

CENTRO DE ESTUDOS JURÍDICOS

Parecer Conjunto nº 01/2001 – Marcos Juruena Villela Souto/Henrique Bastos Rocha

Securitização de Recebíveis – Royalties do Petróleo – Contratação do Banco do Brasil – Comparação entre a Noção de Securitização e a Definição de Operação de Crédito – Cessão, pelo Estado, a Sociedade de Propósito Específico (SPE) Securitizadora, dos Valores Recebíveis – Mecanismos de Fiscalização e Controle das Atividades da SPE. O Papel do Agente Fiduciário dos Debenturistas – A Ação Preferencial de Classe Especial (Golden Share).

Senhor Procurador-Geral,

I

O Estado do Rio de Janeiro, por meio da Secretaria de Estado de Fazenda, deu início a estudos com vistas à captação de recursos financeiros por meio de operação de securitização lastreada nos créditos oriundos dos *royalties* do petróleo, conforme previsão na Lei nº 7.990/98 e Lei nº 9.478/97, formulando à Procuradoria-Geral do Estado diversos questionamentos acerca da viabilidade jurídica da operação em face da LRF, bem como sobre a possibilidade de vir a ser implementada mediante a contratação do Banco do Brasil ou do Banco de Investimentos S/A – “BB-BI”, com dispensa de licitação, na forma do art. 24, VIII, da Lei nº 8.666/93.

De acordo com a consulta formulada, a Secretaria de Estado de Fazenda pretende estruturar operação para a obtenção de recursos financeiros através da securitização dos valores recebíveis a título de “*royalties do petróleo e participação especial*”, a que o Estado do Rio de Janeiro faz jus, nos termos do § 1º do art. 20 da Constituição Federal e das Leis nos 7.790/89 e 9.478/97.

A estrutura da operação proposta é, em síntese, a seguinte:

a) O Estado aliena a uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) os valores recebíveis a título de “*royalties do petróleo e participação especial*”, relativos a um período a ser definido.

b) A SPE obtém recursos através de empréstimo a ser tomado em instituição financeira ou através de emissão pública de debêntures quirografárias.

c) Com os recursos obtidos, a SPE paga ao Estado o valor devido pela cessão dos direitos aos recebíveis, parte em dinheiro e parte em debêntures subquirografárias.

d) No vencimento da operação de empréstimo ou na data do resgate das debêntures quirografárias, a SPE paga o empréstimo obtido junto à instituição financeira ou resgata as debêntures quirografárias.

e) Após reservar recursos para sua liquidação, a SPE resgata as debêntures subquirografárias do Estado, se houver sobra de recursos, e é liquidada.

A utilização do mecanismo de emissão de debêntures subquirografárias e sua utilização como parcela do pagamento ao Estado pela cessão dos recebíveis tem como finalidade ajustar o valor a ser pago ao Estado 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.

II

1. Introdução

A crise de energia acarretou um duplo prejuízo às entidades federadas, seja pela queda de arrecadação do ICMS diretamente incidente sobre o fornecimento de tal serviço, seja pela redução, em geral, do nível de atividades econômicas, implicando numa diminuição da comercialização de bens e serviços, com significativo impacto para os cofres públicos (objeto, inclusive, de ação de responsabilização civil em face da União com vistas ao ressarcimento de tais prejuízos).

Em função disso, o Erário passa por dificuldades em honrar os compromissos com servidores e fornecedores, sendo forçado a empreender verdadeira “*engenharia financeira*” para obter recursos para o atendimento de suas obrigações.

Há, pois, nítida preocupação de suprir deficiência do orçamento fiscal, como forma de viabilizar o atendimento do princípio da continuidade dos serviços públicos.

Daí a proposta de securitização de recebíveis relativos aos *royalties* do petróleo.

O método adotado para resposta aos quesitos pretende enfrentar a justificativa da edição da Lei de Responsabilidade Fiscal, comparando os conceitos e instrumentos nela adotados para a limitação da dívida pública com a noção de securitização, o que, como se pretenderá demonstrar, não desautoriza a interpretação formulada pela consultante, no sentido de que a securitização não estaria acolhida pelo conceito de operação de crédito, embora, também como se verá, tal conceito seja por demais abrangente, gerando polêmicas que exigem o ato decisório da autoridade competente, de acolhimento de uma posição ou de outra.

2. Disciplina constitucional do tema

A Constituição Federal, em seu art. 20, IX, prevê, dentre os bens da União, “os recursos minerais, inclusive os do subsolo”.

O parágrafo primeiro do mesmo dispositivo assegura aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios a participação, nos termos da lei, nos resultados da exploração do petróleo ou gás natural.

A matéria é disciplinada pela Lei nº 7.990, de 28.12.89, com alterações previstas na Lei nº 8.001, de 13.03.90, sendo os recursos distribuídos pela Secretaria do Tesouro Nacional, nos termos da Lei nº 9.478/97 e Decreto nº 2.705/98, conforme cálculos fornecidos pela Agência Nacional do Petróleo¹.

Já o fundamento constitucional da responsabilidade fiscal está no art. 163:

“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;”

¹ Sobre o tema ver SANTOS, Sérgio Honorato dos. *Royalties do petróleo à luz do direito positivo*. Rio de Janeiro. ADCOAS, 2001, p. 25.

Faculta-se aos estados e ao Distrito Federal, respeitadas as normas gerais, bem como as resoluções do Senado Federal (art. 52, incisos V a IX, da Constituição Federal)², legislar supletivamente sobre questões específicas relativas à respectiva dívida pública, o que decorre do art. 24, I, da Constituição Federal³.

Nesse passo, o papel da Lei de Responsabilidade Fiscal é o de traçar parâmetros para a redução da dívida pública, de modo a se obter o equilíbrio orçamentário, liberando os orçamentos para a realização de projetos políticos eleitos pela sociedade ao invés de contemplarem recursos para o pagamento do serviço da dívida, seguindo cartilhas ditadas pelos agentes financeiros (o que representa verdadeira violação do princípio democrático).

Segundo FERNANDO REZENDE⁴, a dívida pública tem representado, sobretudo nas últimas décadas, um papel relevante no financiamento do desenvolvimento econômico de vários países, onde as formas mais tradicionais de captação de receita via sistema tributário seriam insuficientes para atender às necessidades de investimentos. Ademais, nos países em que a poupança interna é ainda insuficiente ou os mecanismos de sua captação são ineficientes, a dívida pública externa tem tido uma participação relevante no total da dívida pública.

A dívida pública nada mais é do que o **resultado das operações de crédito** realizadas pelos órgãos do setor público com o objetivo de antecipar a receita orçamentária ou atender a desequilíbrios orçamentários e a financiamentos de obras e serviços públicos.

A preocupação com a questão da dívida pública envolve a proteção das gerações futuras, afirmando EDUARDO MANUEL HINTZE DA PAZ FERREIRA⁵ que:

² “Art. 52 – Compete privativamente ao Senado Federal: V – autorizar operações externas de natureza financeira, de interesse da União, dos Estados, do Distrito Federal, dos Territórios e dos Municípios; VI – fixar, por proposta do Presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados do Distrito Federal e dos Municípios; VII – dispor sobre limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo poder público federal; VIII – dispor sobre limites e condições para concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno; IX – estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.”

³ Assim dispõe o art. 24 da CF: “Art. 24 – Compete à União, aos estados e ao Distrito Federal legislar concorrentemente sobre: I – direito (...) financeiro, (...)”

⁴ REZENDE, Fernando. *Finanças públicas*. São Paulo. Atlas, 1992, p. 264.

⁵ FERREIRA, Eduardo Manuel Hintze da Paz. *Da dívida pública e das garantias dos credores do Estado*. Coimbra. Almedina, 1995.

“a dívida pública pode, em certas circunstâncias, determinar uma transferência de ônus da geração presente para gerações futuras e que tem, conseqüentemente, implicações no plano de justiça intergeracional; não se pretende concluir que tais implicações sejam forçosamente negativas. (...) A idéia da adequação da dívida pública para assegurar uma distribuição justa dos encargos no financiamento das despesas públicas⁶ foi desenvolvida modernamente por Richard Musgrave, que se desinteressou da análise dos efeitos que este instrumento financeiro pode ter sobre o nível de riqueza, para apreciar apenas a possibilidade de ele servir para assegurar a distribuição dos encargos com o financiamento de uma despesa que vai beneficiar mais do que uma geração.

Na concepção de Musgrave, o princípio ‘pay-as-you-use’, que deve constituir uma regra fundamental das finanças privadas, deverá igualmente ser estendido às finanças públicas, o que significa que, ao realizar-se uma despesa pública cuja utilidade se prolonga no tempo, se deverá tentar que ela seja financiada equitativamente pelos vários beneficiários”.

3. O conceito de dívida pública

JOAN PAGÈS I GALTÉS e FRANCESC ARAGÓN I SÁNCHEZ⁷ conceituam dívida pública em sentido amplo como algo que:

“alude a la obligación de un ente público de satisfacer una deuda con posterioridad al momento en que esta nace, y por ende, también incluye obligaciones o débitos tales como las de pago aplazado o las indemnizaciones debidas por el ente público como consecuencia de su responsabilidad patrimonial”.

Em outras palavras, nada mais são que os capitais tomados como **empréstimo** por entes públicos. Lembrem os autores espanhóis que a palavra “empréstimo” caracteriza a **dívida pública**, e que este não se compara ao conceito jurídico positivo de empréstimo civil, mercantil etc. e,

6 FRANCO, Antonio L. de Sousa. *Finanças públicas e direito financeiro*. Coimbra. Almedina, p. 5: despesa pública é em termos macro-económicos uma parcela da despesa nacional e são todas despesas realizadas pelo setor público, quer de consumo, quer de investimento – se forem em bens e serviços – quer de transferência (excluindo o setor empresarial público).

7 GALTÉS, Joan Pagès I e SÁNCHEZ, Francesc Aragón I. *Cálculo del nivel de endeudamiento local*. Barcelona. Marcial Pons, 1998, p. 13.

nesse sentido, partindo da doutrina de seu país, FERREIRO⁸ explica que dívida pública é

“toda **operación de crédito** por la que el estado o otro ente público recibe una cantidad que se obliga a devolver. (...) la deuda pública se formaliza generalmente a través de un préstamo, pero puede instrumentalizarse también a través de otro tipo de relación jurídica como pueden ser el depósito o la apertura de crédito.”

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.

FRANCISCO PLEITE GUADAMILLAS⁹, ao tratar dos aspectos económicos de dívida pública, define *déficit* público, como “*necesidad de financiación de los entes públicos*” e a relaciona com a dívida pública dizendo que “*la deuda pública es un medio de financiación del déficit*.” Oferece também a diferença entre um e outro dizendo que

“la diferencia entre déficit y deuda pública, está en que el déficit se produce cuando en la actividad financiera de los entes públicos los ingresos públicos son insuficientes para financiar la totalidad de los gastos públicos, mientras que la deuda pública es un recurso jurídico-financiero que dispone el Estado para subvenir a los gastos públicos.”

Quanto à origem dos recursos, a dívida pública é *interna* ou *externa* quando se refere a *empréstimos*, *financiamentos* ou *obrigações de qualquer natureza* contraídas em moeda nacional ou estrangeira, *que importem em responsabilidade de pagamento* em moeda nacional ou estrangeira, respectivamente.

ALBERTO DEODATO¹⁰ classifica a dívida pública como flutuante e consolidada. Flutuante seria aquela que não apresenta caráter de certeza e de estabilidade, nem relativamente ao *quantum* nem à duração. É paga dentro do mesmo exercício financeiro: em doze meses. Consolidada é a que resulta de um contrato de crédito estipulado em prazos longos ou sem

8 Ob cit. p. 14.

9 GUADAMILLAS, Francisco Pleite. *Los contratos de préstamo y crédito de las administraciones públicas*. Barcelona. Marcial Pons, 1999, p. 28.

10 DEODATO, Alberto. *Manual de ciências das finanças*. 17ª ed., São Paulo. Saraiva, 1980, p. 232.

obrigação de resgate, com o pagamento de juros e prestações, ou só de juros; tal contrato de crédito chamado *empréstimo* (interno ou externo) é inscrito no Grande Livro da dívida pública, autorizado pelo poder competente.

4. Operação de crédito

O instrumento de realização da dívida pública, objeto das preocupações da LRF e das normas condicionadoras do Senado Federal, é a operação de crédito.

As **operações de crédito público** são classificadas de **acordo com a sua destinação**, como cobertura de déficit orçamentário anual, atendimento de investimento específico e giro da dívida pública mobiliária, compreendendo qualquer forma de compromisso envolvendo **responsabilidade futura de pagamento, que resulte em endividamento público**, em moeda nacional ou estrangeira.

Os limites e condições para as operações de crédito externo e interno e para a dívida pública são tratados no art. 52, incisos V a IX, da Constituição Federal, que comete *privativamente ao Senado Federal*:

- *autorizar operações externas de natureza financeira, de interesse da União, dos estados, do Distrito Federal, dos territórios e dos municípios;*
- *fixar, por proposta do Presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios;*
- *dispor sobre limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo poder público federal;*
- *dispor sobre limites globais e condições para a concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno;*
- *estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos estados, do Distrito Federal e dos municípios."*

Quanto às **operações de crédito por antecipação** da receita da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, subordinam-se aos limites e condições fixados pelo Senado Federal, por resolução.

A norma do Senado prevê a realização de um leilão eletrônico normatizado e conduzido pelo Banco Central do Brasil, o que é de duvidosa

constitucionalidade ante o que dispõem o art. 37, XXI, CF e a Lei nº 8.666/93.

As operações de crédito por antecipação da receita orçamentária devem ser autorizadas por lei, serão obrigatoriamente liquidadas até trinta dias após o encerramento do exercício em que forem contratadas, excetuadas aquelas contratadas no último ano de mandato do chefe do Poder Executivo, cujo prazo de liquidação se esgotará até 90 (noventa) dias anteriores ao término do mandato.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, com fundamento nos arts. 163 a 169, CF, impõe uma limitação ao chefe do Poder Executivo dos Estados, do Distrito Federal ou dos Municípios, no último ano do exercício do mandato, qual seja, a contratação ou recontração das operações de crédito por antecipação da receita, a partir do primeiro dia do período de seis meses que anteceder a data das respectivas eleições, até a transmissão do respectivo cargo.

As **operações de crédito internas do setor público**, de todos os entes da federação, realizar-se-ão pela colocação, em oferta pública, de títulos do Tesouro Nacional e dos tesouros dos estados, do Distrito Federal e dos municípios ou pela operação de crédito com instituições financeiras ou de fomento em moeda nacional. Compreendem contratos¹¹ de empréstimos ou financiamentos, as garantias ou contragarantias em tais operações, inclusive com a concessão de fiança, aval, emissão, coobrigação ou aceite de títulos, notas promissórias e letras de câmbio.

11 ATCHABAHIAN, Adolfo. *Régimen jurídico de la gestión y del control en la hacienda pública*. Buenos Aires. Depalma, 1996 – ao tratar de contratos do Estado, lembra que a fazenda pública, a fim de satisfazer as necessidades coletivas do Estado, requer meios econômicos, que são de distintas naturezas, pois a fazenda pública dispõe de bens e de serviços pessoais. Para conseguir atingir este fim, o Estado tem dois meios, onde um deles são os contratos. Afirma que "El estudio de los contratos administrativos, o sea, de las convenciones en que es parte el Estado (la nación, una provincia o una comuna) y cuyo objeto está dado por prestaciones de utilidad o de interés público, es materia propia del derecho administrativo en cuanto a la naturaleza jurídica de tales, a sus efectos entre las partes, a las causas de resolución y de rescisión, etc. La contabilidad pública se ocupa de esos contratos en cuanto de ellos surjan efectos económicos – financieros o patrimoniales – susceptibles de repercutir en la ejecución del presupuesto del Estado o en el patrimonio del ente político. Además, nuestra disciplina tiene entre sus finalidades fundamentales fijar los procedimientos de control de las operaciones económico-administrativas de la hacienda. Tanto es así que algunos autores, partícipes de la orientación de la escuela de F. Besta, han calificado a la contabilidad pública como la ciencia del control de la hacienda pública."

5. A disciplina da “operação de crédito” pela LRF

Tem-se como premissa que a compensação financeira devida aos Estados e Municípios é uma receita pública, conforme se vê expressamente do Decreto nº 27.791, de 23.01.2001, que trata da classificação e condificação das receitas e das despesas orçamentárias (código 1221.03.00). A natureza indenizatória de tal verba não lhe retira tal caráter e a necessidade de seu tratamento orçamentário.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, ao cuidar da disciplina do endividamento público e da redução do déficit fiscal, traçou, em seu artigo 29, III, a definição de “operação de crédito” como o “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; (...).”

Em síntese, a LRF busca estabelecer princípios norteadores de uma gestão fiscal responsável, fixando limites para o endividamento público e para despesas com o pessoal e instituindo mecanismos prévios para assegurar o cumprimento de metas fiscais a serem fixadas e atingidas pelas três esferas de Governo¹².

6. Os princípios de controle de gestão das finanças públicas

ANTONIO L. DE SOUSA FRANCO¹³ explica que a origem etimológica da palavra controle vem do francês (*rôle, contre-rôle*), onde designa originariamente um segundo registro organizado para verificar o primeiro; ou o conjunto das ações destinadas a confrontar uma ação principal (controlada)

12 Sobre o tema da dívida pública e gestão financeira cita-se ainda a seguinte bibliografia: DROMI, Roberto. *Presupuesto y cuenta de inversión*. 2ª ed., Buenos Aires. Ciudad Argentina, 1997; LEITÃO, Alexandra Ludomila Ribeiro Fernandes. *O enriquecimento sem causa da administração pública*. Lisboa. Associação Acadêmica da Faculdade Direito de Lisboa, 1998; LUCESOLE, Eduardo. *Poder tributário municipal: ¿Alcanza a las empresas prestatarías de servicios públicos? Diagnóstico – propuestas*. La Plata. Universidad de La Plata. nov, 1999; OSORIO, F. Medina. *Corrupción y mala gestión de la res publica: el problema de la improbidad administrativa y su tratamiento en el derecho administrativo sancionador brasileño*. *Revista de Administración Pública*. v. 149, pp. 487-522, May/ago 1999; Pochard, Marcel, *et al*. *Responsive Government*. Paris. Puma, 1994; TARANTINO, Jacinto R. *Finanzas públicas y desarrollo económico*. Buenos Aires. Ediar, 1961; NABAIS, José Casalta *Contratos fiscais*. Coimbra, Universidade de Coimbra, 1994.

13 FRANCO, Antonio L. de Sousa. *Finanças públicas e direito financeiro*. 4ª ed., Coimbra. Almedina, 1993, v.1, p. 452.

com os seus objetivos ou metas e com os princípios e regras a que deve obedecer. Consiste, assim, na verificação crítica de conformidade ou desconformidade a certo padrão e na avaliação das respectivas causas e conseqüências, com eventual revisão ou ajustamento dos programas ou dos objetos da ação controlada. Dessa forma afirma:

“Como processo social que é, a actividade financeira suscita, em particular nas complexas civilizações do nosso tempo, o aparecimento de múltiplas formas de controle, as quais incidem sobre os seus diversos instrumentos e instituições. Não espantará que um dos seus campos primordiais – em coerência com o lugar central que nela assume a instituição orçamental – seja o do orçamento, visando garantir que sejam definidos e, assim assegurar a subordinação da administração financeira à política financeira.”

O controle orçamental dos dinheiros públicos tem principalmente duas ordens de fundamentos: fundamentos jurídico-políticos – assegurar que o Executivo se mantém dentro dos limites da lei e dos que lhe foram assinalados pelo Parlamento, através da aprovação da Lei do Orçamento – e fundamentos económicos – evitar os desperdícios e a má utilização dos recursos públicos. Por isso pode assumir as formas de controle jurídico-político ou controle económico, consoante o predomínio de um ou de outro tipo de critério.”

J. A. OLIVEIRA ROCHA¹⁴ informa como aumentar a responsabilidade da Administração e controlar a sua atividade:

“Várias técnicas têm sido apresentadas. Assim, uns apontam para a diminuição da margem de discricionariedade da Administração. Outros insistem no direito de acesso por parte do público à informação administrativa. Krislov insiste na necessidade de a burocracia representar todos os segmentos da população para que as suas decisões tenham uma certa legitimidade. Além disso, torna-se necessária a intensificação do controle por parte dos três poderes: legislativo, executivo e judicial.”

A. CARVALHAL COSTA e MARIA DO ROSÁRIO TORRES¹⁵ afirmam que:

14 *Princípios de gestão pública*. Lisboa. Presença, 1991, p. 171.

15 *Controle e avaliação da gestão pública*. Lisboa. Rei dos Livros, 1996, p. 63.

“a tomada de consciência por parte dos gestores da necessidade de pilotar as actividades e de efectuar o seu acompanhamento conduziu à institucionalização de controlos que permitissem evitar desperdícios e fraudes e assegurar que os objectivos da organização eram atingidos.”

Nesse passo, a gestão das finanças públicas é controlada, na forma do art. 70 da Constituição Federal, sob a ótica dos princípios da legalidade, da legitimidade e da economicidade.

7. A apreciação da proposta à luz dos conceitos traçados

A análise da legalidade far-se-á cotejando a proposição com normas de direito constitucional, administrativo, financeiro e comercial, apontando as possibilidades de interpretação.

Apontando, especificamente, o princípio da legalidade orçamentária, impõe-se que qualquer operação financeira esteja devidamente autorizada pela lei orçamentária anual, em consonância com as metas definidas na lei de diretrizes orçamentárias, com o plano plurianual de investimentos e com o plano estadual de desenvolvimento (CF, arts. 167, 165 e 174 e LRF, art. 32); ademais, 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 do atual Governador; 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).

A destinação de recursos ao RIOPREVIDÊNCIA não se presta a solucionar os problemas motivadores da operação, calcados numa episódica queda de arrecadação no orçamento fiscal, posto que tais despesas ficam vinculadas ao pagamento de prestações previdenciárias, conforme, aliás, prescrevem o art. 44 da LRF e a Resolução nº 78 do Senado Federal (em especial, art. 3º, §§ 3º e 4º).

Ademais, sob a ótica da economicidade, sabe-se que quanto maior o risco, menor o valor que o mercado se dispõe a pagar pelos títulos e direitos alienados e o risco será tanto maior quanto maior for o prazo abrangido para a liquidação dos direitos transferidos, especialmente se abrangidas outras gestões (cujo comportamento em relação a tais obrigações não se conhece).

8. A noção de securitização

Vistos os objetivos da LRF e os conceitos de dívida pública e o seu instrumento de realização, a saber, a operação de crédito, importa verificar agora se a securitização se enquadra em tal conceito.

WALTER DOUGLAS STUBER¹⁶ e outros descrevem que a securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão, por parte de uma instituição financeira cedente, de determinados créditos (*“recebíveis”*) que aquela detém para com terceiros (*“devedores”*), oriundas de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil.

Tais créditos, obrigatoriamente, deverão ser cedidos a uma instituição não-financeira, constituída sob a forma de sociedade por ações, cujo objeto social será a exclusiva aquisição de recebíveis (*“companhia securitizadora”*). Desse modo, a referida instituição não-financeira apresenta as características de uma Sociedade de Propósito Específico (*Special Purpose Company*), que terá a função de verter os recebíveis em lastro para emissão posterior de títulos e valores mobiliários (*“títulos”*), a serem disponibilizados aos investidores (*“investidores”*).

Uma vez adquiridos os títulos, pelos investidores, recursos serão disponibilizados à companhia securitizadora, recursos estes que serão repassados à Instituição Financeira cedente, com o intuito de liquidar a operação de cessão ocorrida na etapa anterior.

Por fim, liquidada a cessão dos recebíveis junto à instituição financeira cedente, a companhia securitizadora (cessionária) passa a ser a legítima credora dos valores devidos pelos devedores, que pagarão diretamente à companhia securitizadora, os valores das prestações relativas aos empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil anteriormente contratadas. Os montantes recebidos pela companhia securitizadora serão transferidos aos investidores, na proporção dos valores mobiliários subscritos.

Ressaltam os autores do citado estudo que o pagamento de rendimentos, a amortização e o resgate dos títulos emitidos no país ou no exterior condicionam-se ao pagamento dos créditos especificados no correspondente instrumento de emissão, observada a possibilidade de prestação de garantias adicionais aos mencionados títulos.

¹⁶ STUBER, Walter Douglas e outros. “O Instituto da securitização de créditos no Brasil”. *Revista Tributária e de Finanças Públicas* nº 32. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2000, pp. 178 e ss.

A operação se assemelha ao *trust*, assim entendido por EDUARDO SALOMÃO NETO¹⁷:

"Implica o trust a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, a um terceiro denominado 'trustee', a quem incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício de pessoas designadas expressamente no instrumento criador do 'trust', ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento, chamadas de beneficiários ou 'cestui que trust'. Alternativamente, podem se constituir 'trusts' não em benefício de pessoas determinadas, mas com vistas à perseguição de determinados objetivos. (...)"

"Para a constituição dos 'trusts' aqui analisados, não bastará apenas a manifestação da intenção. De fato, esta deve ocorrer conjuntamente com a transferência de titularidade ou propriedade das coisas, sobre as quais vai incidir o 'trust', aos 'trustees', a não ser que o próprio instituidor se declare 'trustee', caso em que tal transferência será desnecessária. (...)"

9. Comparação da securitização com a noção de operação de crédito

Do conceito doutrinário e da leitura do dispositivo da LRF (art. 29, III) verifica-se que a securitização não é nem instrumento de constituição de dívida pública nem se encaixa precisamente na definição de operação de crédito.

A operação de *alienação* de crédito que se pretende empreender, ainda que represente um *"recebimento antecipado de receita"*, não se adapta rigorosamente ao conceito de *"venda de bens ou serviços"*.

Não há qualquer abertura de linha de crédito pela instituição financeira em favor do Estado; na hipótese em exame, a instituição financeira a ser contratada para conduzir a operação de alienação dos créditos tem atuação limitada à prestação de serviços de modelagem da operação e à prática de atos materiais de condução da alienação do crédito do Estado.

Também não se vislumbra, na operação, um *"financiamento"*, *"empréstimo"*, *"emissão de debêntures"* ou *"assunção de obrigações"* pelo Estado, nem qualquer emissão de títulos da dívida pública, desembolso, amortiza-

17 SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo. LTr, 1998, p. 20.

ção, adiantamento por instituição oficial de crédito, elementos que constam do art. 2º da Resolução nº 78 do Senado Federal como caracterizadores da *"operação de crédito"*, o que, em princípio, autorizaria interpretação sistemática de restar afastada a incidência do art. 3º do mesmo diploma normativo, que cuida das *"vedações"* ao pleito de autorização para a realização de *"operações de crédito"*.

A Lei Complementar Federal impõe uma restrição na liberdade de atuação de todas as entidades federadas, que, por força do Princípio Federativo (CF, arts. 1º e 18), 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.

No entanto, comentando tal dispositivo da LRF, CARLOS MAURÍCIO CABRAL FIGUEIREDO e outros¹⁸ destacam a abrangência que a LRF procura dar à expressão *"operação de crédito"*, que não exaure todas as possibilidades, devido à dinâmica dos mercados, especialmente o de capitais, em que as modalidades de financiamento assumem diversas formas.

Concluem a observação afirmando que em razão de tal abrangência importam o conhecimento e registro de todas as operações *"que impliquem compromisso financeiro"*.

De se notar que, no formato proposto, não há qualquer *compromisso financeiro* assumido pelo Estado, já que a adquirente será remunerada pelos recursos obtidos junto à União Federal. O Estado 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).

Ademais, o objetivo maior da LRF é evitar o endividamento, o que não ocorre.

Vale alertar que na hipótese de ser a securitização interpretada como *"operação de crédito"*, ainda que por antecipação de receita orçamentária, para atender à insuficiência financeira dentro do mesmo exercício, estará vedada no último ano de mandato do Governador, por força do art. 38, IV, b, da LRF.

18 FIGUEIREDO, Carlos Maurício Cabral e outros. *Comentários à lei de responsabilidade fiscal*. Recife. Nossa Livraria, 2001, p. 194.

O que parece distinguir a “*securitização*” da “*operação de crédito por antecipação de receita*” é que esta, por força do § 2º do mesmo dispositivo, dar-se-á mediante “*abertura de crédito junto à instituição financeira*” vencedora de processo competitivo, o que não é o caso, posto que, frise-se, não se assume qualquer obrigação de pagamento futuro, inclusive se o recebimento dos *royalties* não se consumir.

A leitura do art. 3º, V, da Resolução nº 78, do Senado Federal parece indicar que o que se veda é a “*operação de crédito*” envolvendo *royalties* e participações na exploração do petróleo. Portanto, tais direitos não podem ser objeto de “*operação de crédito*”, o que, como visto, não resta evidente na hipótese em exame, por não parecer, salvo melhor juízo, explícita a presença dos elementos caracterizadores de tal conceito.

10. A “*contratação do assessor financeiro*”

A fim de sistematizar a orientação, reafirma-se o contido no Parecer nº 6/2001 – MJVS, no sentido de que a contratação de “*terceiros*” pela Administração Pública exige, em regra, a seleção do contratado em prévio procedimento licitatório, conforme previsto no art. 37, XXI, e na Lei nº 8.666/93, que, no entanto, contemplam exceções, a saber, a dispensa e a inexigibilidade de licitação.

Sendo a licitação obrigatória apenas para a contratação de “*terceiros*”, estranhos à Administração, estaria ela afastada quando se buscasse a contratação de entidade integrante da própria Administração. Nesse passo, o art. 2º, explicitado pelo citado art. 24, VIII, da Lei nº 8.666/93, poderia dar amparo à tese da contratação direta de entidade integrante da Administração Pública *Federal* pelo *Estado* do Rio de Janeiro.

Na lição de MARÇAL JUSTEN FILHO¹⁹, ao comentar tal dispositivo, a possibilidade de contratação de entidade de *outra* esfera da Federação é de ser admitida, derivando da identidade jurídica entre a entidade e o sujeito que a instituiu. Cita, para tanto, a simulação calcada na idéia de que a União poderia desejar manter a atividade no plano da Administração direta, ensejando, perfeitamente, a celebração de um convênio com o Estado.

Entretanto, o próprio autor só admite tal contratação quando envolvida uma entidade prestadora de serviço público e não uma exploradora de atividade econômica, que atue no mercado em competição com outras empresas privadas.

19 JUSTEN FILHO, Marçal. *Comentários à lei de licitações e contratos administrativos*. 5ª ed., São Paulo. Dialética, 1998, p. 226.

De se notar, ainda, que a orientação firmada pela Procuradoria-Geral do Estado é no sentido de que o art. 24, VIII, não abriga a contratação com entidades integrantes da Administração Pública de *outras* esferas da Federação, limitando-se às integrantes da administração estadual.

A alternativa para estudos de outras possibilidades exige o exame da *viabilidade da competição*, o que representa a interpretação, pelo administrador, de conceitos jurídicos indeterminados, à luz das experiências de cada caso concreto.

Na hipótese em exame, está-se diante de uma operação de “*securitização*”, que, embora não disciplinada no direito brasileiro por norma específica, tem se desenvolvido de forma similar ao *trust* do direito norte-americano.

Ora, *trust* significa “*confiança*” e esta, via de regra, não é licitável²⁰. Afinal, não se busca no mercado o menor preço para a execução dos serviços de colocação de títulos no mercado, nem, necessariamente, uma competição pela melhor técnica de sua execução (até mesmo, por falta de parâmetros objetivos de competição).

O que se busca é uma empresa cuja tradição tenha despertado confiança no mercado, pois é ela quem, afinal, vai custodiar os recursos destinados ao pagamento dos direitos dos investidores, sendo assemelhada ao agente fiduciário nas operações de emissão de debêntures.

Em síntese, os investidores adquirem os títulos louvados na confiança na instituição financeira que os coloca em oferta pública, porque será ela quem resgatará tais títulos junto ao mercado.

Registre-se, nesse passo, que a consulta vem instruída com informações acerca da contratação direta de assessor financeiro pela INFRAERO, SANEPAR e MUNICÍPIO DE BELO HORIZONTE.

Uma outra linha poderia envolver a interpretação do art. 164, § 3º, da Constituição Federal, que exige que as disponibilidades de caixa dos Estados sejam depositadas em instituições financeiras oficiais, ressalvados os casos explicitados em lei; ao deixar de utilizar a expressão “*instituições financeiras estatais*” ou “*instituições financeiras estaduais*” (já que, nessa parte do dispositivo, já falava em disponibilidade dos recursos dos estados), o Constituinte abriu outras possibilidades aos Estados e Municípios que não tenham instituições financeiras integrando suas administrações (como é o

20 Tal linha de raciocínio já foi adotada pelo E. Supremo Tribunal Federal, equiparando a confiança depositada na contratação de advogados àquela para a contratação de um médico. RHC nº 72.830-8 RO, do qual foi Relator o Exmo. Sr. Ministro Carlos Velloso.

caso do Estado do Rio de Janeiro, que já privatizou o Banco BANERJ, enquanto que o Banco do Estado do Rio de Janeiro se encontra em liquidação).

Como a operação envolve o recebimento de receitas estaduais, poderá ser utilizada uma instituição financeira "oficial", entre as quais se enquadra o Banco do Brasil S/A, a qual, por força do art. 8º da Lei Federal nº 7.990, de 28.12.1989 (que dispõe sobre o pagamento da compensação financeira devida a Estados e Municípios pelo resultado da exploração de petróleo e gás natural), vinha sendo a instituição recebedora dos créditos (embora a redação atual, dada pela Lei nº 8.001/90, não mais explicita tal situação).

Não é, portanto, livre de polêmica o enquadramento da contratação direta no artigo 24, VIII, da Lei nº 8.666/93.

Para que um de tais opinamentos fosse aprovado e adotado, seria necessária uma justificativa calcada no renome da instituição financeira escolhida, destacando-se a sua experiência bem-sucedida em tais operações, assim como a descrição de sua estrutura atual para desempenhá-la nos moldes propostos em valores compatíveis com as práticas do mercado.

A justificativa de uma contratação direta deve ser submetida à ratificação da autoridade superior, responsável pela assinatura do contrato, para, após a publicação, permitir a sua assinatura, conforme art. 26 da Lei nº 8.666/93.

11. A licitação da securitização

Não havendo emissão de títulos pelo Estado, o contrato de alienação de crédito será obrigatoriamente submetido a licitação sob a modalidade de concorrência; descabe, pois, o leilão em bolsa, que é hipótese de dispensa de licitação; igualmente descabe a licitação na modalidade de leilão, eis que não contemplada nas hipóteses autorizadas no art. 22, § 5º, da Lei nº 8.666/93.

Deve haver prévia avaliação do lance mínimo e a licitação não deve ser restrita à participação de sociedades de propósito específico; tal condição deve ser exigida para a assinatura do contrato, conforme se verá adiante.

12. As normas de direito comercial aplicáveis à operação

Na hipótese de se decidir acerca da viabilidade da operação, à luz das advertências apresentadas, o seu formato deve resguardar os interesses do Estado no recebimento dos recursos vinculados às "debêntures subordinadas".

WALTER DOUGLAS STUBER²¹ e outros relacionam as seguintes regras como as mais relevantes aplicáveis à securitização de recebíveis:

1 – Lei 4.595, de 31.12.1964, que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências (Lei 4.595/64);

2 – Lei 6.385, de 07.12.1976, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a CVM (Lei 6.385/76);

3 – Lei 7.492, de 16.06.1986, que define os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional e dá outras providências (Lei 7.492/86);

4 – Instrução 202, de 06.12.1993, da CVM, que dispõe sobre o registro de companhia para negociação de seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão (Instrução 202/93);

5 – Resolução 2.412, de 06.08.1997, do Bacen, que dispõe sobre operação de cessão de crédito (Resolução 2.412/97);

6 – Lei 9.514, de 20.11.1997, que dispõe sobre o sistema de financiamento imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e dá outras providências (Lei 9.514/97);

7 – Resolução 2.493, de 07.05.1998, do Bacen, que estabelece as condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo (Resolução 2.493/98);

8 – Instrução 281, de 04.06.1998, da CVM, que dispõe sobre a distribuição pública de debêntures por companhia securitizadora de créditos financeiros (Instrução 281/98);

9 – Resolução 2.517, de 29.06.1998, do Bacen, que considera como valores mobiliários os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI, de que trata o art. 6º da Lei 9.514/97 (Resolução 2.517/98);

21 STUBER, Walter Douglas e outros. "O Instituto da securitização de créditos no Brasil". Revista Tributária e de Finanças Públicas nº 32. São Paulo. Revista dos Tribunais, 2000, pp. 178 e ss.

10 – Instrução 284, de 24.07.1998, da CVM, que dispõe sobre o registro de companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI (“Instrução 284/98”);

11 – Resolução 2.561, de 05.11.1998, do Bacen, que consolida as normas sobre cessão de créditos e estabelece, em seu art. 3º, que a cessão de crédito pode ser efetuada sem a coobrigação da Instituição Financeira cedente (“Resolução 2.561/98”);

12 – Resolução 2.573, de 17.12.1998, do Bacen, que dispõe sobre a cessão de créditos imobiliários a companhias de créditos imobiliários (“Resolução 2.573/98”).

Compete, pois, ao assessor financeiro da operação considerar, dentre tais dispositivos, os pertinentes (nem todos o são) ao caso em exame, bem como as orientações a seguir traçadas, com vistas à tutela dos interesses do Estado.

Por este motivo, passa-se às considerações que versam sobre:

a) a cessão dos valores recebíveis a título de *“royalties do petróleo e participação especial”*, em seus aspectos formais e materiais;

b) os aspectos estruturais da Sociedade de Propósito Específico (SPE) securitizadora dos recebíveis e, em especial, os mecanismos de fiscalização e controle de suas atividades.

12.1. A cessão dos valores recebíveis em seus aspectos formais e materiais

A cessão dos direitos de crédito relativos aos *“royalties e participações especiais”* deve ser feita através de contrato de cessão, a ser formalizado de acordo com os artigos 60 a 64 da Lei nº 8.666/93.

A celebração do contrato deve ser precedida de avaliação do seu objeto e licitação na modalidade de concorrência (arts. 17 e 22, § 1º, da Lei nº 8.666/93). Observa-se que, de acordo com o § 1º do art. 62 da Lei de Licitações, a minuta do contrato deve integrar o edital de licitação.

A estrutura da operação proposta pela Secretaria de Fazenda do Estado prevê, como exposto, o pagamento ao Estado, pela cessão dos recebíveis a título de *“royalties e participações especiais”*, parcialmente em dinheiro e parcialmente em debêntures subordinadas, a serem subscritas pelo Estado sem qualquer ônus além da cessão dos recebíveis.

Entende-se viável a estruturação da operação, através da utilização de debêntures subordinadas de emissão de Sociedade de Propósito Específico securitizadora, mas entende-se, também, que devem integrar a estrutura desta operação algumas medidas, a seguir sugeridas, de modo a que os direitos do Estado, decorrentes da propriedade de tais títulos, possam ser exercidos com a máxima segurança.

A debênture subordinada é espécie de valor mobiliário com previsão legal no art. 58 da Lei nº 6.404/76, que dispõe no sentido de que, conforme estabelecido na escritura de emissão, a debênture poderá ser subordinada aos demais credores da companhia. O § 4º do mesmo art. 58 acrescenta que *“a debênture que não gozar de garantia poderá conter cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas os acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia”*.

A utilização de debêntures subordinadas como parcela do pagamento ao Estado pela cessão dos recebíveis se justifica na medida em que existe a necessidade de ajuste do valor a ser pago ao Estado ao montante efetivamente recebido a título de *“royalties do petróleo e participação especial”*, uma vez que é a futura atividade extrativa de petróleo, cujo nível é incerto, que determinará o valor dos recebíveis a serem securitizados.

Este sistema garante a viabilidade e segurança da operação para os investidores, por impedir que a SPE pague antecipadamente ao Estado valor maior do que o, ao final, recebido, a título de *“royalties e participação especial”*.

Por outro lado, há que se observar que não existe, na consulta formulada, previsão para o caso de os valores recebidos pela SPE a título de *“royalties e participações especiais”* excederem o valor devido ao Estado em razão da titularidade das debêntures subordinadas. Alerta-se para o fato de que, de acordo com o modelo proposto, os valores remanescentes após o resgate das debêntures quirografárias e subordinadas ficariam, integralmente, na propriedade da SPE securitizadora, cessionária dos recebíveis.

12.2. Aspectos estruturais da Sociedade de Propósito Específico securitizadora dos recebíveis

De acordo com o modelo proposto pela consulta formulada, o Estado, além de receber valor em moeda corrente, assumiria posição de credor da Sociedade de Propósito Específico em razão da titularidade de debêntures subordinadas.

O recebimento, pelo Estado, dos valores expressos nas debêntures subordinadas, é incerto e variável de acordo com o montante recebido pela

SPE a título de “**royalties** do petróleo e participação especial”, que por sua vez depende do nível de atividade de extração de petróleo.

Dá o especial interesse do Estado em participar do controle e fiscalização da correta aplicação dos “**royalties** e participação especial” a serem recebidos pela SPE securitizadora.

Passa-se, então, a expor sugestões de mecanismos para este controle e fiscalização.

12.3. Agente fiduciário dos debenturistas

A figura do agente fiduciário dos debenturistas está regulamentada nos artigos 66 a 70 da Lei nº 6.404/76 e na Resolução CVM nº 28/83. A respeito do agente fiduciário, ensina JOSÉ EDWALDO TAVARES BORBA²²:

“A figura do agente fiduciário, inspirada no trustee do direito anglo-americano, foi introduzida no Brasil pela atual lei das sociedades anônimas. A legislação anterior aludia ao representante dos debenturistas, a ser escolhido em assembléia-geral.”

O agente fiduciário é o representante da comunhão de debenturistas perante a companhia emissora, e deve agir como se fora ele próprio o titular, competindo-lhe proteger os interesses dos debenturistas, elaborar relatório anual para ciência destes, determinar medidas judiciais contra a companhia, declarar vencidos antecipadamente os títulos na hipótese de inadimplência, promover a excussão de garantias, requerer a falência da emitente e tomar toda e qualquer providência que considere necessária à tutela dos interesses dos debenturistas.”

O agente fiduciário dos debenturistas, figura obrigatória nas emissões públicas de debêntures (art. 61, § 1º, da Lei nº 6.404/76), é escolhido, ordinariamente, pela companhia emissora das debêntures, sendo, de acordo com o art. 66 da Lei nº 6.404/76, nomeado através da escritura de emissão das debêntures.

O agente fiduciário tem importância especial em operações de securitização, como a que se pretende desenvolver, de acordo com a consulta formulada. Isto porque, além de todas as funções listadas no art. 68 da Lei nº 6.404/76, a ele podem ser atribuídas, com base no art. 69 da mesma lei,

22 BORBA, J.E. Tavares. *Direito Societário*. 5ª ed., Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 266.

funções especiais que gerem para os credores da Sociedade de Propósito Específico securitizadora certeza da correta destinação dos recebíveis e, conseqüentemente, confiabilidade na operação.

Dispõe o art. 69 da Lei nº 6.404/76, que é a base legal para atribuição de funções especiais ao agente fiduciário dos debenturistas:

“Art. 69 – A escritura de emissão poderá ainda atribuir ao agente fiduciário as funções de autenticar os certificados de debêntures, administrar o fundo de amortização, manter em custódia os bens dados em garantia e efetuar os pagamentos de juros, amortização e resgate.”

Dentre as funções especiais a serem exercidas pelo agente fiduciário dos debenturistas, podemos ressaltar a de controlar a conta corrente em que ingressam os recebíveis e efetuar os pagamentos de acordo com a ordem contratualmente estabelecida. No caso da operação de securitização em questão, o agente fiduciário deverá liberar os recursos de acordo com as regras previstas na oferta pública das debêntures simples e, posteriormente efetuar o pagamento do debenturista subquirográfico que, no caso, é o Estado.

FÁBIO ULHÔA COELHO²³ ressalta a possibilidade de atribuição de funções especiais ao agente fiduciário dos debenturistas:

“Outras funções que lhe podem caber, inteiramente compatíveis com sua situação de intermediário são a operacionalização do pagamento de juros, amortizações e resgates aos debenturistas, a custódia de bens móveis dados em garantia, a autenticação do certificado de debêntures ou a administração do fundo de amortizações, se houver (Inst. CVM nº 28, art. 15).”

Sobre a administração do fundo de amortização e a custódia de garantias, esclarece MODESTO CARVALHOSA²⁴, comentando o art. 69 da Lei nº 6.404/76:

“Ato de gestão por instituições financeiras e fundo de amortização: As funções previstas no artigo em comentário incluem-se

23 COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial*, v. 2. Rio de Janeiro: Saraiva, 1999, p. 149.

24 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 1. São Paulo: Saraiva, 1997, p. 687.

dentre os poderes de gestão do agente fiduciário e também de representação, como vimos nos comentários ao artigo anterior.

Por isso, houve por bem a Comissão de Valores Mobiliários admitir sua previsão na escritura quando o agente for instituição financeira.

A finalidade de tal fundo é a de possibilitar à companhia emissora estabelecer um cronograma para, durante o prazo de duração do mútuo, progressivamente ir diminuindo o valor da dívida. A lei permite que o fundo seja administrado pela própria companhia emissora ou pelo agente fiduciário. Essa definição deve claramente estar clausulada na escritura de emissão. Será cláusula imutável pelo menos no sentido de não ser possível a reversão do encargo para a própria companhia, mediante termo aditivo à escritura. (...)

Custódia de garantias: outra função refere-se à custódia dos bens dados em garantia. Tanto nessa como na anterior função, fica justificada a exigência de ser agente fiduciário instituição financeira, dada a complexidade que demandam a guarda e a conservação de tais bens e o exercício dos direitos a ele inerentes.

Para o exercício de algumas das funções especiais mencionadas, como o pagamento de juros, amortização e resgate das debêntures, é obrigatório, de acordo com o parágrafo único do art. 15 da Instrução CVM nº 28/83, que o agente fiduciário seja instituição financeira.

É de fundamental importância, ainda, a independência entre o agente fiduciário dos debenturistas e a administração da companhia, na medida em que existe a possibilidade de conflito de interesses entre os debenturistas e a administração da companhia.

Transcrevem-se os ensinamentos de LUIZ XAVIER FERREIRA BORGES²⁵ sobre o tema:

“A figura responsável pelo acompanhamento dos interesses dos credores, especialmente no caso de emissão de valores mobiliários, é o agente fiduciário (semelhante ao trustee do direito anglo-saxão). O agente fiduciário é alguém responsável pela

25 BORGES, Luiz Xavier Ferreira. “Securitização como parte da segregação de risco”. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 6, nº 12, pp. 123-136, dez. 1999.

administração dos recursos ou interesses de terceiros. As principais funções do agente fiduciário nas operações de securitização são:

– fiscalizar a conduta dos administradores da sociedade emitente de valores mobiliários;

– centralizar os recursos necessários ao pagamento dos títulos;
e

– praticar atos que visem possibilitar que os valores mobiliários colocados junto ao público sejam pagos pontualmente.

Deve haver total independência entre o agente fiduciário e os administradores da empresa. Mesmo uma participação minoritária na gestão para facilitar a fiscalização pode significar um conflito de interesses no desempenho de sua função.”

O agente fiduciário tem função relevante na garantia dos direitos do Estado na operação exposta na consulta formulada, já que a ele deverá ser atribuída a função especial de administrar o fundo de amortização das debêntures, através do controle da conta em que ingressarão os numerários relativos aos “royalties e participações especiais” cedidos à SPE securitizadora.

Como o Estado será titular de debêntures subordinadas só terá os seus títulos resgatados após o resgate das debêntures simples e após a reserva de recursos para a liquidação SPE, é fundamental um controle rigoroso da aplicação dos recursos recebidos pela SPE, que é entidade externa à Administração Pública, não podendo o Estado se valer dos mecanismos de controle próprios do Direito Administrativo.

No caso da operação em análise, pode-se indagar acerca da possibilidade da existência de apenas um agente fiduciário para as duas espécies debenturistas, quais sejam, os quirografários (investidores) e o subquirografário (Estado). Os debenturistas quirografários, por força da emissão pública das debêntures terão, obrigatoriamente, agente fiduciário (art. 61, § 1º, da Lei nº 6.404/76).

Ocorre que, de acordo com o § 3º do art. 66 da Lei nº 6.404/76, não pode ser agente fiduciário a instituição financeira “que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia”.

Por outro lado, dispõe o art. 53 da Lei nº 6.404/76:

“Art. 53 – A companhia poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries.

Parágrafo único – As debêntures da mesma série terão igual valor nominal e conferirão aos seus titulares os mesmos direitos.”

A solução para a existência de um único agente fiduciário, que possa exercer funções assemelhadas ao *trustee*, zelando pelo interesse das duas espécies de debenturistas, seria a realização de uma única emissão em duas séries, sendo uma série de debêntures quirográficas, a ser colocada no mercado e outra subordinada, a ser inteiramente subscrita pelo Estado, conforme previsto na consulta formulada. Em uma emissão nestes moldes, não haveria, em princípio, vedação legal à existência de um único agente fiduciário, nomeado na escritura de emissão.

Ainda assim, por tratar-se de emissão pública, a operação deverá passar pelo crivo da Comissão de Valores Mobiliários, já que, de acordo com o art. 19 da Lei nº 6.385/76, “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”.

Para o eventual caso de não haver aprovação da Comissão de Valores Mobiliários quanto à existência de um único agente fiduciário para exercer funções assemelhadas ao *trustee*, deverá haver previsão, no edital de licitação, de existência de agente fiduciário do debenturista subordinado (no caso, o Estado), que defenda seus interesses nos moldes do art. 68 da Lei nº 6.404/76, paralelamente ao agente fiduciário dos debenturistas quirográficos, este figura obrigatória em razão da emissão pública (art. 61, § 1º, da Lei nº 6.404/76).

12.4. Atribuição de ação preferencial de classe especial (*golden share*) ao Estado ou ao Agente Fiduciário

A ação preferencial de classe especial (*golden share*) tem previsão legal no art. 18 da Lei nº 6.404/76. Este tipo de ação pode atribuir ao seu titular:

- a) o direito de eleger em separado um ou mais membros do conselho de administração da sociedade.
- b) o direito de veto em relação a alterações estatutárias especificadas no estatuto social.

A importância da ação preferencial de classe especial como forma de controle da companhia é demonstrada por MODESTO CARVALHOSA²⁶, em seus comentários ao art. 18 da Lei nº 6.404/76:

²⁶ Op. cit., p. 159.

“Forma de controle permanente da companhia: A prerrogativa estatutária outorgada às preferenciais de participação nos órgãos de direção e de veto sobre alterações estatutárias representa uma forma de controle permanente (art. 116) sobre a companhia e que transcende os poderes e a própria competência da assembléia geral e, portanto, da maioria acionária votante (art. 112). Isto porque tais direitos permanentes estatutariamente conferidos não podem ser alterados ou extintos por vontade da assembléia geral, dependendo sempre de prévia aprovação ou da ratificação por titulares de mais da metade da classe de ações preferenciais interessadas (art. 136).”

Uma ação preferencial de classe especial (*golden share*) da Sociedade de Propósito Específico securitizadora poderia ser atribuída ao Estado do Rio de Janeiro, de modo a conferir-lhe assento no conselho de administração da SPE e o poder de veto em relação a alterações estatutárias que representem risco para o sucesso da operação, como a alteração do objeto específico da companhia securitizadora.

Uma outra opção é a atribuição de *golden share* ao agente fiduciário dos debenturistas. A Resolução nº 2.026/93 do Banco Central (revogada pela Resolução nº 2.493/98), estabelecia, para os casos de securitização de recebíveis de instituições financeiras, através de emissão pública de debêntures por SPE, a obrigatoriedade de subscrição de *golden share* pelo agente fiduciário dos debenturistas. Esta ação especial deveria conferir ao agente fiduciário poder de veto em relação a deliberações que alterassem o objeto específico da sociedade.

Já a Resolução nº 2.493/98 do Banco Central, que disciplina, atualmente, a securitização de recebíveis de instituições financeiras, alterou o mecanismo de controle das operações de securitização, deixando de prever a obrigatoriedade de atribuição de *golden share* ao agente fiduciário, mas impondo as restrições cabíveis através de cláusulas estatutárias.

Dispõe a mencionada resolução, em seu art. 1º, § 1º, III, que a Sociedade de Propósito Específico securitizadora deverá ter em seus estatutos cláusulas que vedem, até o pagamento integral das obrigações dos títulos, (i) a transferência do controle, (ii) a redução do capital, (iii) operações de incorporação, fusão, cisão ou dissolução e (iv) a cessão dos créditos ou atribuição de quaisquer direitos sobre os mesmos ao controlador ou a qualquer pessoa a ele ligada, em condições distintas das previstas nos instrumentos de emissão dos títulos ou valores mobiliários.

Observa-se que as resoluções do Banco Central sobre a securitização de recebíveis não são determinantes para a operação em análise, pois tratam unicamente da securitização de créditos das instituições financeiras, dentro da esfera das atribuições normativas desta autarquia. Entretanto, a adoção das cláusulas restritivas mencionadas, constantes da Resolução nº 2.493/98 é não apenas admissível, como aconselhável.

No caso da operação em questão, que não está sujeita às mencionadas resoluções do Banco Central, consideramos que a imposição de restrições através de cláusulas estatutárias não constitui a melhor técnica de controle, já que o estatuto social estará sujeito a alteração sem que exista norma proibitiva, como no caso das instituições financeiras.

O mecanismo mais aconselhável seria, mesmo, a atribuição de *golden share* que confira ao seu titular (Estado ou Agente Fiduciário dos Debenturistas) o direito de veto em relação às alterações estatutárias que possam desestruturar a operação planejada.

Por fim, observa-se que, no caso de opção pela atribuição de *golden share* ao agente fiduciário dos debenturistas, poderá caber a este e não ao Estado a representação no Conselho de Administração.

12.5. O Estatuto da Sociedade de Propósito Específico (SPE) deve constar do Edital de Licitação

Por fim, deverá o Estatuto da Sociedade de Propósito Específico (SPE) constar do Edital de Licitação para a cessão dos "*royalties e participações especiais*" recebíveis, de modo a que o licitante vencedor, ao constituir a SPE, fique vinculado ao Estatuto continente dos mecanismos de controle e fiscalização propostos.

De igual modo, é importante que constem do Edital de Licitação algumas cláusulas a serem obrigatoriamente inseridas na escritura de emissão das debêntures, como as relativas às funções a serem desempenhadas pelo agente fiduciário.

III

Feitas as considerações julgadas relevantes para a decisão da autoridade competente, cumpre apresentar as seguintes conclusões:

- A preocupação com a redução da dívida pública está relacionada à busca do equilíbrio orçamentário que viabilize o resgate do princípio democrático;

- A Constituição Federal, no capítulo da dívida pública, foi disciplinada pela LRF, que traz, como instrumento do endividamento público, a operação de crédito;
- A operação de crédito é implementada, basicamente, pela via de empréstimos, financiamentos, abertura de crédito ou lançamento de títulos da dívida pública, sempre com obrigação de pagamento posterior;
- A securitização envolve alienação de crédito mediante transferência de risco, sem qualquer obrigação da parte do alienante; não caracteriza assunção de dívidas (por empréstimo ou financiamento) ou constituição de garantias;
- O contrato de cessão de crédito sem obrigação adicional ou futura do cedente deve ser licitado na modalidade de concorrência;
- O crédito cedido não deve ultrapassar o mandato do governante que representa o cedente, sob pena de restarem violados os princípios da legitimidade e da economicidade;
- A operação deve ser submetida a autorização legislativa específica, por força do princípio da legalidade orçamentária;
- A contratação de instituição financeira para a montagem e orientação econômico-financeira da operação deve ser precedida de licitação, salvo justificativa devidamente ratificada, enquadrando a hipótese como dispensa ou inexigibilidade, como no caso da competição inviável, que representa conceito jurídico indeterminado a ser interpretado pela autoridade contratante;
- A constituição da sociedade de propósito específico a ser criada para gerir os créditos adquiridos do Estado deverá contemplar mecanismos de proteção dos pagamentos futuros devidos ao Estado.
- A cessão dos direitos de crédito relativos aos "*royalties e participações especiais*" deve ser feita através de contrato de cessão, a ser formalizado de acordo com os artigos 60 a 64 da Lei nº 8.666/93.
- A celebração do contrato, cuja minuta deve integrar o edital de licitação (§ 1º do art. 62 da Lei nº 8.666/93) deve ser precedida de avaliação do seu objeto e licitação na modalidade de concorrência (arts. 17 e 22, § 1º, da Lei nº 8.666/93).
- Não existe, na consulta formulada, previsão no sentido de os valores recebidos pela SPE, a título de "*royalties e participações especiais*", que eventualmente excedam o valor das debêntures subordinadas, sejam direcionados aos cofres do Estado. Alerta-se para o fato de

que, de acordo com o modelo proposto, os valores remanescentes após o resgate das debêntures quirografárias e subordinadas seriam de propriedade integral da SPE securitizadora, cessionária dos recebíveis.

- Sugere-se, com base no art. 69 da Lei nº 6.404/76, no interesse do Estado que será titular de debêntures subordinadas, a atribuição ao agente fiduciário dos debenturistas, da função especial de administrar o fundo de amortização das debêntures, através do controle da conta em que ingressarão os numerários relativos aos *“royalties e participações especiais”* cedidos à SPE securitizadora.
- Sugere-se que uma ação preferencial de classe especial (*golden share*) da Sociedade de Propósito Específico securitizadora seja atribuída ao Estado do Rio e Janeiro ou ao Agente Fiduciário dos Debenturistas, de modo a conferir assento no conselho de administração da SPE e o poder de veto em relação a alterações estatutárias que representem risco para o sucesso da operação, como a alteração do objeto específico da companhia securitizadora.

Passa-se, então, ao opimento quanto aos quesitos propostos:

(a) Pode o Estado ceder, sem coobrigação, os Direitos de Crédito na forma acima idealizada? Em caso positivo, essa alienação deveria se dar por meio de procedimento público de venda como, por exemplo, um leilão em Bolsa de Valores?

Resposta: O Estado pode alienar os seus bens e direitos por força do princípio da autonomia das entidades federadas, devendo observar os princípios da legalidade, da legitimidade e da economicidade, observando as normas de direito constitucional, administrativo, financeiro e comercial supramencionadas, que traçam os limites e características que a operação deve observar, se implementada.

A operação não pode ser feita com emissão de títulos nem estabelecendo qualquer compromisso ou obrigação de pagamento ou assunção de garantia futuros, sendo incondicional.

Não havendo emissão de títulos, não cabe o afastamento da Lei de Licitações para que a alienação se desenvolva na forma do art. 17, II, da Lei nº 8.666/93, devendo ser feita a licitação sob a modalidade de concorrência, na forma do art. 22, § 1º, da Lei nº 8.666/93.

(b) A transferência dos Direitos de Crédito por meio de negócio jurídico caracterizado como cessão da titularidade sobre os mesmos teria natureza jurídica distinta daquela própria das operações de crédito? Em caso afirmativo, é lícito afirmar que a cessão não poderia ser caracterizada como uma

operação de crédito sujeita às normas que restringem a contratação de operações de crédito por entidades do Setor Público, em especial a obtenção de prévia autorização do Senado Federal, nos termos da Resolução nº 78, de 1998?

Resposta: A definição de *“operação de crédito”* contida no artigo 29, III, da LRF não contempla explicitamente a *“securitização”*, posto que a alienação não envolve antecipação de receita pela venda de bem ou serviço; a *“securitização”* não seria, pois, um instrumento da *“dívida pública”* objeto das limitações da LRF; há, no entanto, o risco de ser enquadrada na cláusula geral *“outras operações assemelhadas”*; a tal argumento o Estado só poderia opor a regra geral de hermenêutica segundo a qual as normas restritivas de direito – como as contidas na LRF – merecem interpretação cerrada, não se admitindo ampliação das restrições impostas por lei nacional à utilização de receitas estaduais, em especial, quando em jogo o princípio da continuidade dos serviços públicos, que é substancial, em relação aos princípios instrumentais contidos na norma em comento. Cabe, aqui, pois, apenas alertar a autoridade acerca das conseqüências de interpretação em sentido contrário ao pretendido, de modo a orientar os riscos que envolvem a decisão.

(c) É possível ao Estado alienar os Direitos de Crédito recebendo parte do pagamento em valores mobiliários de emissão do adquirente dos mesmos? Essa operação poderia ser caracterizada como permuta? Nessa hipótese, igualmente, estaria afastada a caracterização de uma operação de crédito, posto que a permuta é negócio jurídico que envolve a transferência da titularidade de direitos ou bens?

Resposta: Na verdade, há uma alienação, no sentido jurídico de disposição de um direito, que passa à propriedade de outrem. O pagamento será feito em parte em moeda corrente, tendo-se, aí, uma *“venda”* e parte em *“títulos”*, sendo, aí, plausível a interpretação adotada pela consulente, de tratar-se de uma permuta.

(d) Caracterizada como uma operação de transferência de titularidade, a cessão dos Direitos de Crédito estaria sujeita a alguma restrição contida na Lei Complementar nº 101/2000?

Resposta: Sim. A cessão de direitos de crédito, se equiparada à operação de crédito por antecipação do recebimento de receita, estaria sujeita às limitações da LRF, em especial às dos citados arts. 38, IV, b, e 44 bem como às formalidades exigidas no art. 32. No entanto, o que se verificou do confronto entre o conceito de operação de crédito e o de securitização é que a antecipação de receita não se desenvolveria sob a forma de operação

de crédito (salvo se abrangida na cláusula geral “*outras operações assemelhadas*”).

É o parecer, s.m.j.

Rio de Janeiro, 05 de novembro de 2001

Marcos Juruena Villela Souto/Henrique Bastos Rocha
Procuradores do Estado

VISTO

Aprovo o brilhante e bem lançado Parecer Conjunto nº 01/2001–MJVS/HBR, da lavra dos ilustres Procuradores do Estado **Marcos Juruena Villela Souto e Henrique Bastos Rocha**.

Este procedimento encerra hipótese de extrema relevância para o Estado do Rio de Janeiro, além do fato de sua notória complexidade, já ressaltada por esta Procuradoria-Geral do Estado no Parecer de fls. 10-14, quando de um primeiro exame das questões suscitadas na consulta de fls. 02-04. Não obstante a exigüidade temporal decorrente do mister de se conferir uma solução administrativa imediata ao caso, há de ser denotado o esforço dos Procuradores incumbidos de seu deslinde jurídico, o qual é digno de louvor. Impende, ainda, salientar que o exame a que procederam não se limitou ao modelo previamente proposto, chegando mesmo à formatação de uma nova modelagem juridicamente apropriada e capaz de viabilizar a captação de recursos financeiros por meio de operação de securitização lastreada nos *royalties* do petróleo.

Merecedoras de grifo são as conclusões do sobredito Parecer referentemente a cada uma daquelas questões. Assim, no que tange à letra “a”, há de ser sublinhado que o Estado não está autorizado a emitir títulos nem assumir como coobrigado a responsabilidade pelo pagamento de dívidas contraídas por terceiros.

Por tais motivos, há de ser aplicada à hipótese a Lei nº 8.666/93, que disciplina as licitações e os contratos no âmbito da administração pública. *In casu*, diferentemente da pretendida emissão de títulos, caberia ao Estado proceder à licitação pública sob a modalidade de concorrência, consoante o disposto nos arts. 17, II; e 22, § 1º, Lei nº 8.666/93.

Quanto à pergunta da letra “b”, referente a submissão da pretensão do Estado à norma do art. 29, III, da Lei de Responsabilidade Fiscal, não se pode deixar de registrar, parcialmente, a violação do princípio federativo,

consagrado nos arts. 1º, 18 e 25, *caput* e § 1º, da Constituição da República, por vários dispositivos da LRF que usurparam competências próprias dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Não obstante a apontada inconstitucionalidade, esta Procuradoria analisou aqueles aspectos, uma vez que nossos Tribunais Superiores não têm conferido ao princípio federativo a importância e o significado que lhe são inerentes. Desta sorte, considerada a descabida intromissão federal nos atos das administrações regionais e locais e o princípio hermenêutico de interpretação restritiva das normas proibitivas e instituidoras de limites, há de se concluir que a interpretação mais consentânea ao denominado bom Direito é aquela que não insere a securitização dentre as hipóteses de operação de crédito do art. 29, III, da LRF, nem a enquadra como uma de suas operações assemelhadas, pois tanto estaria a ampliar sobremaneira a já indevida ingerência da lei federal e dos agentes públicos federais na administração pública estadual. Note-se que, em se entendendo de forma diversa, estar-se-ia a admitir a verificação pontual e individualizada pela União de cada ato praticado pelos demais entes federados. A despeito dos bem fundamentados argumentos colacionados no Parecer ora aprovado, há de se consignar o ineditismo do tema, a sua complexidade, bem como é possível antever alguma polêmica em sede doutrinária e jurisprudencial.

No que concerne à indagação formulada na letra “c”, a modelagem proposta envolverá sempre uma alienação, que se verificará, concretamente, sob duas espécies, as quais poderão ser, inclusive, utilizadas conjunta e concomitantemente pelo Estado, a saber: venda, quando o pagamento ao Estado der-se em moeda corrente; e, permuta, quando o Estado receber títulos em troca.

Finalmente, observe-se em relação à pergunta contida na letra “d”, que a cessão de direitos de crédito só estará jungida a alguma restrição estabelecida pela LRF se for equiparada à operação de crédito por antecipação do recebimento de receita. Neste caso, ser-lhes-iam aplicáveis as regras dos arts. 32, 38, IV, b; e 44. Transcrevo, por fundamental, a observação feita ao final da análise desta questão pelos ilustrados Pareceristas de que “*no entanto, o que se verificou do confronto entre o conceito de operação de crédito e o de securitização, é que a antecipação de receita não se desenvolveria sob a forma de operação de crédito (salvo se abrangida na cláusula geral ‘outras obrigações assemelhadas’)*”. No entanto, esta ressalva, como visto anteriormente, quando da análise do item “b” da consulta, não consagra a melhor interpretação, eis que derivaria do inadequado manejo e até mesmo da violação das regras de hermenêutica.

De mais a mais, o racionamento de energia, ora imposto em face do iminente perigo dos denominados "apagões", ocasionou a drástica e crescente redução da arrecadação de ICMS. Esse cenário sujeita a continuidade dos serviços públicos a inexoráveis riscos, impondo-se ao Estado buscar soluções alternativas à preservação do erário público, em nome da supremacia do interesse público, da eficiência e da continuidade do serviço público.

A hipótese vertente cuida de sucedâneo legítimo aos indisponíveis recursos financeiros perdidos pelo Estado diante da atual conjuntura que lhe é posta, sendo certo, ainda, que aquele encontra fulcro e suporte no ordenamento jurídico brasileiro.

É imperioso, inclusive sob o prisma da legitimidade e da economicidade, que os contratos decorrentes da securitização almejada tenham seus prazos limitados ao período do atual mandato governamental (31.12.2002). Remarque-se, em obediência ao princípio da legalidade, ser imprescindível a obtenção da competente autorização legislativa da operação.

Ao Excelentíssimo Senhor Secretário de Estado Chefe do Gabinete Civil para ciência e posterior envio deste procedimento à Secretaria de Estado de Fazenda.

Em 06 de novembro de 2001

Francesco Conte

Procurador-Geral do Estado

Ofício SEGAB nº 511/01