em concorrência, pois não se trata de uma atividade empresarial. No entanto, cá, como lá, cuida-se de atividade econômica, sendo certo que, em virtude do já mencionado custo de oportunidade, a *agilidade* é fator decisivo na política de investimentos de um ente previdenciário.

Demais disso, a licitação, nos termos previstos na Lei n.º 8.666/93, tornaria sobremodo moroso e burocrático o procedimento de seleção das instituições financeiras para realização das aplicações, com evidente prejuízo da agilidade e com submissão dos recursos previdenciários a risco operacional.

E não é só. Cuida-se, em última análise, de imprimir *eficiência* ao processo seletivo, detalhe que não escapou à jurisprudência do TCU acima mencionada. Com efeito, quando a adstringência ao formalismo dos rituais licitatórios submete os ativos previdenciários a maior risco e subtrai as possibilidades de obtenção de rendimentos, passa a existir um obstáculo à observância do princípio constitucional da eficiência (art. 37, *caput*), justificando-se a simplificação dos procedimentos<sup>8</sup>.

Resta esclarecido, portanto, que a licitação, tal como disciplinada na Lei n.º 8.666/93, constitui óbice intransponível à atividade-fim de realização de aplicações financeiras das entidades fechadas de previdência complementar dos servidores públicos, o que justifica, pois, a não realização de licitação.

Esse, porém, não é o único obstáculo para que sejam adotados os ritos da Lei n.º 8.666/93 para a seleção de instituições financeiras. A tipologia das licitações descrita no mencionado diploma legal, em geral, não se coaduna com a lógica que preside a escolha dentre as várias alternativas de investimentos financeiros. Permita-se aprofundar o tema com a análise de um exemplo específico: os *fundos de investimentos*.

Na definição de ALEXANDRE ASSAF NETO:

“Fundo de Investimento é descrito como um conjunto de recursos monetários, formado por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam à aplicação coletiva em carteira de títulos e valores mobiliários. [...]”<sup>9</sup>

<sup>8</sup> Sobre o conflito entre o formalismo das licitações e o princípio da eficiência, v. SOUTO, Marcos Juruena Villela. *Licitações e controle de eficiência: repensando o princípio do procedimento formal à luz do “placar eletrônico”*. In *Revista de Direito do Estado* 12: 207-222. Rio de Janeiro: Editora Renovar, out./dez. 2008.

<sup>9</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9. edição. São Paulo: Atlas, 2009, p. 282-283.

Em que pese à existência de opiniões mais recentes em contrário<sup>10</sup>, é reconhecida ao fundo de investimento a natureza jurídica de *condomínio*. Assim, o investidor que adquire cotas do fundo passa à condição de titular de fração ideal do patrimônio desse fundo<sup>11</sup>. Os fundos de investimento estão disciplinados pela Lei Federal n.º 6.385/76 e pela Instrução CVM n.º 409/2004, com suas posteriores alterações.

O patrimônio de um fundo de investimento é composto de saldo em dinheiro e de uma carteira de títulos, sejam eles públicos ou privados, ou valores mobiliários, como ações ou debêntures. Os títulos e valores mobiliários integram o patrimônio do fundo e não diretamente de seus cotistas.

Um aspecto fundamental para a compreensão do assunto é o de que os fundos de investimento devem ter seus ativos submetidos à chamada *marcação a mercado (MaM)*<sup>12</sup>. A marcação a mercado da carteira de títulos de um fundo de investimento consiste num procedimento de ajuste diário do valor de mercado desses títulos, de modo a refletir o seu efetivo valor e, com isso, evitar a transferência de ganhos e perdas entre os cotistas<sup>13</sup>.

A explicação se torna mais clara com um exemplo. Suponha-se que um fundo de investimento tenha sido constituído por três cotistas que investiram, cada um, o valor inicial de R\$ 1.000,00. Logo, o fundo será formado com uma carteira de valor inicial de R\$ 3.000,00.

Imagine-se, então, que um dos investidores deseje resgatar sua parte no investimento e o queira fazer por seu valor nominal de R\$ 1.000,00, mas, a preços de mercado, o patrimônio do fundo tenha o valor de R\$ 2.800,00, em virtude da desvalorização dos títulos que compõem sua carteira. Para tanto, os demais investidores restariam em posição desvantajosa e anti-isonômica, arcando com o enriquecimento sem causa do investidor retirante, na medida em que fizeram igual investimento inicial, mas, ao final, suportariam integralmente a desvalorização da carteira do fundo.

Feitas essas considerações, ver-se-á que não parece haver como enquadrar uma eventual licitação para escolha das instituições financeiras em qualquer dos tipos de licitação previstos na Lei n.º 8.666/93, particularmente no que toca aos fundos de investimentos.

Com efeito, o art. 45, § 1.º, da Lei Geral de Licitações e Contratos Administrativos relaciona quatro tipos de licitação, quais sejam: i) *menor preço*; ii) *melhor técnica*; iii) *técnica e preço*; e iv) *maior lance ou oferta*, restrita aos casos de alienação de bens ou concessão de direito real de uso – logo, desde já descartada para os fins deste trabalho.

<sup>10</sup> V., por exemplo, FREITAS, Ricardo dos Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

<sup>11</sup> FREITAS, Ricardo dos Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006, p. 97.

<sup>12</sup> Cf. arts. 20 e seguintes do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento (disponível em [http://www.anbima.com.br/supervisao/arqs/cod\\_fundos.pdf](http://www.anbima.com.br/supervisao/arqs/cod_fundos.pdf). Consulta em 08.08.2012.). A ANBIMA (Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais) é a entidade de autorregulação do mercado financeiro.

<sup>13</sup> ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9. edição. São Paulo: Atlas, 2009, p. 285-286.

Parece bastante claro, então, que a administração de fundos de investimento, pela própria complexidade da atividade, não poderia ser objeto de uma licitação unicamente baseada no preço – a sujeição de recursos a riscos financeiros e a busca pela melhor rentabilidade possível não poderia prescindir da avaliação da *capacidade técnica* do particular com o qual o ente previdenciário realizaria suas operações, para evitar que seus recursos sejam submetidos à administração de particulares tecnicamente despreparados para a função.

De outro giro, é igualmente correto admitir que, sendo os investimentos direcionados à busca do melhor retorno possível, não cabe apenas a escolha do tecnicamente mais capaz, mas também da maior rentabilidade possível e, ao mesmo tempo, do menor custo possível – logo, o *preço* também é um critério importante.

Destarte, uma eventual licitação para a escolha das instituições financeiras deveria ser, necessariamente, do tipo *técnica e preço*. Contudo, os critérios de técnica e preço, tais como delineados na Lei n.º 8.666/93, são inadequados para a seleção que se pretende.

Tem-se por sabido que qualquer entidade fechada de previdência complementar – incluindo as de servidores públicos –, porquanto investidor institucional, deve buscar, em seus investimentos, a maior rentabilidade possível, dentro dos parâmetros mais elevados possíveis de segurança (e, portanto, de mínima exposição possível a risco). Destarte, é possível inferir que a licitação, como procedimento destinado à escolha da *proposta mais vantajosa* para a Administração Pública, deve considerar o equilíbrio possível entre *risco e retorno*.

Nessa ordem de ideias, é certo que uma das medidas de exposição a risco decerto é a *volatilidade* do ativo, traduzida na variabilidade de preços em razão das modificações verificadas nas taxas de juros do mercado<sup>14</sup>. Com efeito, a volatilidade, quando alta, expõe o ativo a grandes variações de valor (para mais e para menos) em curtos períodos.

Observe-se, então, que, apesar de a volatilidade ser verificada de acordo com o preço de um ativo, com ele não se confunde. Um título que componha uma carteira própria um se integre a um fundo de investimentos não será mais ou menos volátil por conta de ser caro ou barato. Por conseguinte, uma instituição financeira não pode fixar a volatilidade de uma carteira de títulos – é uma variável alheia à sua vontade.

Ora bem. É de imediata constatação que a avaliação da volatilidade de um ativo é crucial para a decisão de investimento. Logo, qualquer processo seletivo de uma entidade para aplicações financeiras deve considerar a volatilidade dos fundos de investimento que oferecer. Todavia, como enquadrar o conceito de volatilidade na definição de *preço*, para fins de licitação?

A resposta é uma só: *não é possível*. Em tese, uma licitação orientada pelo preço buscará o menor preço possível dos ativos a serem adquiridos para fins de investimento. No entanto, a aquisição de cotas de um fundo de investimentos pelo menor preço possível pode expor a previdência complementar a ativos de grande volatilidade, submetendo-a a risco indesejável.

<sup>14</sup> Cf. ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 9. edição. São Paulo: Atlas, 2009, p. 158.

Conclui-se, portanto, que, para fundos de investimentos, a indispensável apreciação da volatilidade dos títulos impede a adoção do tipo de licitação de melhor preço.

Existe uma questão ainda mais séria. Como as cotas dos fundos são *marcadas a mercado* diariamente, uma licitação que selecionasse o fundo a investir pelo melhor preço “congelaria” o preço da cota para fins de aquisição pela entidade de previdência complementar. Porém, se, entre a homologação do resultado do certame e a adjudicação do objeto da licitação, a cota se valorizasse no mercado, a sua aquisição pelo valor vencedor na licitação importaria, na verdade, a transferência indevida de riqueza entre os cotistas, pois, se a entidade previdenciária adquirisse as cotas do fundo a preço inferior ao de mercado, o patrimônio do fundo seria reduzido, com prejuízo dos demais investidores.

Demais disso, uma fixação de preços, ainda que, por absurdo, desconsiderasse a volatilidade, ainda teria outra variável a considerar: o custo (taxa de administração e outras despesas). Entretanto, é possível admitir que fundos de investimentos com altas taxas de administração também tenham, dependendo de suas estratégias, de sua carteira e do cenário macroeconômico, rentabilidades interessantes, ao passo que, em tese, não é impossível que fundos de investimentos de rentabilidades baixas também tenham reduzidas taxas de administração. Tem-se, pois, que o menor custo não seria o melhor parâmetro.

Contudo, o critério da técnica também é inadequado. Uma licitação do tipo “melhor técnica” ou “técnica e preço” tomaria em consideração a capacidade técnica do licitante. O art. 46, § 1.º, inciso I, da Lei n.º 8.666/93 elenca, dentre os critérios adequados para a avaliação técnica, a capacitação e a experiência do proponente, a qualidade técnica da proposta e a qualificação das equipes técnicas mobilizadas para sua execução. Obviamente, seriam elementos relevantes para o processo seletivo, mas, dependendo da composição da carteira de títulos que compõem o patrimônio do fundo de investimentos, podem não ser capazes de alcançar a melhor rentabilidade.

Quer-se dizer que, em determinados casos, mesmo a melhor gestão de carteira possível, dada a sua composição, pode não gerar a melhor rentabilidade, pelo que a habitual média ponderada entre técnica e preço utilizada nas licitações poderá ocasionar distorções.

*Conclusões parciais: da impossibilidade de reprodução da competição do mercado de fundos de investimentos no ambiente de licitação.*

Pelas razões acima elencadas, há que se concluir, forçosamente, que a complexidade e a dinâmica das operações do mercado financeiro não poderão ser adequadamente reproduzidas no ambiente da licitação, tal como desenhado na Lei n.º 8.666/93.

Quer-se dizer, com isso, que a competição, tal como realmente ocorre no mercado, não será replicada numa concorrência, gerando *distorções que, ao final, poderão comprometer a efetiva escolha da proposta mais vantajosa (aquela compreendida como aquela que atinge o ponto ótimo entre risco e rentabilidade do investimento)*. Logo, existe, sim, uma *inviabilidade de competição*, nos termos

previstos no art. 25, *caput*, da Lei n.º 8.666/93, que justificaria a inexigibilidade de licitação. Ressalte-se que não é inviável *uma* competição, mas *a* competição existente no mercado financeiro.

Recorde-se que, de acordo com o art. 3.º da Lei n.º 8.666/93, a licitação destina-se à garantia da isonomia e à seleção da proposta mais vantajosa. Eventualmente, poderá a licitação reequilibrar as relações concorrenciais, corrigindo distorções do próprio mercado, o que revelaria seu potencial de geração de efeitos regulatórios. Porém, não é disso que aqui se trata.

Uma licitação – sob a modalidade de *concorrência* ou mesmo de *tomada de preços* – para a escolha de instituições financeiras para os investimentos de uma entidade fechada de previdência complementar de servidores públicos não será capaz, pelas razões já aduzidas, de criar a competição nos moldes em que se dá, de fato, no mercado financeiro, podendo, inclusive, ocasionar quebra de isonomia e prejuízo na seleção da proposta mais vantajosa. Não há comparar a complexidade do mercado financeiro, por exemplo, com a escolha de empreiteira para a realização de uma obra pública, por maior que seja o porte dessa obra.

Tem-se como claro, pois, que, no caso vertente, a licitação será inexigível, à luz do art. 25, *caput*, da Lei n.º 8.666/93, por inviabilidade de competição, aqui compreendida como a reprodução, em toda a sua complexidade, do ambiente competitivo do mercado financeiro. Trata-se, no magistério de MARÇAL JUSTEN FILHO, de uma hipótese de inexigibilidade de licitação decorrente de inviabilidade de competição relacionada, por sua vez, com a natureza do objeto contratado. Nas palavras do jurista do Paraná, *verbis*:

“Na segunda categoria, podem existir inúmeros sujeitos desempenhando a atividade que satisfaz o interesse público. O problema da inviabilidade de competição não é de natureza *numérica*, mas se relaciona com a natureza da atividade a ser desenvolvida ou de peculiaridade quanto à própria profissão desempenhada. Não é viável a competição porque características do objeto funcionam como causas inepeditivas. [...]

[...] situação em que a licitação, tal como estruturada legalmente, torna-se via inadequada para obtenção do resultado pretendido. A licitação não cumpre a função a ela reservada (seleção da proposta mais vantajosa) porque sua estrutura não é adequada a tanto.

Até se poderia imaginar possível algum tipo de seleção entre potenciais contratados, mas isso somente seria praticável se outra fosse a estruturação do procedimento.

Por outro lado, impor a licitação em casos de inexigibilidade conduziria a frustrar o interesse público. A Administração

Pública ou não obterá proposta alguma ou selecionaria propostas inadequadas a satisfazer o interesse público.”<sup>15</sup>

A mesma linha de considerações pode ser estendida a outras modalidades de investimentos, como a manutenção de ações em carteira administrada, nas quais, tão ou mais importantes do que o valor dos ativos, a capacidade técnica da instituição financeira ou o valor da taxa de custódia ou de administração (conforme o caso) serão outras variáveis de difícil ou impossível reprodução no ambiente de licitação, como a volatilidade e a rentabilidade do ativo, dentre outros.

#### 4. Da interpretação razoável da exigência legal do procedimento licitatório: a licitação como princípio

Resta, então, a pergunta: como interpretar as exigências legais que determinem a realização de processo de licitação pública para a escolha de entidades com as quais se realizarão aplicações financeiras, como, por exemplo, no caso da Lei Federal nº 12.618/2012, acima transcrita?

A resposta a esta questão encontra-se na compreensão da licitação como um princípio. Em outras palavras, ainda que não aplicáveis os ritos da licitação previstos na Lei nº 8.666/93, decerto permanecerá obrigatória a realização de *processo público, isonômico e competitivo para a seleção das instituições financeiras, com regras previamente determinadas*.

Consequentemente, *restará aplicável o art. 3.º da Lei nº 8.666/93, a impor a observância dos “princípios básicos da legalidade, da impessoalidade, da moralidade, da igualdade, da publicidade, da probidade administrativa, da vinculação ao instrumento convocatório, do julgamento objetivo e dos que lhes são correlatos”*.

Vale dizer: demonstrou-se no tópico anterior que a adoção das regras procedimentais da licitação ocasionaria a violação dos próprios princípios que a orientam, notadamente os da isonomia, da competição e da escolha da proposta mais vantajosa. Mister, portanto, a invocação do *princípio da razoabilidade*, na sua vertente da *equidade*<sup>16</sup>, para afastar a aplicação dos ritos legalmente previstos na Lei nº 8.666/93, em favor do atendimento aos princípios básicos das licitações.

Quer-se dizer que, conquanto inaplicáveis os ritos licitatórios da Lei nº 8.666/93, a escolha das instituições financeiras jamais poderá ser discricionária, cumprindo ao RIOPREVIDÊNCIA atender ao disposto no art. 3.º do mencionado diploma e, assim, adotar *processo seletivo vinculado*, que atenda à principiologia da legislação nacional atinente às licitações.

<sup>15</sup> JUSTEN FILHO, Marçal. *Comentários à Lei de Licitações e Contratos Administrativos*. 9. ed.. São Paulo: Dialética, 2002, p. 270-271.

<sup>16</sup> Sobre a *razoabilidade-equidade* como postulado normativo de afastamento da aplicação de regras quando conflitam com os princípios que lhes servem de suporte, v. ÁVILA, Humberto. *Teoria Dos Princípios (Da Definição à Aplicação dos Princípios Jurídicos)*. 13. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2012.

#### 5. Possíveis critérios para o processo seletivo das instituições financeiras

Uma seleção de instituições financeiras para a gestão dos investimentos das entidades fechadas de previdência complementar dos servidores públicos, no compromisso de observar os princípios constitucionais e legais concernentes às licitações, deve valer-se de critérios objetivos. Recorde-se, então, que, de modo a permitir a diluição do *risco sistemático*, deve o processo seletivo culminar na escolha do maior número possível de instituições financeiras.

Caberá, então, a cada entidade fechada de previdência complementar dos servidores públicos adotar regulamentos para tais processos seletivos que exijam, ao mesmo tempo, qualificação técnica das instituições financeiras e potencial<sup>17</sup> vantagem econômica nos produtos de investimentos por ela oferecidos. É possível propor alguns parâmetros para a definição desses critérios.

Uma boa inspiração pode ser a Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, também do Conselho Monetário Nacional, que dispõe sobre os limites de alocação dos investimentos dos regimes próprios de previdência (obrigatória) dos servidores públicos, norma de inegável proximidade com o tema em apreço. A indigitada Resolução CMN nº 3.922/10 exige que as instituições financeiras tenham o seu funcionamento autorizado pelo Banco Central, assim como as instituições gestoras de valores mobiliários sejam autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e que sejam, mediante classificação elaborada por agência classificadora de risco (*rating*) em funcionamento no Brasil, tidas como de baixo risco de crédito ou de boa qualidade de gestão e de ambiente de controle de investimentos (art. 15, §§ 1º e 2º).

Seriam requisitos de habilitação, aos quais outros podem ser adicionados. Uma ideia interessante é exigir boa posição no ranqueamento da ANBIMA (Associação Brasileira de Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais), a entidade de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais, responsável pela edição de *códigos de melhores práticas*, que tencionam elevar o padrão ético das operações de mercado para além do estritamente conforme à lei. Não é novidade no Direito Público a recepção de normas e procedimentos de autorregulação, como se verifica, por exemplo, na Instrução CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, por intermédio da qual foi disciplinado o procedimento simplificado de registro de ofertas públicas realizado por entidades autorreguladoras conveniadas com a CVM para esse fim<sup>18</sup>. Recomendável, também, seria exigir a inexistência de aplicação de penalidades pelos entes regulatórios (Banco Central e CVM) por determinado período, requisito tendente a garantir a segurança das operações.

<sup>17</sup> Diz-se *potencial* vantagem porque as rentabilidades passadas de quaisquer investimentos não podem representar a garantia de ganhos futuros, dadas as inúmeras variáveis de risco envolvidas.

<sup>18</sup> Sobre a valia das normas de autorregulação, destaque-se a seguinte lição: “A maior eficácia das normas auto-reguladoras decorre do fato de elas serem elaboradas pelos próprios membros do mercado, a partir de sua experiência concreta no desenvolvimento dos negócios, tornando-as mais flexíveis e de mais fácil adequação às mudanças das circunstâncias dos mercados. Ademais, a participação dos próprios regulados na disciplina de suas atividades também leva à maior eficácia da regulação, derivada da aceitação e observância menos litigiosa de sua parte.” (ELIZIRIK, Nelson et al.. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 198.)

Resolvida a questão da habilitação, alguns critérios de seleção propriamente dita podem ser sugeridos, como a volatilidade dos produtos de investimento oferecidos pelas instituições financeiras – este um critério fundamental, como antes apontado –, a rentabilidade líquida (isto é, descontados os tributos, as taxas de administração e outras despesas), a variação do patrimônio líquido dos fundos de investimento (que impacta nos limites máximos de alocação de recursos), dentre outros, sem prejuízo da consideração do porte econômico e a experiência das instituições financeiras candidatas.

## 6. Conclusões

Diante do acima exposto, são atingidas as seguintes conclusões:

1. é inviável a licitação, nos ritos da Lei n.º 8.666/93, para a seleção de instituições financeiras para aplicações financeiras pelas entidades fechadas de previdência complementar dos servidores públicos, em razão:

- a. de constituição, pela licitação, de óbice intransponível à sua atividade-fim de realização de investimentos financeiros, admitindo-se, por isso, a aplicação, por analogia, do entendimento do Tribunal de Contas da União relativo à estatais, sufragado, por exemplo, nos Acórdãos n.º 1268/2003 (Plenário, Rel. Min. UBIRATAN AGUIAR) e n.º 403/2004 (Plenário, Rel. Min. UBIRATAN AGUIAR), dentre outros;

- b. da inviabilidade de competição prevista no *caput* do art. 25 da Lei n.º 8.666/93, aqui compreendida como a impossibilidade de reprodução da competição existente no mercado financeiro, em virtude de sua complexidade e dinamismo;

2. ainda que inexigível a licitação com uso dos procedimentos previstos na Lei n.º 8.666/93, resta aplicável a principiologia do art. 3.º do mesmo diploma legal, de tal modo que o art. 24, inciso VI, da Lei Estadual n.º 3.189/99 deve ser interpretado como a *exigência legal de um procedimento seletivo público, isonômico e competitivo para a seleção das instituições financeiras, com regras previamente determinadas*

3. o processo seletivo deve culminar na escolha do maior número possível de instituições financeiras, de modo a permitir a diluição do *risco sistemático*, decorrente das circunstâncias macroeconômicas, à semelhança do que se dá

com o *credenciamento*, mas sem prejuízo da instauração de rito competitivo, em que se alcançassem alternativas mais vantajosas para as entidades previdenciárias;

4. cumprirá à entidade fechada de previdência complementar dos servidores públicos editar regulamento que estabeleça requisitos objetivos de habilitação, como, a autorização de funcionamento do Banco Central ou da CVM, conforme o caso, o baixo risco de crédito ou de boa qualidade de gestão e de ambiente de controle de investimentos, de acordo com classificação emitida por agência classificadora de risco (*rating*) em funcionamento no Brasil, a exemplo do que se dá na seleção de instituições financeiras para gestão de investimentos dos regimes próprios de previdência dos servidores públicos, e outros, como o ranqueamento elaborado por entidade de autorregulação dos mercados financeiro e de capitais e a inexistência de aplicação de penalidades pelos entes regulatórios (Banco Central e CVM) por determinado período;

5. o referido regulamento deverá observar, outrossim, critérios objetivos de seleção, como, por exemplo, volatilidade dos produtos de investimento oferecidos pelas instituições financeiras, a sua rentabilidade líquida e a variação do patrimônio líquido dos fundos de investimento, sem prejuízo da consideração do porte econômico e a experiência das instituições financeiras candidatas.