

## **Sobre Alterações Recentes na Legislação Fiscal**

*José Roberto Afonso <sup>1</sup>*

As convenções<sup>2</sup> que marcam a política fiscal já foram mudadas no Brasil. Falta assumir claramente a nova condição e construir arranjos mais adequados. Uma excelente oportunidade é a capitalização da Petrobras, especialmente com fins de atender aos enormes investimentos necessários à exploração das recentes descobertas do pré-sal.

### **As Novas Convenções Fiscais**

Esta não é uma discussão de natureza conjuntural. Não se trata apenas do impacto da crise financeira global e das medidas governamentais compensatórias. A questão não vai se dissipar junto com a crise. Trata-se de debate e alterações de grande fôlego, tanto na cultura, quanto nas instituições.

Mudou a cultura a ponto de que, nos últimos meses, analistas, acadêmicos e até políticos começaram a prestar cada vez mais atenção à dívida

---

<sup>1</sup> Economista do BNDES, a serviço do Senado Federal; mestre pela UFRJ e doutorando da UNICAMP. Website: [www.joserobertoafonso.ecn.br](http://www.joserobertoafonso.ecn.br)

Como de praxe, as opiniões são exclusivamente do autor e não das instituições a que está vinculado. Elaborado com base em informações disponíveis até 15/4/2010. Uma síntese foi publicada em artigo no jornal O Estado de S.Paulo, sob título “Capitalização da Petrobras”, edição de 10/4/2010. O autor agradece o apoio à pesquisa de Guilherme Carvalho e Kleber Castro bem assim os comentários de Felipe Salto e Durval Soledad.

<sup>2</sup> Usa-se o termo aqui no sentido que foi consagrado pelo economista John Maynard Keynes. É o “método” que as empresas precisavam recorrer para decidir (investir e produzir) sobre o futuro uma vez que este, pela própria natureza, é sempre incerto. Adaptado do mundo dos negócios para o das políticas públicas, é acreditar que o comportamento futuro de determinadas praticas e variáveis tenha certa continuidade e estabilidade.

pública medida pelo chamado conceito “bruto” (somatório dos passivos), como se faz na maior parte do resto do mundo. Antes, desde o início dos anos 80, só se olhava a dívida “líquida” (que deduz o caixa e alguns créditos detidos pelo governo) e seguindo metodologia que pesquisa quem financia o governo e não o que este toma emprestado (isto é, não se consultam os balanços contábeis oficiais mas sim pesquisas administrativas junto ao sistema financeiro). Há pouco, houve um reconhecimento oficial dessa nova ótica quando o Banco Central (que há muito publicava estatísticas da dívida, também no conceito “bruto”, mas raramente eram citadas) divulgou uma análise sobre a evolução pós-crise da dívida bruta.<sup>3</sup> Mostrou que (felizmente) a brasileira cresceu menos e está abaixo da registrada nas economias mais ricas do mundo, porém, isso significa que, implicitamente, chancelou a atenção que tal conceito passou a despertar no mercado.<sup>4</sup>

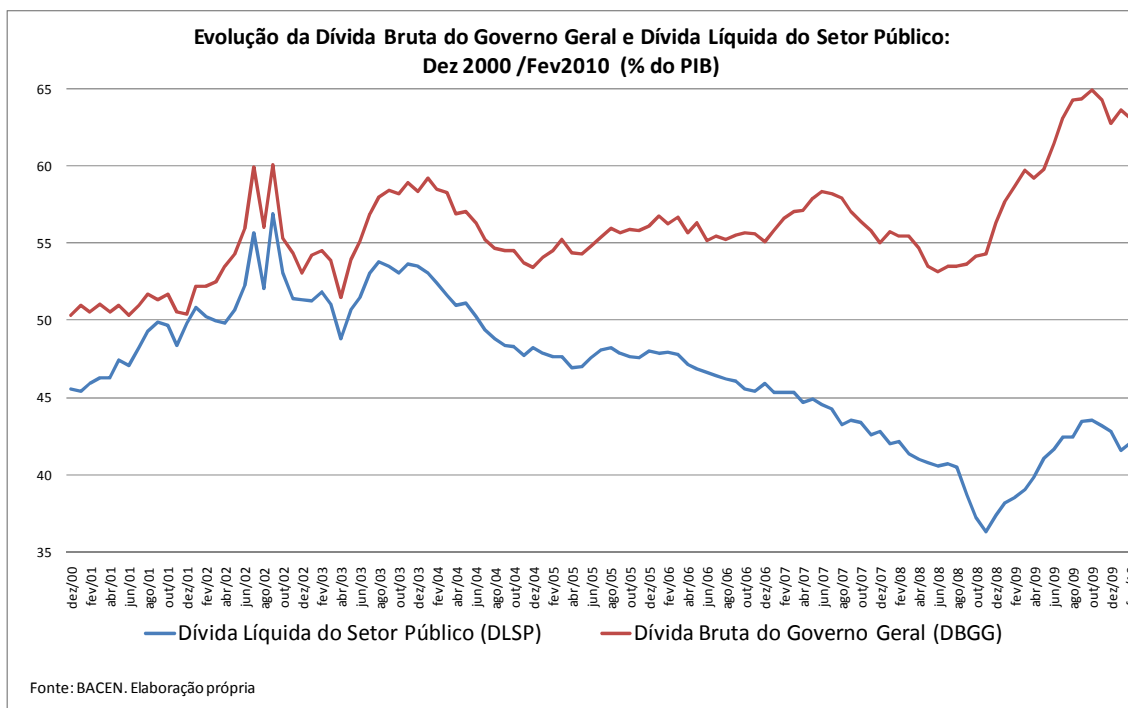
A evolução recente da dívida pública nos dois conceitos, conforme gráfico seguinte, registrou a abertura de um diferencial cada vez maior entre elas. Se até 2003 tal diferença girava em torno de 3 pontos do PIB (chegou a apenas 0.5 pontos em dezembro de 2001, no mês mais próximo); a partir daí paulatinamente as curvas se afastaram, o que foi acelerado e chegou a apontar tendências opostas depois da crise financeira global – o diferencial subiu para casa de 20 pontos do produto.

---

<sup>3</sup> Ver nota BACEN, *A Evolução Recente da Dívida Bruta no Brasil e em Países Selecionados*, março de 2010: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003b4p.pdf>

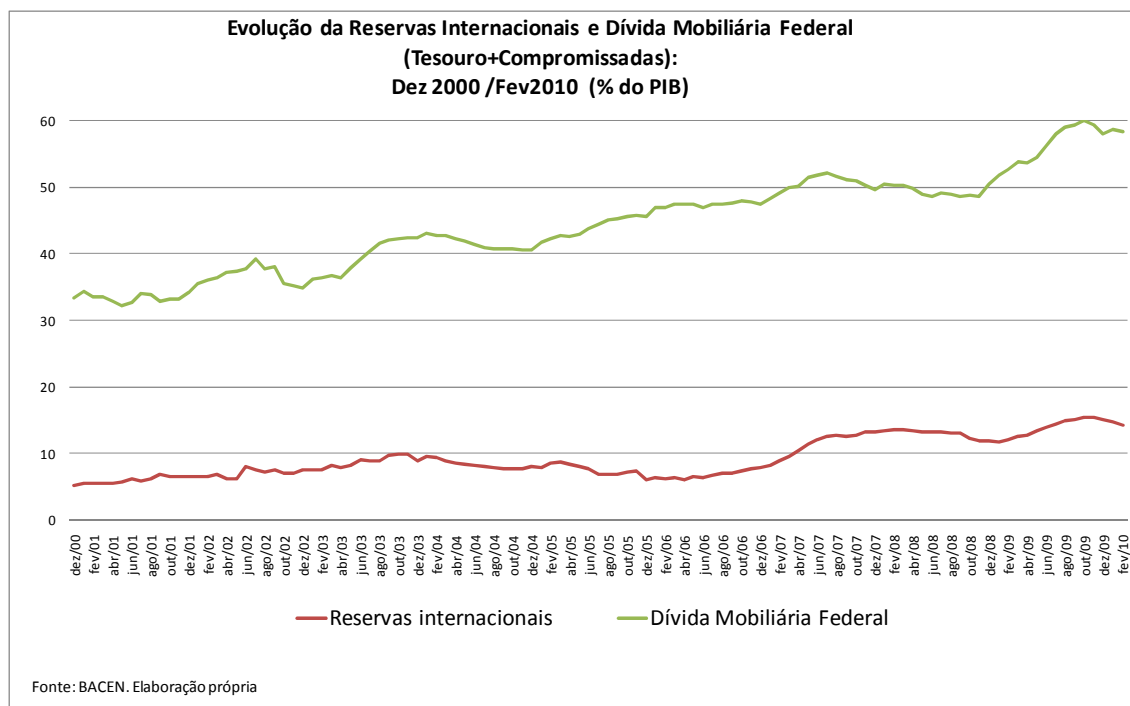
<sup>4</sup> Um dos primeiros analistas do mercado financeiro nacional a chamar a atenção para a dívida bruta foi Luis Stuhlberger, no relatório *A angústia clássica de um gestor: Brasil: “deterioração de fundamentos x market timing”*, do CSHG Verde, outubro de 2009.

A principal tese defendida pelo BC é que o aumento da dívida bruta brasileira nos últimos anos (2009/2011) ficou aquém do incremento registrado nas principais economias desenvolvidas, além de que o nível da dívida nacional também estaria num patamar inferior.



Um efeito colateral da expansão forte e crescente da dívida bruta do governo geral abrange o mesmo comportamento da dívida mobiliária federal, conforme demonstrado no gráfico seguinte – em que são computados não apenas os títulos do Tesouro Nacional em mercado, como também as chamadas operações compromissadas realizadas pelo Banco Central (através das quais esta instituição também coloca em mercado parte dos títulos do Tesouro que estavam em sua carteira). Esse conceito amplo da dívida mobiliária responde por parcela cada vez maior da dívida bruta do governo geral, de modo que foi a mesma trajetória na última década: se girava na casa de 32% do PIB no início de 2001, saltou ao ponto de bater em 60% do PIB em outubro de 2009. Tanto no caso da dívida bruta, quanto da mobiliária, a expansão na última década foi explicada, em grande parte, pelo incremento das reservas internacionais (como mostrado no gráfico abaixo): uma vez que autoridades monetárias procuravam “enxugar” a emissão de reais decorrente da entrada de moedas externas. Além do enorme custo fiscal (dada a diferença entre o que rendem a aplicação das

reservas internacionais e o que custa a dívida mobiliária), é preciso ter presente que as reservas não explicam todo incremento da dívida bruta e mobiliária<sup>5</sup> – em especial, no período da crise, muito dos títulos tiveram por contrapartida a concessão de crédito para os bancos oficiais federais.



Passando da análise das contas para o campo da institucionalidade fiscal, chama-se a atenção para uma importante mudança proposta recentemente e que pouco ou nenhum destaque mereceu no noticiário econômico. Esta mudou expressivamente quando o Poder Executivo Federal enviou ao Congresso um projeto de lei de diretrizes orçamentárias (LDO) da União para 2011 em que,

<sup>5</sup> Uma conta singela, a diferença entre o estoque da dívida mobiliária ampla (sempre incluindo compromissadas) e as reservas internacionais, girava abaixo de 30 pontos do PIB nos primeiros anos da década, mas cresceu a partir de seus meados e chegou próximo de 45 pontos no início de 2010, o que sinaliza que não apenas as reservas internacionais explicariam o incremento daquela parcela preponderante da dívida bruta do governo geral no Brasil.

pela primeira vez, deixa indefinida a meta do superávit primário – ver quadro comparado de extratos da LDO vigente e da proposta, a seguir.<sup>6</sup>



---

<sup>6</sup> Ver projeto da LDO da União para 2011 em:  
<http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Legislacao/projetos/projetoLDO2011.pdf>

**COMPARATIVO ENTRE A LDO - 2010 E O PLDO - 2011**

LEI Nº 12.017, DE 12 DE AGOSTO DE 2009 (LDO - 2010) (Dispositivos vetados em negrito)	PLDO-2011
CAPÍTULO I	CAPÍTULO I
DAS METAS E PRIORIDADES DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA FEDERAL	DAS METAS E PRIORIDADES DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA FEDERAL
Art. 2º A elaboração e a aprovação do Projeto de Lei Orçamentária de 2010, bem como a execução da respectiva Lei deverão ser compatíveis com a obtenção da meta de superávit primário, para o setor público consolidado, equivalente a 3,30% (três inteiros e trinta centésimos por cento) do Produto Interno Bruto - PIB, sendo 2,15% (dois inteiros e quinze centésimos por cento) para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social e 0,20% (vinte centésimos por cento) para o Programa de Dispêndios Globais, conforme demonstrado no Anexo de Metas Fiscais constante do Anexo IV desta Lei.	Art. 2º A elaboração e a aprovação do Projeto de Lei Orçamentária de 2011, bem como a execução da respectiva Lei deverão ser compatíveis com a obtenção da meta de superávit primário, para o setor público consolidado de R\$ 125.500.000.000,00 (cento e vinte e cinco bilhões e quinhentos milhões de reais), sendo R\$ 81.760.000.000,00 (oitenta e um bilhões, setecentos e sessenta milhões de reais) para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social e R\$ 7.610.000.000,00 (sete bilhões, seiscentos e dez milhões de reais) para o Programa de Dispêndios Globais, conforme demonstrado no Anexo de Metas Fiscais constante do Anexo III desta Lei.
Art. 3º O superávit a que se refere o art. 2º desta Lei será reduzido em até R\$ 22.500.000.000,00 (vinte e dois bilhões e quinhentos milhões de reais), para o atendimento de despesas no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento - PAC, cujas programações serão identificadas no Projeto e na Lei Orçamentária de 2010 com identificador de Resultado Primário previsto no art. 7º, § 4º, inciso IV, desta Lei.	<b>Art. 3º O superávit a que se refere o art. 2º desta Lei poderá ser reduzido até o montante do Programa de Aceleração do Crescimento - PAC, cujas programações serão identificadas no Projeto e na Lei Orçamentária de 2011 com identificador de Resultado Primário previsto no art. 7º, § 4º, inciso IV, desta Lei.</b>
§ 1º O valor de que trata o caput deste artigo poderá ser acrescido, na execução da Lei Orçamentária de 2010, do montante:	<b>§ 1º O montante de que trata o caput deste artigo poderá ser acrescido, na execução da Lei Orçamentária de 2011, do valor:</b>
I - dos restos a pagar relativos a despesas cujo identificador de resultado primário seja "3"; e	<b>I - dos restos a pagar do PAC, identificados no Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal - SIAFI, bem como dos relativos a despesas cujo identificador de resultado primário seja "3"; e</b>
II - do excesso da meta de superávit primário apurado no exercício de 2009, a partir da meta estabelecida no Anexo IV da Lei nº 11.768, de 14 de agosto de 2008, para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social.	<b>II - do excesso da meta de superávit primário apurado no exercício de 2010, a partir da meta estabelecida no Anexo IV da Lei nº 12.017, de 12 de agosto de 2009, para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social.</b>
§ 2º O cálculo do excesso da meta a que se refere o inciso II do § 1º deste artigo, que será demonstrado no primeiro relatório de que trata o § 4º do art. 70 desta Lei, levará em consideração:	§ 2º O cálculo do excesso da meta a que se refere o inciso II do § 1º deste artigo, que será demonstrado no primeiro relatório de que trata o § 4º do art. 70 desta Lei, levará em consideração:
I - a eventual compensação ocorrida na forma do parágrafo único do art. 2º da Lei nº 11.768, de 2008;	I - a eventual compensação ocorrida na forma do § 2º do art. 2º da Lei nº 12.017, de 2009;
II - a redução da meta de superávit primário de que trata o art. 3º da Lei nº 11.768, de 2008; e	II - a redução da meta de superávit primário de que trata o art. 3º da Lei nº 12.017, de 2009; e
III - o primeiro valor do PIB divulgado em 2010 pela Fundação Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE.	III - o valor do PIB divulgado para fins de cumprimento da meta fiscal de 2010, constante do relatório de avaliação do cumprimento da meta de superávit primário a que se refere o art. 129 desta Lei, relativo ao terceiro quadrimestre de 2010.

Embora pareça que a LDO tenha sido fixada,<sup>7</sup> autoriza-se dela deduzir tudo que for investido a pretexto de acelerar o crescimento. Não haverá mais teto financeiro para o abatimento, basta o carimbo na dotação para investimento no orçamento. É provável que sejam feitas “juras de amor” ao superávit primário, mas, diante da lei e do controle que importa, o governo pede que não mais seja prefixada uma meta para o superávit primário.

A nova meta móvel só coroa um longo e diversificado processo em que foi minada a credibilidade dos indicadores fiscais tradicionais – além da dívida líquida (já citado antes), também o cálculo superávit primário foi depreciado. Vale citar os casos mais emblemáticos:

- houve um abuso crescente na União da figura dos restos a pagar (o termo virou um eufemismo) porque nunca foram computados como dívida pelo BC e fecharam o ano de 2009 em exatos R\$ 100,1 bilhões ou 3,2% do PIB (computada apenas a parcela de processados, eram R\$ 8,8 bilhões ou 0.3 ponto do produto);<sup>8</sup>

- já no final de 2008, um mistério envolveu os benefícios previdenciários inscritos como a pagar (R\$ 16,6 bilhões), pois os aposentados receberam em dia em janeiro do ano seguinte, mas a saída do caixa do INSS (de R\$ 11,7 bilhões) só foi contabilizada em fevereiro; o saldo remanescente (R\$ 5 bilhões) foi cancelado em maio de 2009, sem maiores explicações oficiais – aliás, nenhum órgão de controle, interno ou externo, acusou qualquer irregularidade;

- nos últimos meses de 2009, a arrecadação tributária federal foi *turbinada* pela conversão de depósitos judiciais para o caixa e (aí sim o problema) e escriturada como se fosse uma fonte de recursos líquidos e certos

---

<sup>7</sup> Outra novidade foi fixar a meta para o setor público federal em valores (R\$ 125,5 bilhões correntes para 2011), quando na LDO anterior era expressa em porcentagem do PIB (3,3% do PIB para 2010).

<sup>8</sup> Para evidenciar o (abu)uso crescente dos restos a pagar vale registrar que, pouco depois de editada a LRF, em dezembro de 2000, o total de restos a pagar da União equivalia a apenas 1,34% do PIB, sendo os processados em 0,25% do produto. O fato de triplicar o nível de restos não-processados até o presente indica que parcela expressiva de recursos resta não apenas a pagar, como até o ser gasta, ou seja, ser contratada, o bem entregue ou o serviço prestado, o que consubstancia para alguns uma espécie de orçamento fiscal paralelo. Todos esses dados extraídos de balanços anuais ou relatórios periódicos exigidos pela LRF.

(ao menos a Receita Federal reconheceu em seu boletim R\$ 14,2 bilhões de receitas consideradas como atípicas);<sup>9</sup>

- o caso mais volumoso (e ao mesmo tempo mais ignorado) foi o lucro cambial (contábil) apurado pelo Banco Central ao final de 2008, recolhido para o caixa do Tesouro em março seguinte (R\$ 185 bilhões), que se esqueceu de orçar o excesso de arrecadação e assim, ao fechar o último exercício, acabou convertido em *superávit financeiro* (que já foi definida como fonte de recursos para crédito a bancos estatais e até da seguridade social, por antigas medidas provisórias); pode ser considerada matéria interconectada com a seguinte;<sup>10</sup>

- vem despertando crescente atenção à concessão de créditos para bancos oficiais, que só num caso notório (BNDES) montou a R\$ 100 bilhões, porém, misteriosamente, na oficialmente divulgada execução orçamentária da União de 2009 só foi liquidado R\$ 26 bilhões a título de inversões financeiras (grupo que inclui empréstimos mais despesas).<sup>11</sup> Ao menos os bancos e empresas estatais que, direta ou indiretamente, receberam alguma forma de aporte do Tesouro, foram generosos e muito expandiram as receitas primárias àquele recolhido no ano passado.

Por tudo isso, independente de se concordar ou não com o novo princípio proposto pelo governo federal, não se pode negar que seja transparente: a nova regra proposta na LDO é coerente e transforma em lei o que já era prática no âmbito federal há alguns meses. Se a meta do superávit primário era inócua por causa dos subterfúgios, ao menos agora isso passará a ser reconhecido explícita e oficialmente, no âmbito de uma lei. Ou seja, sob a ótica de regras e amarras fiscais, elas já haviam sido alteradas e relaxadas de forma conjuntural, tendo

---

<sup>9</sup> Importa qualificar que tal prática não é nova no âmbito federal, mas não se tem notícia de que antes tenha alcançado a mesma escala de valores.

<sup>10</sup> Para maiores detalhes sobre essa análise ver do autor com Ana Paula Higa, “Algumas Inter-Ligações da Política Fiscal com a Monetária, Cambial e Creditícia no Brasil”, Textos para Discussão nº 66, Senado Federal, novembro de 2009. Ver [http://www.senado.gov.br/conleg/textos\\_discussao/NOVOS%20TEXTOS/texto66%20-%20Ana%20Paula%20Higa%20e%20Jos%20E9%20Roberto%20Afonso.pdf](http://www.senado.gov.br/conleg/textos_discussao/NOVOS%20TEXTOS/texto66%20-%20Ana%20Paula%20Higa%20e%20Jos%20E9%20Roberto%20Afonso.pdf)

<sup>11</sup> Montante informado no quadro do Balanço Orçamentário no Relatório Resumido de Execução Orçamentária, de Dezembro de 2009, publicado pela STN. Conferir em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei\\_responsabilidade/RROdez2009.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/lei_responsabilidade/RROdez2009.pdf)



como argumento central a adoção de políticas anticíclicas e o afrouxamento fiscal decorrente; agora, é oficializada a prática, mesmo não mais havendo uma crise como pretexto para a flexibilidade.

Ainda que envergonhadamente, se o governo federal optou por mudar a convenção fiscal cabe refletir sobre as consequências. Aparentemente se caminha para adotar o conceito de poupança pública como principal indicador de esforço fiscal e para suspender qualquer restrição orçamentária aos investimentos.<sup>12</sup>

Outra leitura possível é que ganha espaço a chamada *regra de ouro*, que admite o endividamento público desde que limitado ao montante do investimento. Isto é um princípio aplicado na experiência européia: para apuração dos limites do Tratado de Maastricht, de certa forma é aceito, ou relativizado, quando um aumento da dívida pública foi destinado a incremento dos incrementos públicos. No caso brasileiro, há uma peculiaridade: a “regra de ouro” está cravada no corpo do texto permanente da Carta Magna, a saber:

“Art. 167. São vedados:

.....

III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta;

.....”

---

<sup>12</sup> Ao menos não se poderá mais alegar que o orçamento era o culpado pelo retumbante fracasso da gestão e da taxa de investimento público, especialmente em infraestrutura básica.

Reconhecemos, porém, que é passível de crítica a nossa interpretação de que a mudança na convenção fiscal fosse uma espécie de “caminho natural”. Não deve haver polêmica sobre o aumento da transparência advindo da nova regra da LDO, que passará a registrar abertamente a intenção de não mais fixar metas rígidas para o superávit primário. Isto deveria abrir espaço para mudanças que melhoram a gestão fiscal, mas também poderia permitir retrocessos, se prevalecer uma visão de que a austeridade =fiscal não mais constitui objetivo importante para a política econômica.

O economista Felipe Salto alerta que pode ser muito alta a aposta de que a transparência seria suficiente para reconduzirem os governos a retomarem regras para o campo fiscal, com base nos conceitos ligados mais à formação da poupança pública do que de superávits primários: “Enfim, o debate está posto. A política definirá o futuro, na minha visão, e a capacidade do governo em reagir bem à tendência à piora nas avaliações sobre os riscos fiscais que começarão a ser enleadas no mercado, na academia, entre os formadores de opinião, etc.”

## O Caso da Capitalização da Petrobras

Se a nova convenção fiscal admitirá endividamento público para financiar investimentos públicos prioritários ao crescimento, um bom começo seria readequar a proposta de capitalização da Petrobras, atualmente em debate no Senado Federal.<sup>13</sup> Para fins do orçamento público, o que está em discussão aqui é uma despesa chamada de inversão financeira – isto é, o aumento da participação acionária da União naquela empresa. Será uma compra de ativos e não a realização direta de obras pelo governo federal, porém, como este controla aquela empresa, terá meios de assegurar que o aporte de capital seja aplicado pela estatal no seu plano de investimentos.

O governo federal apresentou, ao final de 2009, uma proposta para mudar o regime de exploração do petróleo nas camadas do pré-sal e, dentre outras medidas, contempla a capitalização da Petrobras em barris de óleo, que passarão a pertencer à União no novo modelo de partilha. Tal operação é complexa<sup>14</sup> e controversa. Se assim foi desenhada para escapar das amarras fiscais até aqui vigentes (em que o gasto com a subscrição de contas como despesa deduzida do superávit primário), tal cenário muda radicalmente com a regra recém-proposta na LDO (que permite não computar os investimentos carimbados como prioritários para fins daquela meta).

---

<sup>13</sup> A referência é ao projeto de lei, em tramitação no Senado (PLC nº8 de 2010), que autoriza a União a ceder onerosamente a Petrobras o exercício das atividades de pesquisa e lavra de petróleo e dá outras providências.

<sup>14</sup> O Projeto de Lei já citado procura estruturar a seguinte operação: em primeiro lugar, o Tesouro Nacional emitiria títulos públicos e, com eles, integralizaria o capital da Petrobras; no balanço do Tesouro, seriam elevados o passivo (dívida mobiliária) e o ativo (participações acionárias); já no balanço da Petrobras, seriam elevados o ativo (títulos) e o passivo (capital social). Em segundo lugar, aquela estatal compraria, da União, o direito de explorar 5 bilhões de barris de petróleo e os pagaria com os mesmos títulos recebidos do Tesouro; no balanço do Tesouro, seria reduzido o passivo (dívida pública) contra uma receita (alienação de direitos); já no balanço da Petrobras, haveria permuta no ativo (títulos públicos por direitos de exploração).

Ora, como ninguém duvida que essa seja uma inversão que realmente acelera o crescimento e não mais haverá limite de montante, o preceito agora levantado pelo governo federal permitirá atender ao aumento do capital da Petrobras com efetiva disponibilidade financeira. Ou seja, o que se levanta aqui para o debate é trocar a forma de capitalização por invés de títulos e em óleo, proposta na nova modelagem do pré-sal, por um simples e direto aumento de capital subscrito em dinheiro (como sempre foi feito no passado).

Destaca-se que nem mais seria preciso uma emissão direta de títulos para atender tal subscrição. Em termos fiscais, é exatamente o mesmo impacto: sacar dos cofres públicos ou emitir títulos públicos. Entretanto, para fins da legislação societária, há uma enorme diferença entre estas duas hipóteses; mais ainda, em relação à subscrição em bens (ou presunção de óleo). Logo, se propõe adotar a melhor alternativa para a empresa e para o mercado: subscrever a nova emissão de ações em dinheiro (vivo).

Chama-se a atenção que, para aumentar o capital de uma empresa estatal, basta a edição de um simples decreto presidencial (autorizando o representante da União a aprovar tal aumento na assembleia da empresa). Só será necessário editar uma lei, ainda assim para mudar o orçamento, se não houver dotação ou se esta for insuficiente.

Capitalizar em dinheiro é mais rápido e atende à urgência reclamada veementemente pelos dirigentes da Petrobras – conforme declarações de seu Presidente publicadas em jornais de 25/3/2010:

“A Petrobrás dará início ao processo de capitalização ainda no primeiro semestre deste ano, independentemente da aprovação do projeto de lei pelo Congresso. O presidente da estatal, José Sérgio Gabrielli, afirmou ontem que a companhia precisa de um aporte entre US\$ 15 bilhões e US\$ 25 bilhões para complementar os recursos necessários ao plano de investimentos para o período 2010 a 2014, que pode chegar a US\$ 220 bilhões. É o montante que precisa entrar no caixa da empresa para manter a atual relação capital versus dívida, e capital versus Ebitda, disse... A capitalização tem que ocorrer até junho...” (Estado de S.Paulo).

Capitalizar em dinheiro é também mais seguro, sem o menor risco de batalha judicial. Já se ela vier a ser feita em títulos/direitos de exploração, dos

dois um questionamento é certo: ou os demais acionistas questionariam o valor presente de títulos e óleo, à luz do disposto na Lei das S/As; ou segmentos da sociedade poderiam acusar uma eventual subavaliação do valor do barril que acarretaria uma privatização de ganhos (vez que a Petrobras não é uma empresa pública, de único dono). Uns poderiam achar o valor presente do óleo acima, outros abaixo, de certo é que haverá muita dúvida e debate com a modelagem proposta para o pré-sal. Sobre estas questões, o advogado Durval Soledad, especialista em direito acionário, chama a atenção:

“Quanto à forma de subscrição originalmente proposta para as ações da PETROBRAS, cabe destacar que o projeto de lei não realiza qualquer alteração na Lei das S/A. Portanto, a Petrobrás continuará a ter que respeitar os ditames desta Lei. Por tal razão, toma vulto a observação anterior quanto a cerca de 60% do capital social desta empresa estar nas mãos do setor privado. O artigo 109 da Lei das S/A<sup>15</sup> assegura o direito

---

<sup>15</sup> Vale transcrever alguns dispositivos da Lei das S/As por sua importância para este debate. Antes de tudo, aqueles que tratam da subscrição:

“Direitos Essenciais

Art.109 Nem o estatuto social nem a assembléia geral poderão privar o acionista dos direitos de: .....

IV - preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172;”

“Art. 171 Na proporção do número de ações que possuírem, os acionistas terão preferência para a subscrição do aumento de capital. ....

§ 2º No aumento mediante capitalização de créditos ou subscrição em bens, será sempre assegurado aos acionistas o direito de preferência e, se for o caso, as importâncias por eles pagas serão entregues ao titular do crédito a ser capitalizado ou do bem a ser incorporado”.

Os títulos públicos para efeito da mesma Lei das S/A são bens e têm que ser avaliados, conforme disposto no art. 7º da mesma Lei:

“Dinheiro e Bens

Art. 7º O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro.”

Como tal os títulos federais, da mesma forma de qualquer outro bem, têm que ser avaliados, em virtude do estatuído no art. 8º:

“Avaliação

de todos os acionistas manterem suas participações percentuais no capital social, qualificando o direito de preferência como essencial.... Em resumo, a Lei das S/A estabelece que os títulos federais são bens; precisam ser avaliados; a União não poderá votar sobre o laudo de avaliação; e os atuais acionistas têm direito de preferência na subscrição das ações. O disposto no projeto (art. 9º, parágrafo único) não se sobrepõe ao que é estabelecido na Lei 6.404/76 no que se refere a avaliação do bem título público.”

---

Art. 8º A avaliação dos bens será feita por três peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembléia geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

§ 1º Os peritos ou a empresa avaliadora deverão apresentar laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembléia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

....

§ 5º Aplica-se à assembléia referida neste artigo o disposto nos parágrafos 1 e 2 do art. 115.

§ 6º Os avaliadores e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido. No caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária.”

Já sobre o dito Abuso do Direito de Voto e Conflito de Interesses:

“Art. 115. O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

§ 1º O acionista não poderá votar nas deliberações da assembléia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social e à aprovação de suas contas como administrador, nem em quaisquer outras que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou em que tiver interesse conflitante com o da companhia.”

A União detém diretamente 32,1% do capital total da Petrobras.<sup>16</sup> Se capitalizar em dinheiro, para cada R\$ 1,00 que saísse do orçamento da União, se todos os demais acionistas a seguissem, a empresa poderia receber até R\$ 3,11 em injeção de capital. Portanto, a grande questão seria: quantos a seguiriam?

Chamo a atenção que tal resposta seria crucial para avaliar, tanto a nova política fiscal, como um todo, quanto à gestão corporativa da empresa, no particular. A resposta dependerá da diferença entre o custo da dívida pública (uma certeza) e os dividendos esperados da empresa (uma incerteza).

Em outras palavras, a decisão contrapõe o risco de uma receita (rendas do petróleo) possivelmente alta, mas totalmente incerta, a um custo também alto (serviço da dívida), mas totalmente certo. Seria possível contratar um “seguro” que transforme dividendos incertos em pagamentos certos? A resposta final virá dos investidores diretos ou financeiros externos e do mercado segurador. Se o resultado (líquido) for positivo, os demais acionistas seguirão a União. Isto sinalizará o grau de confiança na governança, tanto a corporativa (Petrobras), quanto à macroeconômica (com a nova meta de superávit primário indefinida). De antemão só se sabe que, nesta alternativa, não restará a menor dúvida se, no presente, seria avaliado corretamente o valor futuro do petróleo.

### **Observações finais**

A capitalização da Petrobras em dinheiro é a alternativa ideal para a empresa, uma vez que é compatível com a nova convenção fiscal sugerida pelo governo na proposta da LDO enviada ao Congresso Nacional e, talvez, pudesse até dispensar a controversa mudança para o regime de partilha.<sup>17</sup> Se a Petrobras estiver capitalizada, poderia disputar os leilões pelo direito de explorar as novas

---

<sup>16</sup> O BNDES detém 7,7% do capital da Petrobras, de modo que, se somada à participação da União, sobe para 39,8%.

<sup>17</sup> A respeito dos ganhos excepcionais esperados com o pré-sal, basta recordar que, no regime de concessão, também é possível ao poder público tomar tais resultados através da figura das participações especiais. Caso o governo queira mudar a forma de destinar tal receita (hoje, é repartida com outros governos e, no caso do estadual do Rio, recebe mais a título de participações do que de royalties), bastaria propor lei redividindo ou redistribuindo os recursos.

áreas, como no regime de concessão vigente. Se o pré-sal vier a permitir ganhos expressivos pelas empresas operadoras, bastaria aplicar e ampliar a cobrança de participações especiais (ou até mesmo outras figuras tributárias). Também ajudaria a atenuar ou evitar a guerra federativa em torno da receita de royalties desencadeada diante da troca do regime.

O caso da capitalização da Petrobras seria um excelente teste para construir uma nova cultura fiscal, que não estivesse limitada apenas no superávit primário e que, portanto, carregasse uma visão abrangente dos passivos e dos ativos do setor público. A capitalização em dinheiro é mais transparente. A adesão dos investidores privados seria a prova de que eles acreditam, tanto no sucesso que a Petrobras obterá na exploração do pré-sal, quanto na adequação da nova estratégia fiscal (que aceita redução do superávit primário desde que para a realização de investimentos prioritários). É importante salientar, no entanto, que este segundo aspecto seria atendido apenas se o governo conseguisse sinalizar que a criação de novos mecanismos fiscais, para além do primário, comporiam uma nova estratégia fiscal que não abriria mão da austeridade (pelo contrário, que a ampliaria). Se isso não for logrado, o tiro poderá sair pela culatra – no caso de ser avaliado que o governo estaria apenas abrindo mão de ajuste e piorando a solvência do setor público, sem criar salvaguardas e instrumentos para que a credibilidade conquistada nos últimos anos não fosse perdida. Daí, porque seria interessante acoplar ao mesmo movimento que muda a meta da LDO, também uma alteração na legislação de controle do endividamento público.

Vale recordar que a Constituição delega: tanto competência exclusiva ao Senado Federal para limitar o montante da dívida consolidada da União, a partir de iniciativa do Presidente da República (art.52, inciso VI); quanto ao Congresso Nacional, através de lei (ordinária), para limitar a dívida mobiliária federal (art.48, inciso XIV). A Lei de Responsabilidade Fiscal regulou o processo de apuração e de controle desses limites – só não fixou tais limites por não ser matéria de competência de lei complementar.

Apesar de terem sido propostas pelo Executivo Federal em 2000, passados quase dez anos, resolução não foi aprovada pelo Senado,<sup>18</sup> nem lei pelo Congresso,<sup>19</sup> a despeito de haver enorme folga em relação aos saldos vigentes frente aos limites propostos (respectivamente, 3,5 vezes da receita corrente líquida no caso da dívida consolidada líquida; e 6,5 vezes no caso da mobiliária), conforme demonstrado na tabulação seguinte – quando tomada a posição de 2009 (a dívida consolidada líquida era de 2,23 vezes e a mobiliária, de 4,78 vezes, ambas em relação à receita corrente líquida).

---

<sup>18</sup> O Presidente da República encaminhou ao Senado Federal a Mensagem nº 154, de 3/8/2000 (nº 1.069, de 2000, na origem), com duas propostas de limites globais para os montantes das dívidas consolidadas dos entes que constituem a República Federativa do Brasil: uma para a União e outra para os Estados, o Distrito Federal e os Municípios – esta já aprovada. A proposta para limitar a dívida consolidada da União seria, no conceito líquido, de 3,5 vezes a receita corrente líquida, além de dispor de matérias correlatas. Atualmente, está numerado como Projeto de Resolução do Senado nº 84, de 2007, tendo o Relator na CAE, Senador Romero Jucá, apresentado o Parecer nº 1.188 de 2007 por sua aprovação - chegou a comentar que, no 2º quadrimestre de 2007, a dívida consolidada líquida efetivamente chegara a 2,11 vezes a receita corrente (contra 2,96 ao final de 2000). Mas, na última tramitação, em 17/12/2007, a matéria voltou para exame do Relator, líder do governo naquela Casa, e até hoje não foi votada.

<sup>19</sup> O Poder Executivo Federal enviou projeto em 3/8/2000 (Mensagem nº 1.070), numerado como Projeto de Lei nº 3.431, de 2000, na Câmara dos Deputados. Propunha que o montante da dívida mobiliária federal não ultrapasse a 650% da receita corrente líquida. Foi aprovado na Câmara dos Deputados em 14/4/2009. Atualmente, está em tramitação no Senado Federal: mais especificamente, na CAE, tendo o Senador Efraim de Moraes como Relator.



ENDIVIDAMENTO PÚBLICO FEDERAL: EVOLUÇÃO (2000 X 2009) E LIMITES PROPOSTOS							
Indicador	Em R\$ milhões correntes		Variação Nominal	Em % do PIB		Em % da RCL	
	dez/00	dez/09		dez/00	dez/09	dez/00	dez/09
DC - Dívida Consolidada	817.861	2.179.092	166%	66,14%	69,33%	5,636	4,984
DCL - Dívida Consolidada Líquida	429.938	971.869	126%	34,77%	30,92%	2,963	2,223
DM - Dívida Mobiliária	653.143	2.087.640	220%	52,82%	66,42%	4,501	4,775
RAP*	3.110	8.794	183%	0,25%	0,28%	0,021	0,020
RAP não processados*	13.517	91.295	575%	1,09%	2,90%	0,093	0,209
RAP + RAP não Processados	16.627	100.089	502%	1,34%	3,18%	0,115	0,229
Receita Corrente Líquida	145.111	437.199	201%	11,73%	13,91%	1,000	1,000
PIB Nominal (Acumulado em 12 Meses)	1.236.589	3.143.016	154%	100,00%	100,00%		
DC/RCL	5,636	4,984	-12%				
DCL/RCL	2,963	2,223	-25%				
<b>Limite da Proposta (DCL/RCL)</b>	<b>3,500</b>						
DM/RCL	4,501	4,775	6%				
<b>Limite da Proposta (DM-STN/RCL)</b>	<b>6,500</b>		-100%				
				<i>Obs.: folga para União se endividar</i>			
				<i>%RCL</i>			
				<i>r\$ mi</i>			
				<i>DCL</i>	<i>1,28</i>	<i>558.329</i>	
				<i>DM</i>	<i>1,72</i>	<i>754.156</i>	

Fonte primária: STN, RGF e, apenas para RAP/2000, Balanço Patrimonial; BACEN (PIB valorado para fins de período).  
Limites Propostos pelo Presidente da República em 2000 e ainda tramitando no Senado: DM - PLS 54/2009; DC - PRS 84/2007.  
\*Os valores de RAP e RAP/NP referentes ao ano de 2000 foram retirados do balanço patrimonial da União.

Sem qualquer limite, legal ou efetivo, a mesma tabulação também demonstra que, depois de editada a LRF, o endividamento público federal seguiu forte expansão, quando apurado segundo os documentos contábeis (que difere do cálculo antes citado, da dívida líquida e bruta, que são levantados pelo banco central e sem base em balanços oficiais). Entre dezembro de 2000 e de 2009, em termos nominais, enquanto o PIB acumulado cresceu 154%, a dívida consolidada total aumentou em 166% e, dentre suas parcelas, a mobiliária cresceu 220% e os restos a pagar 502%.

Por si só, essa evolução recente do endividamento federal justificaria ao menos aprovar limites para a evolução das dívidas – ainda que o ideal, para melhorar expectativas e impor austeridade crescente ao âmbito federal de governo, seria impor limites reduzidos e próximos ao nível já apurado (quando não traçando uma trajetória para sua redução, do mesmo modo que foi aplicado aos governos estaduais e municipais que renegociaram suas dívidas junto ao Tesouro Nacional). Se tal regra fosse combinada com a *regra de ouro*, já citada, poder-se-ia tentar combinar uma maior austeridade sobre o resultado corrente do governo federal ao mesmo tempo em que se fomentasse uma expansão dos

investimentos – como no caso daqueles realizados em infraestrutura, através de estatais produtivas, como a Petrobras.

Como visto, o governo federal propôs transformar em lei a prática que já adotava há alguns meses – isto é, uma meta fiscal móvel para o superávit primário, que é consistente com uma evolução da dívida líquida cada vez mais descolada do conceito bruto. Para preservar a credibilidade e melhorar as expectativas junto aos investidores, esta seria uma oportunidade ímpar para se avançar na imposição de limites para o endividamento público federal.

Enfim, este novo arranjo institucional das finanças públicas federais dispensaria o recurso crescente a uma engenharia fiscal que, mesmo com a boa intenção dos seus formuladores, pode acabar tornando tênue a fronteira entre a mera maquiagem contábil, a má alocação dos recursos públicos e a falta de seu controle mais efetivo. Por que gastar tanta criatividade técnica e energia política, se, hoje, só se engana, não a quem goste, mas quem ganha? Que enquanto ganhar e muito, faz de conta que gosta de ser enganado por manipulações das contas públicas.