



A ECONOMIA POLÍTICA DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO EM UMA FEDERAÇÃO

Um estudo comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos.

Banca examinadora

Prof. Orientador Marcos Fernandes Gonçalves da Silva.

Prof. Leonardo Fernando Cruz Basso.

Prof^a. Maria Rita Garcia Loureiro Durand.

Dedicatória

Dedico esta dissertação a seis pessoas muito especiais:

- a minha esposa, companheira e amiga, Fabíola, que me acompanhou em todas as fases do mestrado, sendo paciente e dando força para que este trabalho chegasse ao fim.
- a meu futuro filho, ou filha, que vai nascer em março de 1999, e que desde já é muito esperado.
- a meus pais, Luiz e Nycia, pelo apoio e carinho que me deram em todas as fases da minha vida.
- a meu sogro e minha sogra, Labib e Malena pela força e carinho que me deram.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS DE SÃO PAULO

IVAN FECURY SYDRIÃO FERREIRA

A ECONOMIA POLÍTICA DO ENDIVIDAMENTO PÚBLICO EM UMA
FEDERAÇÃO:

Um estudo comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos.

Dissertação apresentada ao Curso de
Mestrado em Administração Pública e
Governo da FGV/EAESP.

Área de Concentração: Planejamento e
Finanças Públicas.

Requisito para obtenção do título de mestre
em Administração Pública e Governo.

Orientador: Prof. Marcos Fernandes G. da
Silva.

São Paulo
1998



Fundação Getúlio Vargas
Escola de Administração
de Empresas de São Paulo
Biblioteca



2059/98



1199802059

1198

Escola de Administração de Empresas de São Paulo	
Data	Porcentagem
12.11	336.3 (81)
2059/98	F383e Din.

0024-74860

8.1

17

FERREIRA, Ivan Fecury Sydrião. A Economia Política do Endividamento Público em uma Federação: um estudo comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos. São Paulo: EAESP/FGV, 1998. 77p. (Dissertação de Mestrado apresentada ao Curso de Mestrado em Administração Pública e Governo da EAESP/FGV, Área de Concentração: Planejamento e Finanças Públicas).

Resumo: O trabalho versa sobre os incentivos e as restrições impostas para o endividamento no mercado de títulos públicos estaduais e municipais no Brasil e nos EUA. Desenvolve-se a discussão referente à competência para estabelecer restrições ao endividamento das esferas subnacionais.

Palavras-Chaves: Economia Política, *municipal bonds*, restrição, dívida pública, títulos públicos, Federação, Estados, Municípios, Brasil, Estados Unidos.

Sumário

1. Introdução	P. 1
2. A Economia Política da Dívida Pública	5
3. O Modelo Federalista dos Estados Unidos e do Brasil	16
3.1. O Modelo Norte-Americano	17
3.2 O Modelo Brasileiro	20
4. As Restrições ao Endividamento nos Estados Unidos e no Brasil	24
4.1. As Restrições nos Estados Unidos	24
4.2. As Restrições no Brasil	28
5. A Teoria dos Jogos Aplicada ao Endividamento dos Estados e Municípios no Brasil	33
6. O Mercado de <i>Municipal Bonds</i> nos Estados Unidos	38
6.1. Regulação do Mercado de <i>Municipal Bonds</i>	44
6.2. O Mercado Primário e Secundário	46
6.3. Classificação de Risco	47
6.4. Colocação de <i>Municipal Bonds</i> no Mercado	52
6.5. A Reforma Tributária de 1986	55
7. O Mercado de Títulos Estaduais e Municipais no Brasil	57
8. <i>Default</i> e a Lei de Falência Municipal dos Estados Unidos	62
8.1. O <i>Default</i>	63
8.2. A Lei de Falência Municipal	67
9. Conclusão	75
Bibliografia	78

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todas as pessoas que contribuíram para que este trabalho chegasse a este ponto. Em especial, o meu muito obrigado para o Prof. Marcos Fernandes Gonçalves da Silva, pela sua paciência e dedicação. Marquinhos, sem você este trabalho não teria nem iniciado.

Agradeço aos colegas da Fundação Getúlio Vargas/SP, em especial aos amigos José Caetano Lavorato Alves e Mário Prestes Monzone Neto, com os quais travei memoráveis debates.

Agradeço também aos colegas do Banco Central do Brasil que me ajudaram em alguma etapa dessa jornada, em especial ao Cláudio Jaloretto, Pedro Paulo Ciseski, Luiz Cláudio Portela Ferreira e Joanielson de Carvalho Santos.

Sumário de Diagramas e Tabelas

Diagrama 5.1 - O Dilema da Emissão	p.34
Diagrama 5.2 - O Dilema da Emissão com restrição de socorro	37
Tabela 6.1 - Evolução dos tipos de <i>bonds</i> emitidos	42
Tabela 6.2 - Evolução do mercado de <i>municipal securities</i>	43
Tabela 6.3 - Classificação de risco de <i>municipal bonds</i> e agências classificadoras	48
Tabela 6.4 - Classificação de risco dos Estados americanos - 1995/96.	51
Tabela 6.5 - Formas de venda das novas emissões de <i>municipal bonds</i> de longo prazo	55
Tabela 7.1 - Dívida Mobiliária estadual e municipal	60
Tabela 8.1 - <i>Default</i> de municipal bonds em função do propósito da sua emissão (1983-1992)	65

1. Introdução

De acordo com a literatura de finanças públicas, as três funções clássicas do governo são as funções alocativa, estabilizadora e redistributiva. A função alocativa é a função que mais influencia o endividamento dos Estados.

Gastos com alocação de recursos obviamente demandam os recursos necessários para tal. A decisão de alocar maior quantidade de recursos para um determinado serviço público em vez de outro resulta da unicidade de cada Estado ou Município. A assunção de que aqueles que recebem o benefício de um serviço são aqueles que pagam por este serviço, gera duas consequências favoráveis: os serviços são alocados de acordo com as preferências individuais (eficiência alocativa) e os serviços públicos serão produzidos a um menor custo (eficiência produtiva), uma vez que os agentes sinalizam, através da disposição para pagar, a quantidade de serviços que o governo deve fornecer.

A introdução do mecanismo do endividamento para financiar estes gastos acrescenta à consideração de equidade geográfica, a equidade intertemporal. Muitos dos bens e serviços que são providos pelos Estados e Municípios são despesas de capital que resultam em projetos que possuem uma vida útil, e que portanto, oferecem retorno à população durante todo esse período. A consideração de equidade intertemporal sugere que, para evitar o surgimento do “*free rider*”¹, o pagamento desses projetos deve ser efetuado durante o seu período de vida útil. Quando um projeto é integralmente financiado com dívidas, que são roladas indefinidamente, as gerações presentes se beneficiam do projeto, enquanto que as gerações futuras poderão ficar exclusivamente com as dívidas, caso a vida útil do projeto já tenha se esgotado.

¹ O termo “free-rider” é traduzido para o português como carona. Este termo, bastante usado na Economia Política, refere-se àqueles indivíduos que, sem oferecer qualquer participação, se aproveitam de esforços alheios para obter

O tema desta dissertação teve origem com a constatação da precária situação financeira dos Estados e Municípios brasileiros. A crise do financiamento das políticas governamentais atingiu diversos setores da economia brasileira, gerando, entre outras coisas, atraso tecnológico, retardamento de projetos de expansão, deterioração da infra-estrutura básica e do fornecimento de serviços urbanos, entre outras coisas. Hoje, boa parte dos Estados e Municípios brasileiros possuem sérios problemas de caixa, tendo gastos com pessoal muitas vezes superiores a 80% de sua receita líquida². Para agravar ainda mais a situação, uma outra parcela considerável da receita desses Estados tem sido gasta com o pagamento de juros da dívida pública.

Tomando por base um enfoque comparativo entre o Brasil e os Estados Unidos, esta pesquisa estuda a questão do financiamento dos Estados e Municípios numa federação, mais especificamente no que diz respeito à emissão de títulos da dívida pública estadual e municipal.

Quando a Constituição Federal, ou mesmo uma Resolução do Senado Federal, proíbe Estados e Municípios de emitir títulos públicos, estaremos nós agredindo um princípio básico da Federação? Ou, por outro lado, talvez esta seja uma solução draconiana e ineficiente, mas talvez seja uma solução em virtude da falta de controle sobre o comportamento fiscal dos Estados?

O ponto central defendido nesta dissertação é que, dado as evidentes limitações de recursos públicos, e a necessidade de aperfeiçoar a infra-estrutura básica além de melhorar o fornecimento de serviços públicos, Estados e Municípios, dentro de um modelo ideal, devem buscar uma outra fonte de recursos, privados, para recuperar o crescimento econômico, bem como melhorar as suas finanças.

os mesmos ganhos. Se, por exemplo, uma obra pública é financiada com recursos de um determinado grupo de pessoas, todos os outros beneficiários desta obra são caronas.

² A lei Complementar n.º 82 (mais conhecida como lei Rita Camata), de 27 de março de 1995, determina que até dezembro de 1998 estes gastos não poderão ser superiores a 60% da receita líquida. Em 1997, 16 Estados, além do Distrito Federal, gastaram mais do que 60% de sua receita líquida com pessoal.

Esta dissertação está estruturada em 9 capítulos. O primeiro capítulo é esta introdução. No segundo capítulo, *A Economia Política da Dívida Pública*, nos utilizamos da “Teoria da Escolha Pública” e da “Economia Política” para justificar a existência de regras constitucionais que evitem, ou pelo menos minimizem, o endividamento público excessivo e irresponsável; além disso, incluímos também o conceito de “Disciplina de Mercado”, como uma segunda forma de controle, desta vez efetuada pelo mercado, ao endividamento público irresponsável.

O terceiro capítulo, *O Modelo Federalista dos Estados Unidos e do Brasil*, trata basicamente da conceituação de Federalismo, conforme foi idealizado no início; e ilustra o desenvolvimento do sistema federalista americano e brasileiro, comparando-os. O capítulo mostra que, no Brasil, nunca se cultuou os verdadeiros ideais de uma verdadeira federação.

O quarto capítulo, *As Restrições ao Endividamento nos Estados Unidos e no Brasil*, faz um breve apanhado das principais formas de restrição ao endividamento dos Estados e Municípios nos Estados Unidos e no Brasil.

No quinto capítulo, *A Teoria dos Jogos Aplicada ao Endividamento dos Estados e Municípios no Brasil*, nos utilizamos de um modelo teórico, baseado na Teoria dos Jogos, para descrever melhor o argumento defendido nesta dissertação.

O sexto capítulo, *O Mercado de Municipal Bonds nos Estados Unidos*, mostra os principais aspectos do mercado americano de títulos públicos estaduais e locais. Uma especial atenção foi dada à questão da classificação de risco, por considerá-la de fundamental importância para o estabelecimento de uma Disciplina de Mercado.

O sétimo capítulo, *“O Mercado de Títulos Estaduais e Municipais no Brasil”*, faz um breve resumo do funcionamento desse mercado, passando também pela colocação desses títulos no mercado.

O oitavo capítulo, “*Default e a Lei de Falência Municipal dos Estados Unidos*”, trata dos casos usuais de *default* e dos remédios desejados pelos credores para solucionar o problema. Em seguida, estudamos a lei de falência municipal dos Estados Unidos. Finalmente, o nono capítulo conclui esta monografia.

2. A Economia Política da Dívida Pública

Antes de entrar na Economia Política da Dívida Pública propriamente dita, convém definir e explicar, brevemente, tanto a Teoria da Escolha Pública (Public Choice Theory) como o conceito de Economia Política.

A "Teoria da Escolha Pública" surgiu como uma disciplina independente, ou quasi-independente da Economia Política. BUCHANAN³ define Escolha Pública⁴ como uma perspectiva do campo político que emerge de uma extensão da aplicação de ferramentas e métodos econômicos para decisões coletivas ou tomada de decisões fora do mercado. Em resumo, a Escolha Pública não é nada mais do que a aplicação de ferramentas econômicas à política. BUCHANAN enumera dois elementos distintos da perspectiva da Escolha Pública: o primeiro elemento é a abordagem generalizada da catalaxia aplicada à economia; o segundo é o postulado do *homo economicus*.

A abordagem da catalaxia, a qual significa a ciência das trocas, à economia chama a atenção aos processos de troca, acordos, ou contratos. Esta abordagem redireciona a ênfase do campo econômico para além do mercado, ou seja, para todos os processos de acordo voluntário entre as pessoas.

Modelando a ação coletiva em termos de tomadores de decisões individuais como unidade básica, e considerando que a ação coletiva é reflexo dos acordos e trocas existentes entre os membros da comunidade, os economistas podem analisar a política e o processo político em termos do paradigma da catalática.

³ BUCHANAN, J. - Liberty Market and State, pp.19 a 27.

⁴ Em alguns lugares como no Japão e também na Europa, a Escolha Pública emergiu como a "Nova Economia Política".

A perspectiva da Escolha Pública estuda o processo político de uma maneira diferente da Ciência Política. Enquanto esta estuda os processos políticos sob o ponto de vista do poder e da força, aquela considera os processos de troca que emergem dentro de um processo político.

Para BUCHANAN, a perspectiva constitucional emerge naturalmente do programa de estudo da política como paradigma das trocas. Para melhorar o processo político, é necessário melhorar ou reformar as regras que regem o jogo (processo político). Segundo ele, um jogo é descrito através de suas regras, e o seu resultado será superior com o aperfeiçoamento das regras.

O postulado do *homo economicus* diz que os indivíduos agem conforme os seus próprios interesses no sentido de maximizar a sua utilidade, de acordo com as restrições que eles encontram. Este postulado tem guiado os economistas, desde o século XVIII, na análise do comportamento das pessoas nos mais variados mercados. Entretanto, somente quando a política deixou de ser vista como uma relação exclusivamente pautada pela coerção, e o postulado do *homo economicus* passou a ser combinado com o paradigma da catalática, que surgiu a teoria econômica da política. De acordo com esta teoria, todas as escolhas são privadas.

De acordo com BUCHANAN & TULLOCK (1962), Madison, em “O Federalista” - ensaio n.º 10 (O tamanho e as diversidades da União como um obstáculo às facções), assumiu que os homens, tanto nas ações coletivas quanto nas individuais, seguem uma política de maximização de utilidade, e o seu desejo de limitar o poder da maioria e também das minorias era, de alguma forma, baseado no reconhecimento dessa motivação. Segundo esses autores, “uma leitura atenta no ensaio n.º 10 sugere que Madison reconhece claramente que os indivíduos e os grupos tentariam usar o governo para alcançar os seus interesses individuais ou partidários”.

Quando no campo político, à semelhança dos outros campos, as pessoas também passam a ser tratadas como agentes *self-seeking*, ou seja, perseguidores do interesse próprio, o desafio constitucional, segundo BUCHANAN, passa a ser o de construir regras que limitem ao máximo possível a possibilidade de que as pessoas investidas de funções públicas busquem satisfazer os seus interesses em prejuízo do interesse da coletividade.

As decisões e escolhas públicas sobre alternativas existentes são feitas dentro das restrições existentes no conjunto de regras vigentes. Segundo BUCHANAN, o propósito da Economia Política é avaliar a estrutura de incentivos e restrições existentes, ou seja, a lei, com o objetivo de redesenhá-la a fim de aumentar a sua eficiência.

Feita uma breve explicação teórica da Teoria da Escolha Pública e da Economia Política, passamos agora à aplicação dessas teorias ao problema do endividamento público.

Os Estados e governos locais tomam dinheiro emprestado para atender, principalmente, os seguintes propósitos:

1. para financiar projetos públicos importantes, tais como escolas, hospitais, estradas, ruas, sistemas de tratamento de água, redes de esgoto, e outros;
2. para financiar ou subsidiar atividades privadas, tais como crédito para educação, crédito imobiliário, indústrias, e outros;
3. para financiar problemas de caixa, de curto-prazo, decorrentes de flutuações sazonais das despesas e das receitas;
4. para pagar dívida antiga, não vencida, quando as taxas de juros atuais sejam inferiores às antigas;
5. para refinaranciar dívida antiga (vencida); e

6. para cobrir déficits correntes.

A discussão sobre endividamento mostra uma constante tensão existente entre as gerações presentes e futuras. As gerações futuras são naturalmente impossibilitadas de efetivamente se fazerem representar nas decisões tomadas pelas gerações presentes. Elas não podem expressar as suas opiniões nem exercer o direito do voto e, conseqüentemente, não podem escolher os seus representantes. Devido a isso, existe uma tendência de que, na inexistência de um conjunto de leis que protejam os interesses das gerações futuras, os representantes políticos das gerações presentes transfiram uma pesada carga de dívida para aquelas gerações, com o intuito de obter ganhos políticos imediatos⁵.

Permitir que a decisão sobre o endividamento seja livre em cada gestão pode ser um grande equívoco, pois apesar do apelo democrático do assunto, as dívidas contraídas numa gestão são transferidas para o futuro, sendo portanto, pagas pelas gerações futuras de residentes da localidade endividada, as quais não foram dadas nenhuma chance de opinar sobre a dívida. Proibi-la terminantemente também pode ser um grande equívoco, afinal de contas, muitas vezes é necessário tomar medidas hoje para evitar problemas maiores no futuro, os quais também prejudicariam as gerações futuras.

No caso brasileiro, existe ainda um agravante: a questão da injustiça inter-regional. No Brasil, Estados e Municípios acostumados a serem socorridos pelo governo federal, se endividam

⁵ Esta é a visão dominante (tradicional) na economia. Alguns economistas, como Ricardo e Barro partilham de uma visão diferente. A visão Ricardiana da dívida pública considera que um indivíduo atento para o futuro entende que o endividamento no presente significa impostos no futuro, e portanto, ele não teria nenhuma vantagem com o endividamento. Barro, contribuindo com a visão Ricardiana, acrescenta que, como as gerações futuras são os descendentes (filhos, netos, etc.) da geração atual, existe um altruísmo inter-gerações, ou seja, a geração presente se preocupa com as gerações futuras, e portanto, não é de seu interesse sobrecarregá-las com uma dívida excessiva. Em defesa da visão tradicional destacamos três fatores: 1) a questão da imprevisibilidade - a maioria das pessoas não entende muito bem as implicações da dívida pública; 2) a questão da restrição ao crédito - a maioria das pessoas são submetidas a restrições ao crédito, e quando perguntadas sobre a sua preferência entre impostos hoje ou impostos no futuro, escolherão impostos no futuro; 3) a questão geográfica (a possibilidade de migração) - muitas pessoas migram de um lugar para outro, e portanto, não estão muito preocupadas com o crescimento da dívida pública de onde moram, uma vez que, na ocasião do pagamento da dívida (ou elevação dos impostos), somente aqueles que ainda residirem (ou possuírem bens) na localidade em questão serão penalizados.

em excesso, e, quando se deparam com dificuldades para pagar suas dívidas, buscam auxílio do governo federal. O problema é que, quando isto acontece, esta dívida, que beneficiou apenas a população de uma localidade, passa a ser responsabilidade de toda a população brasileira, mesmo aquela cujo governo optou por uma maior responsabilidade fiscal e não obteve nenhum benefício com o excesso de endividamento alheio.

A possibilidade de gastar sem taxar é a condição ideal para os governos eleitos pelo povo. A criação de déficits permite a esses governos financiar os programas desejados, que geram benefícios já no curto-prazo. Assim, um governante interessado em ser reeleito tem o incentivo de contrair dívida, pois poderá realizar um maior número de programas, sem contudo aumentar a carga tributária sobre a população atual, que por sua vez, acredita ter o seu bem-estar presente aumentado. Na grande maioria dos casos, esta população não terá o tempo necessário para enxergar as consequências do excesso de endividamento, podendo reeleger este governante nas eleições seguintes.

Fernando Rezende⁶ argumenta que a desvinculação da decisão de gastar, que traz um bônus político, da decisão de instituir o tributo necessário ao financiamento do gasto, que traz um ônus político, propicia um ambiente favorável ao descontrole e ao desperdício⁷.

BUCHANAN⁸ sugere a existência de regras constitucionais que definam o jogo sócio-político-econômico na sociedade. Essas regras devem definir as esferas de atuação privada e governamental, impondo restrições externas aos procedimentos adotados na esfera política.

⁶ Fernando Rezende: "O Financiamento das Políticas Públicas: Problemas Atuais", in A Federação em Perspectiva: Ensaio Selecionados; pp. 241 a 259 - organizadores - AFFONSO, Rui de Britto Álvares & SILVA, Pedro Luiz Barros. São Paulo: FUNDAP, 1995.

⁷ O argumento de REZENDE foi usado num contexto diferente do estudado aqui. Rezende falava sobre o financiamento dos gastos dos Estados e Municípios com recursos provenientes da transferência de recursos da União. Entretanto, este mesmo argumento é válido para o financiamento dos gastos dos Estados e Municípios com recursos provenientes do aumento do seu endividamento.

⁸ BUCHANAN, James M. – Constitutional Restrictions on the Power of Government, 1981.

As decisões governamentais são tomadas levando-se em conta a interação de milhares de pessoas que participam do processo político. E essas pessoas, diz BUCHANAN, não são diferentes de nós, e respondem às recompensas e penalidades impostas pelas regras com as quais elas se confrontam. As regras constitucionais, continua ele, devem exigir maioria qualificada para inibir mudanças em função da vontade dos governantes.

BUCHANAN faz a distinção entre duas categorias de normas: as constitucionais e as pós-constitucionais (ordinárias, estratégias). As primeiras, que são as mais importantes, definem as regras segundo as quais as estratégias serão escolhidas. Na Escolha Constitucional o indivíduo não sabe precisamente qual será a sua posição após o fim do jogo. Fazendo uma analogia ao jogo de Poker, BUCHANAN explica que antes do jogo iniciar os participantes devem concordar com o conjunto de regras que o definirão. Assim, agindo em seu próprio interesse, cada indivíduo terá que avaliar as alternativas segundo o critério de justiça. Já para as escolhas feitas após a definição das regras constitucionais, o indivíduo será capaz de identificar a sua posição e procurará maximizar os seus resultados.

SILVA⁹ fornece um interessante exemplo comparativo sobre a importância das regras do jogo:

O desempenho de uma economia depende, como no caso da partida de futebol, da qualidade tanto dos fatores de produção, como das regras do jogo. Pode-se imaginar o caso onde dois times compostos por ótimos jogadores, jogando num excelente campo, geram um espetáculo absolutamente medíocre. É o que certamente ocorreria se as regras do jogo determinassem que o melhor resultado para os dois times seria o empate em zero a zero. A motivação dos agentes econômicos, como a motivação dos jogadores, pode muitas vezes ser o fator determinante do desempenho de uma economia.

A Escolha Pública aplica métodos econômicos para analisar o comportamento das pessoas com capacidade de tomar decisões políticas, o que envolve um estudo iterativo de todo o processo. A Escolha Pública difere da Escolha Constitucional. Enquanto a primeira faz uma

⁹ SILVA, Marcos Fernandes Gonçalves da - Fronteiras da Nova Economia Institucional, 1996.

análise positiva, a última faz uma análise normativa. A análise da Escolha Pública revela que a reforma ou o aperfeiçoamento dos resultados políticos é possível com a mudança nas regras e nas restrições, a nível constitucional, segundo as quais as escolhas são feitas, dificultando as mudanças ocasionais implementadas por políticos oportunistas.

BUCHANAN argumenta que o explosivo crescimento do endividamento ou do financiamento de gastos com consumo público através do déficit pode ser explicado, pelo menos em parte, pela erosão de constrangimentos morais previamente existente. Segundo ele, o que aconteceu neste século é que o financiamento do déficit deixou de ser visto como sendo imoral.

BUCHANAN afirma que Keynes, apesar de baseado em motivos racionais, foi o responsável pela destruição dos preceitos da "Moral Vitoriana"¹⁰. Para ele, Keynes falhou em reconhecer que as regras de prudência fiscal e monetária eram necessárias para segurar os "instintos tribais"¹¹ e que, uma vez que estas regras fossem rompidas, aqueles instintos emergiriam com força suficiente para superar todo argumento racional contrário.

Para consolidar este argumento, BUCHANAN fez uma análise de "Public-Choice" de um comportamento político: os eleitores gostam de receber benefícios com os gastos públicos e detestam pagar tributos; por outro lado, políticos eleitos procuram satisfazer os seus eleitores.

BUCHANAN defende a idéia de que, se ao exercitarmos a nossa função de escolhedores públicos, quer como eleitores, consumidores, políticos eleitos, contribuintes, burocratas, etc., nós não formos constrangidos por nenhuma sanção de carácter moral contra a destruição de nosso

¹⁰ A moralidade fiscal Vitoriana, segundo BUCHANAN, era um conjunto de comportamentos que ditava uma perfeita aderência a um orçamento equilibrado, limitado ao nível de tributação e ao regime monetário vigente. Segundo ele, esta moral foi surgindo naturalmente, não tendo sido resultado de nenhuma imposição derivada de um processo racional.

¹¹ Em seu argumento, BUCHANAN considera que, biologicamente, os homens permanecem com seus instintos tribais, que emergiram de pequenas comunidades. Segundo ele, o comportamento que nós frequentemente chamamos de moral reflete apenas o nosso senso de lealdade para com os membros de nossa tribo.

estoque de capital em razão do financiamento de consumo público, nós devemos procurar pelas regras formais das instituições políticas através das quais nós fazemos as decisões públicas.

O argumento de BUCHANAN, conforme ele mesmo coloca, é válido para endividamento devido a gastos com consumo público. Este tipo de endividamento reduz o estoque de capital de quem se endivida ao trocar o consumo presente por uma promessa de pagamento futuro. Entretanto, ele mesmo sugere que uma parcela dos gastos públicos são efetuados com investimentos em ativos de longo-prazo. Quando estes investimentos prometerem produzir recursos no futuro, poderemos ter uma elevação do estoque de capital caso o valor presente desses recursos seja superior ao valor presente do empréstimo obtido para financiar estes investimentos.

BUCHANAN acrescenta ainda que a ausência de regras de prudência, ou ainda a ineficácia das mesmas com relação ao endividamento, é mais perigoso em uma democracia do que para um governo autoritário. Ele explica que a razão para isso é que a democracia tem o problema da falta de "identidade pessoal". Assim, argumentar que o endividamento não importa é bastante perigoso num sistema de tomada de decisão democrática onde os políticos estejam convencidos de que o endividamento não os trará problemas pessoais.

Alguns autores, como HEINS¹², pregam o oposto do que é proposto por BUCHANAN. Segundo HEINS, é do interesse público a restauração da total capacidade de obtenção de empréstimos por parte das legislaturas estaduais, sem que seja necessário submeter o empréstimo a *referendum* ou qualquer outro tipo de restrição comumente encontrada nas Constituições estaduais americanas.

¹² HEINS, A. James, in *Constitutional Restrictions Against State Debt* (1963).

Para HEINS, os políticos agem segundo princípios morais. Segundo BUCHANAN, conforme já vimos, o que chamamos de princípios morais reflete apenas o nosso senso de lealdade para com os membros de nossa tribo.

Em seu livro, HEINS considera que, independentemente das restrições constitucionais existentes, as cortes americanas garantiram aos Estados inúmeras formas alternativas de endividamento. Entretanto, tais formas (*revenue bonds*) não deram aos credores a garantia de pagamento dos títulos por parte do Estado. Assim, para ele, a única restrição real que ainda existe é a obrigação política e moral dos legisladores, que também existiria na ausência de restrições constitucionais. Na visão desse autor, as restrições constitucionais acabam por reduzir as opções disponíveis aos legisladores estaduais no que se refere ao planejamento de uma política de endividamento mais adequada. HEINS complementa que se a legislatura estadual desejar, o empréstimo será obtido, independentemente das restrições existentes. No entanto, por ser um empréstimo não garantido pelo Estado, o custo de sua obtenção será mais elevado em função do maior risco envolvido na negociação.

A falha de HEINS é que, mesmo apoiado em alguns dados empíricos, ele não consegue provar que as limitações constitucionais realmente não obtiveram êxito na redução do endividamento irresponsável dos Estados. Nada garante que, na inexistência de tais regras, o endividamento não seria superior. Além disso, mesmo que as limitações constitucionais não tivessem obtido êxito, esta observação empírica não refutaria a racionalidade conceitual do estabelecimento de limites ao endividamento.

Outro ponto falho na análise de HEINS é que a avaliação de risco feita pelo mercado é um importante fator que não pode, de maneira nenhuma, ser mascarado por uma falsa garantia dada pelo Estado. Essa falsa garantia já levou Estados ao super-endividamento. O mercado deve sim avaliar o risco dos títulos que lhe são oferecidos, sendo esta avaliação um mecanismo natural

de seleção. Estados com dificuldades financeiras obviamente oferecem um risco maior de *default*¹³ dos seus títulos e nada mais natural que o mercado exija, como prêmio, taxas de juros mais atrativas, de forma a compensar o risco adicional, para que possa adquirir estes títulos; ou, de outra forma, simplesmente se recuse a comprar esses títulos, caso considere que a possibilidade de ganho não compense o risco envolvido.

Este mecanismo, o qual procura, através dos sinais e das restrições apropriadas, induzir os tomadores de empréstimos a agir de maneira consistente com uma situação de solvência, ou, em outras palavras, evitar que eles sigam uma trajetória de endividamento insustentável, é o que LANE¹⁴ chama de “Disciplina de Mercado”.

Segundo LANE, a Disciplina de Mercado, normalmente, envolve dois elementos: o primeiro é que o mercado deve responder ao comportamento dos tomadores de empréstimos; o segundo é que os tomadores de empréstimos devem responder à sinalização do mercado. De acordo com o mesmo autor, existem quatro condições necessárias para a eficácia da Disciplina de Mercado:

1. *Os mercados financeiros devem ser livres e abertos* - Isto é importante para que o mercado possa elevar ou abaixar os juros em decorrência da situação de cada tomador de empréstimos em particular. Não deve existir mercados cativos para os tomadores de empréstimos, ou seja, os investidores não podem ser obrigados a investir em determinados títulos públicos;

2. *As informações disponíveis sobre as reais condições financeiras dos tomadores de empréstimos devem ser adequadas* - Informações inadequadas podem levar os investidores a

¹³*Default* significa uma declaração de insolvência do devedor. O *default* ocorre quando um emitente de um título deixa de cumprir com alguma das obrigações do contrato. Assim, quando o emitente deixa, por exemplo, de pagar o principal ou os juros, é um ato de *default*.

¹⁴LANE, Timothy D. - Market Discipline. IMF Working Paper. International Monetary Fund, 1992.

tomarem decisões inadequadas. Esta é uma questão delicada, sobretudo sob o ponto de vista governamental, devido à falta de transparência das contas públicas;

3. *Inexistência de socorro financeiro em caso de default* - Esta, politicamente, parece ser a condição mais difícil de ser cumprida. O problema é que o socorro financeiro, quando imperativo, dificilmente é negado, pois pode evitar a prorrogação de uma crise maior devido ao efeito cascata. Entretanto, este socorro a posteriori traz prejuízos *ex-ante*, pois reduz, ou elimina, o incentivo que os investidores têm em examinar as condições financeiras dos tomadores de empréstimos para poder exigir taxas de juros mais elevadas ou simplesmente se recusem a conceder o empréstimo;

4. *O tomador de empréstimos deve ser sensível aos sinais dados pelo mercado* - Em outras palavras, o tomador de empréstimos deve se comportar de forma racional. Quando deparado com uma elevação da taxa de juros de seus empréstimos, o tomador deveria responder a este sinal reduzindo o volume de empréstimos buscando retornar à posição anterior. Entretanto, quando o tomador de empréstimos se trata de um governo local, ele pode não agir conforme o agente privado agiria em virtude das razões já expostas neste capítulo.

3. O Modelo Federalista dos Estados Unidos e do Brasil.

O conceito de federalismo é bastante amplo e variado. Segundo ANTON¹⁵, um único pesquisador encontrou 267 conceitos diferentes. A definição padrão de federalismo é a de um sistema de governo onde a autoridade é exercida concorrentemente por um governo nacional e pelos governos estaduais ou municipais (provinciais), sendo que nem o governo central nem os subnacionais adquirem os seus poderes um em função do outro, mas sim de uma fonte comum a todos: a Constituição.

O termo “federalismo” normalmente é associado ao desenvolvimento do sistema americano de governo, tendo sido adotado na formulação da Constituição americana em 1789. Segundo BOBBIO (1995), o princípio constitucional no qual se baseia o Estado Federal é o da pluralidade de centros de poder soberanos coordenados entre eles, de tal modo que, ao governo federal, que tem competência sobre o território inteiro da Federação, seja conferida uma quantidade mínima de poderes, indispensáveis para garantir a unidade política e econômica; e aos Estados Federados, cada qual com competência sobre seu próprio território, sejam assinalados os demais poderes. Esta é a base do federalismo americano.

O federalismo envolve três idéias básicas (princípios):

- *a idéia de igualdade* - Enquanto que no modelo unitário existe uma hierarquia entre o poder central e as unidades subnacionais, o modelo federativo pressupõe que existe uma igualdade entre os diversos entes federados;

¹⁵ ANTON, Thomas J. in American Federalism and Public Policy (1988)

- *a idéia de autonomia* - no modelo federativo está inserida a idéia de que deve ser preservada a autonomia dos entes federativos em diversos aspectos: culturais, legais, fiscais e políticos;

- *a idéia de cooperação* - o termo Federal, do latim, significa pacto. O modelo federalista implica em uma cooperação tanto vertical quanto horizontal entre as várias entidades federadas. Aliás, o federalismo já nasceu como um pacto político entre os Estados americanos, com o objetivo de criar uma estrutura que melhor os protegesse dos ataques externos e mediasse os conflitos entre eles, sem, entretanto, tolher a liberdade desses Estados.

3.1. O Modelo Norte-Americano

De acordo com a perspectiva Constitucional, o sistema federalista norte-americano consiste somente do governo nacional e dos 50 Estados. Dentro dessa perspectiva, os governos locais americanos (cidades, condados, etc) são simplesmente “criaturas” dos Estados aos quais eles fazem parte. Entretanto, do ponto de vista prático, cada um desses Estados pode dividir o seu território em condados, cidades, distritos, etc.

Segundo a última contagem oficial, realizada em janeiro de 1992, nos Estados Unidos, existem 85.006 unidades governamentais (desde o nível nacional até o distrito escolar) distribuídas nos cinquenta Estados e no Distrito de Colúmbia. Deste total, 35.935 unidades governamentais referem-se a governos municipais, 31.555 a distritos especiais, 14.422 a distritos escolares e 3.043 a condados. Com exceção de quase a metade dos distritos especiais, o restante das unidades governamentais possuem poder para taxar e têm também as suas próprias autoridades locais, que são eleitas de forma independente.

Embora a doutrina constitucional tenha evoluído de tal modo que, em última instância, a soberania dentro dos Estados Unidos passou a residir apenas no governo nacional¹⁶, tanto os Estados quanto os governos locais possuem características e capacidades que os fazem componentes de um sistema federal. Estes entes são, na verdade, os verdadeiros propulsores do desenvolvimento econômico americano.

A Constituição americana é ambígua no que diz respeito à divisão de responsabilidades entre os Estados e o governo nacional. A décima emenda reserva aos Estados ou às pessoas, todas as funções que a Constituição não delegou ao governo nacional. Assim, é da essência do federalismo americano que os Estados são igualmente livres para engajar em qualquer atividade que os seus cidadãos escolherem, desde que esta atividade não seja reservada exclusivamente ao governo nacional. Entretanto, devido à falta de precisão nesta divisão de responsabilidades, a Suprema Corte americana é constantemente convocada a se posicionar sobre os principais conflitos federativos existentes, ou seja, sobre a quem compete a responsabilidade de executar determinadas funções.

Cada Estado americano é dirigido por sua própria Constituição, a qual não pode contrariar a Constituição Federal. As Constituições estaduais, que diferem entre si em diversos aspectos, são bastante detalhadas e geralmente dão as linhas gerais para a organização de cada Estado. A título de ilustração todos os Estados americanos, com exceção de Nebraska, possuem Câmara e Senado próprios; além disso, os poderes dos governadores são definidos nas próprias constituições estaduais, existindo uma grande variação de Estado para Estado.

No sistema federalista americano, os partidos não necessitam fechar determinadas questões a nível federal. As diversidades existentes em cada Estado são evidenciadas em seus sistemas legais, o que permite um tratamento diferenciado para os desiguais. Problemas como

¹⁶ Segundo PETERSEN, Paul E., somente o governo nacional possui capacidade militar. Portanto, em última

divórcio, legislação penal e limites de endividamento são discutidos em cada Estado, separadamente, não havendo a necessidade de uniformização das leis. Assim, o sistema americano permite a união sem necessariamente haver uniformidade. Esta possibilidade encoraja a experimentação. Os cinquenta Estados americanos funcionam como cinquenta “pequenos laboratórios”. Se os programas ou as leis adotadas por um Estado não dão certo, o problema fica restrito a seu território. Por outro lado, se funcionam a contento, servem de exemplo para os outros Estados e também para o governo nacional.

Podemos dividir a evolução do federalismo americano em três fases. A primeira fase vai de 1789 até a época da Grande Depressão, em torno de 1933. Neste período, todos os níveis de governo eram pequenos para os padrões de hoje, mas, com exceção às épocas de guerra, havia uma clara predominância dos Estados em relação ao governo federal¹⁷.

A segunda fase se inicia com a Grande Depressão e vai até os anos 70. Nesta fase, todos os níveis de governo expandiram as suas atividades, mas o governo nacional, influenciado pelos ensinamentos de Keynes e também em função dos gastos ocorridos com a Segunda Guerra Mundial, passou a ter maior influência do que os outros níveis de governo¹⁸.

A terceira fase, caracterizada pelo processo de descentralização, teve início em meados dos anos 70, nos governos de Nixon e Carter, quando o governo federal começou a repartir receitas e transferir uma maior responsabilidade dos gastos para os Estados e governos locais. O governo Reagan, preocupado em reduzir o déficit fiscal, cortou abruptamente as transferências governamentais. A situação dos Estados se agravou com a transferência de outras responsabilidades, antes assumidas pelo governo federal. Os Estados, portanto, tiveram que se ajustar a essa nova realidade, aumentando a sua eficiência através da eliminação de gastos

instância, a soberania é do governo nacional.

¹⁷ Alguns estudiosos caracterizam este período como “federalismo dual”.

¹⁸ Alguns estudiosos caracterizam este período como “federalismo cooperativo”.

desnecessários e do aumento de sua arrecadação¹⁹. Essa filosofia a qual transferia mais responsabilidades para os Estados, diminuindo a sua dependência em relação às transferências governamentais, foi denominada de "novo federalismo".

Para driblar a crise, os Estados procuraram aumentar a sua arrecadação proveniente da cobrança de tarifas (no lugar de impostos), baseados na suposição de que um contribuinte sente-se muito mais confortável ao pagar um imposto quando ele consegue enxergar o benefício proveniente do pagamento daquele imposto.

3.2 O Modelo Brasileiro

O federalismo brasileiro, apesar de ter se inspirado no modelo norte-americano, se diferencia do mesmo em vários aspectos. Logo no início, ou seja, já no processo de formação do país, encontramos a primeira diferença fundamental. Enquanto a Federação americana foi formada pela união das colônias, e posteriormente dos Estados, que já existiam previamente, tendo, portanto, sido aprovada por todos eles; no Brasil, o governo central precedeu aos Estados.

A Federação brasileira não necessitou de nenhuma aprovação por parte dos novos Estados, os quais sucederam às províncias do império. Isto evidencia que as três idéias básicas do federalismo discutidas anteriormente (igualdade, autonomia e cooperação) já não foram observadas no início do nosso modelo federalista. Na verdade, o que existia era uma hierarquia de poderes e luta pela autonomia por parte das esferas subnacionais, o que implicava num agravamento das desigualdades regionais.

¹⁹ O aumento de impostos nunca é uma tarefa fácil, pois normalmente enfrenta uma pesada oposição da população, tendo acontecido periodicamente revoltas contra os abusos nas cobranças de impostos. Na Califórnia, por exemplo, a "Proposição 13" estabeleceu um teto para a cobrança do imposto sobre propriedades daquele Estado.

Após o golpe de Estado de 1937, Getúlio Vargas implantou um regime ditatorial, chamado de Estado Novo, cujas características eram: autoritarismo, centralismo e corporativismo. A então precária estrutura federativa brasileira foi esvaziada²⁰, tendo sido nomeados interventores para os Estados. Além disso, o Legislativo e o Judiciário perderam o poder, que ficou concentrado no Presidente da República.

ABRÚCIO (1994), afirmou: “em nome da modernização econômico administrativa, os Estados ficaram com menos autonomia que as províncias do Império. Pensando no ideal de federalismo republicano, podemos dizer que, se na Primeira República o federalismo tinha se dissociado da República, no Estado Novo, o próprio federalismo tinha desaparecido”.

Com o fim do Estado Novo, em 1945, o sistema federativo foi restaurado. Entretanto, a memória da era de Vargas ainda condicionava o novo modelo, caracterizado por uma maior autonomia decisória para a burocracia federal e pelo surgimento da ideologia nacionalista como condutora dos processos de desenvolvimento econômico, político e social.

Após o golpe de 1964, o modelo federalista foi marcado pelo autoritarismo e pela concentração de poder no nível central. Este modelo era caracterizado pela centralização financeira das receitas tributárias no poder Executivo federal, pela concepção de planejamento central e pelo controle das eleições no nível municipal.

A transição para o regime democrático foi marcada pelo continuísmo. O Congresso Nacional passa a ter maior importância no cenário nacional. Em 1988, foi promulgada uma nova Constituição, que transformou, através do artigo 18, os Municípios em entes federados, portadores de autonomia administrativa e econômica. Entretanto, a questão da distribuição das competências entre os diversos níveis de governo não ficou bem resolvida.

²⁰ Simbolicamente, isto pode ser representado pelo ato público da queima das 20 bandeiras estaduais.

A atual Constituição brasileira, mantendo a sua tradição, é bastante extensiva quando descreve as competências da União nos artigos 21 e 22. Nos artigos 23 e 24, ela cita, de forma confusa, os casos de competência comum aos três níveis de governo. Trata-se de uma área nebulosa, onde a responsabilidade para determinados assuntos é ao mesmo tempo de todos e de ninguém. A combinação dos artigos 21 a 25 da Constituição Federal reduz bastante o espaço para as competências exclusivas dos entes subnacionais, diminuindo, desta forma, a autonomia deles.

No artigo 30, a Constituição Federal enumera as competências dos Municípios. Finalmente, no artigo 25, a Constituição Federal reserva aos Estados a exploração dos serviços locais de gás canalizado, cabendo também a eles as competências que não lhe foram vedadas pela Constituição. Na verdade, não sobra muita coisa para os Estados.

PEPPE²¹ classifica a nossa Federação como hierarquizada, onde Estados e Municípios são bastante dependentes do governo central e lutam, de forma predatória, por recursos para que eles possam exercer as suas competências, que por sua vez não estão claramente definidas no texto constitucional.

No Brasil, questões como o divórcio, legislação penal e limites de endividamento são decididos no nível federal, havendo portanto a obrigatoriedade de uniformização entre os diferentes Estados. A mesma lei vale para todos.

O controle do endividamento dos Estados e Municípios é de competência exclusiva do Senado Federal. Além disso, Estados como Roraima e São Paulo, por exemplo, os quais possuem realidades completamente diferentes, são submetidos às mesmas restrições de endividamento da Emenda Constitucional n.º 3, e mais recentemente, da Resolução do Senado

²¹ PEPPE [et al], in *Revista de Administração Pública* (jul/ago - 1997), pp.163.

Federal n.º 78/98 (que substituiu a Res. n.º 69/95), sem entretanto possuírem nem a mesma capacidade de pagamento nem a mesma necessidade de financiamento.

Por outro lado, estes mesmos Estados são desproporcionalmente representados a nível federal. Enquanto o Estado de Roraima, com 247.131 habitantes, segundo o censo realizado pelo IBGE em 1996, possui oito deputados federais e três senadores; o Estado de São Paulo, com 34.120.886 residentes, possui setenta deputados e os mesmos três senadores. Ou seja, na Câmara dos Deputados, a população de Roraima é 15,8 vezes melhor representada do que a de São Paulo; enquanto que no Senado Federal esta proporção sobe para 138 vezes.

Mudar a super-representatividade dos Estados menos populosos não é uma tarefa fácil, pois exigiria a aprovação, em dois turnos, de 60% de cada casa do Congresso Nacional. Entretanto, existem autores que consideram a interpretação da regra "um homem, um voto", transformada em proporcionalidade para a representação parlamentar, como liberal e antifederalista²². Outros autores argumentam que, à medida que os Senadores são eleitos pelo voto direto, eles se afastam da sua missão federativa de representantes dos Estados, pois tendem a representar interesses particularistas do eleitorado, em detrimento nas reais necessidades estaduais, superpondo-se portanto à Câmara Federal²³.

²² Ver OLIVEIRA, Francisco de: "A Crise da Federação: da Oligarquia à Globalização", in *A Federação em Perspectiva: Ensaios Selecionados*, pp. 77 a 90- organizadores - AFFONSO, Rui de Britto Álvares & SILVA, Pedro Luiz Barros. São Paulo: FUNDAP, 1995. Oliveira argumenta que debaixo da proposição de aumentar a representatividade dos Estados mais populosos, como São Paulo, encontra-se uma descarada proposição de que o poder político deve andar colado ao poder económico, ou seja, "um contribuinte, um voto". Isso, segundo ele, seria um retorno a John Locke, em pleno século XX.

²³ PEPPE op. cit. pp.163.

4. As Restrições ao Endividamento nos Estados Unidos e no Brasil

4.1. As Restrições nos Estados Unidos

Originalmente, nenhum dos Estados americanos que ingressaram na união até 1840 possuíam restrições constitucionais ao endividamento. O primeiro Estado americano a adotar uma emenda constitucional que restringisse o endividamento público foi *Rhode Island*, em 1842.

Assustadas com o quadro apresentado em meados do século XIX, onde 53% da dívida pública dos Estados americanos deixou de ser paga, a maioria das assembleias legislativas dos Estados americanos impuseram limites para a emissão de títulos baseados no crédito do emitente e no seu poder de taxar²⁴.

Com relação às restrições ao endividamento, podemos classificar os Estados americanos em três grandes grupos, existindo variações dentro de cada um destes grupos. Em geral, independente do grupo ao qual pertence, os Estados americanos permitem a emissão de títulos, sem limite, para repelir invasão, suprimir insurreição ou defender o Estado em tempo de guerra, devendo o dinheiro arrecadado com a emissão ser integralmente utilizado no objeto para o qual o empréstimo foi autorizado. Os três grandes grupos são:

1. Estados que podem tomar empréstimos mediante aprovação legislativa - dentro deste grupo encontramos algumas variações. Pertencem a este grupo, entre outros, os seguintes Estados: *Delaware, Maryland, Massachusetts e Hawaii*.

A Constituição do Estado de *Delaware*, por exemplo, no art. VIII, seção 3, diz o seguinte:

Nenhum dinheiro deve ser tomado emprestado, ou criado débito, pelo Estado, ou em seu nome, salvo se autorizado por um ato da assembleia geral, aprovado por ¾ de todos os membros eleitos para cada casa, exceto para suprimir deficiências casuais de renda, repelir

²⁴ WAGNER, Richard E (1970) pp.297.

*invasão, suprimir insurreição, defender o Estado em tempo de guerra, ou para pagar dívida existente; e qualquer lei que autorizar o Estado a tomar empréstimos deve especificar o propósito para o qual o dinheiro será tomado por empréstimo, e este dinheiro deverá ser exclusivamente usado para tal propósito...*²⁵

A Constituição do Estado de *Massachusetts* exige, no artigo LXII (seção 3) um quorum de dois-terços em cada casa legislativa para aprovar a contratação de empréstimos. Já a Constituição do Estado do *Hawaii* é mais extensa no que se refere a este assunto. Em resumo, ela diz, no artigo VII, que a legislatura deve autorizar, através da maioria dos membros de cada casa legislativa, a emissão de *general obligation bonds* e de *revenue bonds* emitidos pelo, ou em nome do Estado, sendo que a emissão dos primeiros não poderá fazer com que o valor total (principal + juros) a ser pago em nenhum ano fiscal (presente ou futuro) seja superior a 18,5% da média do fundo geral de rendas do Estado dos três anos fiscais imediatamente anteriores à emissão. A constituição do *Hawaii* ainda permite que este limite seja ultrapassado, quando for declarada uma situação de emergência pelo governador do Estado, devendo esta situação ser aprovada por dois-terços dos membros de cada casa legislativa.

2. Estados que necessitam de aprovação mediante um referendunum - dentro deste grupo também encontramos variações. Pertencem a este grupo, entre outros, os seguintes Estados: *Arkansas, California, Idaho, Kansas, Kentuck, Maine, Missouri, New York, Pennsylvania, Rhode Island, Texas, Virginia, Wisconsin* e *Wyoming*.

A Constituição do Estado da *California*, por exemplo, no artigo 16 (Finanças Públicas), seção 1, diz o seguinte:

A legislatura não deve, em nenhuma hipótese criar dívida ou obrigações, que isolada ou de forma agregada com outras dívidas ou obrigações anteriores, excedam a soma de US\$ 300.000, exceto em caso de guerra, para repelir invasão, suprimir insurreição, a menos que esta dívida ou obrigação seja autorizada por lei, para um único objeto ou trabalho, distintamente especificado em tal lei, na qual deverá especificar o tipo de empréstimo, a forma de pagamento dos juros de tal obrigação, e também o pagamento e a amortização do

²⁵ Tradução minha.

*principal dentro do prazo máximo de 50 anos, a partir do contrato; e a dívida será irrepelível até que o principal e os juros sejam totalmente pagos e amortizados, e tal lei deverá ainda fazer a provisão para um fundo que comece o pagamento do principal de tal obrigação dentro de, no máximo, ¼ do prazo de maturação da dívida; mas ainda, essa lei não poderá vigorar a menos que seja aprovada por dois-terços dos membros de cada casa legislativa e também, até que seja submetida ao povo, através de uma eleição geral ou primária direta, e tenha recebido a maioria dos votos a favor em relação aos votos contra em tal votação; e todo o dinheiro arrecadado pela autoridade de tal lei deve ser aplicado apenas no objeto específico da lei, ou para o pagamento da dívida por ela criada. ...*²⁶

A Constituição do Estado de *Idaho*, assim como a da *California*, estabelece, no artigo VIII, seção 1, um valor agregado máximo de endividamento, excetua os casos de guerra, insurreição e invasão, e estabelece a necessidade de aprovação popular através de eleição. Entretanto, o Estado de *Idaho* estabelece o limite agregado de US\$ 2.000.000, não computando neste limite algumas dívidas especificadas na própria Constituição (como a referente à construção do *state capitol at Boise*). Além disso, não é exigido aprovação legislativa (apenas é necessário a aprovação popular), o prazo máximo para o pagamento da dívida é de 20 anos, e a lei que autoriza o endividamento deve ainda ser publicada em pelo menos um jornal em cada condado.

Já a Constituição do Estado de *New York*, determina, no artigo VII, que além dos casos tradicionais (guerra, insurreição e invasão), poderá ser contraído dívidas para suprimir incêndios em florestas. O Estado também pode contrair dívidas em antecipação de receitas ou taxas, devendo estas últimas serem pagas em um ano. A Constituição determina ainda que com exceção do refinanciamento das dívidas especificadas nas seções 9, 10 e 13 do artigo VII, nenhuma dívida poderá ser contratada pelo Estado, a não ser que tal dívida tenha sido aprovada, para um único propósito, pela população através de eleição geral. Com relação ao prazo de pagamento, a Constituição Nova-iorquina determina ainda, na seção 12 do mesmo artigo, as regras as quais os débitos tomados pelo Estado devem seguir, e dentre elas especifica que nenhum débito poderá ser

²⁶ Tradução minha.

contratado para um período superior ao da provável vida útil do projeto ou trabalho para o qual a dívida é contratada, sendo que este período deve ser determinado por leis gerais, de forma conclusiva.

3. Estados que são proibidos de tomar empréstimos, salvo mediante uma emenda constitucional que isentem determinadas emissões das restrições existentes. Pertencem a este grupo, entre outros, os seguintes Estados americanos: *Arizona, Indiana, South Dakota e Ohio*. Já pertenceram a este grupo, entre outros, os Estados da *Pennsylvania, do Texas, de Wisconsin e do Hawaii*. Entretanto, os poderes legislativos desses Estados emendaram suas constituições, autorizando-os a tomar recursos emprestados, mediante determinadas restrições.

A Constituição do Estado de *Indiana*, por exemplo, no artigo 10, seção 5, diz o seguinte:

*Nenhuma lei poderá autorizar qualquer débito a ser contratado em nome do Estado, exceto nos seguintes casos: para equacionar eventuais déficits de arrecadação; para pagar os juros da dívida do Estado; para repelir invasão, suprimir insurreição, ou, para a defesa pública, quando ameaçado por situações hostis*²⁷.

A Constituição do Estado do *Arizona* autoriza a contratação de débitos para suprir eventuais falhas na arrecadação (ou despesas não previstas), desde que a dívida agregada de tais débitos nunca ultrapasse US\$ 350.000. Além disso, o Estado ainda pode contratar dívida para repelir invasão, suprimir insurreição ou defender o Estado em tempo de guerra.

A Constituição do Estado de *Ohio*, que trata deste assunto em seu artigo VIII, foi submetida a algumas emendas para autorizar a emissão de títulos, quer do tipo *general obligation bonds* quer do tipo *revenue bonds*, para a construção de estradas, escolas, criação e preservação de empregos, controle do ar, sistemas de esgotos e outras obras públicas.

Com relação aos governos locais dos Estados Unidos, também existe uma ampla variedade de regras. Cada Estado norte-americano tem o direito de legislar sobre quaisquer

²⁷ Tradução minha.

assuntos dentro de seu território, inclusive sobre limites de endividamento. A título de ilustração, citaremos apenas as normas dos Estados de *Kentucky* e da *Florida*.

A Constituição do Estado de *Kentucky*, na seção 158 (emendada em 1994), prevê restrições sobre o endividamento dos governos locais em função de sua população, estabelecendo como limite um percentual sobre o valor total da última avaliação (anterior ao endividamento) das propriedades taxáveis da localidade: cidades com população superior a 15.000 habitantes, 10%; cidades com população entre 3.000 e 15.000 habitantes, 5%; e cidades com população inferior a 3.000 habitantes, 3%.

Já a Constituição do Estado da *Florida*, no artigo VII, seção 12, estabelece que os governos locais com poder de taxar podem emitir títulos, pagáveis através de taxas *ad-valorem*, somente para financiar ou refinaranciar despesas de capital (autorizadas por lei e aprovadas pelos proprietários de imóveis que não sejam totalmente isentos de tributação); ou para refinaranciar dívida existente quando a taxa de juros for inferior à vigente.

4.2. As Restrições no Brasil

No Brasil, diferentemente dos Estados Unidos, as questões referentes a limites (e condições) de endividamento público estadual e municipal são de competência privativa do Senado Federal.

A Constituição brasileira determina, no artigo 52, que compete privativamente ao Senado Federal:

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 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; e

IX - estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios.

Até pouco tempo, o VII do artigo 52 da Constituição Federal era regulamentado pela Resolução do Senado Federal n.º 69/95. Recentemente, aquele inciso passou a ser regulamentado pela Resolução do Senado Federal n.º 78/98, de 01.07.98, que dispõe sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios e de suas respectivas autarquias e fundações. Os artigos 1º e 2º desta Resolução definem bem a sua abrangência.

Art. 1º - As operações de crédito interno e externo realizadas pelos Estados, pelo Distrito Federal, pelos Municípios e por suas respectivas autarquias e fundações são subordinadas às normas fixadas nesta Resolução.

Art. 2º Para os efeitos desta Resolução compreende-se, como operações de crédito, os compromissos assumidos com credores situados no País ou no exterior, com as seguintes características:

I - toda e qualquer obrigação decorrente de financiamentos ou empréstimos, inclusive arrendamento mercantil;

II - a concessão de qualquer garantia;

III - a emissão de debêntures ou a assunção de obrigações com as características definidas nos incisos I e II, por entidades controladas pelos Estados, pelo Distrito Federal e pelos Municípios que não exerçam atividade produtiva ou não possuam fonte própria de receitas.

§ 1º Considera-se financiamento ou empréstimo:

I- a emissão ou aceite de títulos da dívida pública;

II- a celebração de contratos que fixem valores mutuados ou financiados, ou prazos ou valores de desembolso ou amortização;

III- os adiantamentos, a qualquer título, feitos por instituições oficiais de crédito;

IV- os adiantamentos contratuais que elevem valores ou modifiquem prazos;

V- a assunção de obrigações decorrentes da celebração de convênios para a aquisição de bens ou serviços no País ou no exterior.

§ 2º A assunção de dívidas pelos Estados, pelo Distrito Federal, pelos Municípios e por suas respectivas autarquias e fundações equipara-se às operações de crédito definidas neste artigo, para os efeitos desta Resolução.

Desde 17 de março de 1993, quando foi promulgada a Emenda Constitucional n.º 3, os Estados e Municípios brasileiros ficaram proibidos de emitir títulos públicos, salvo nos casos de

renegociação de dívida antiga e para o pagamento de precatórios. A redação dada pelo artigo 5º da referida emenda é a seguinte:

Até 31 de dezembro de 1999, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios somente poderão emitir títulos da dívida pública no montante necessário ao refinanciamento do principal devidamente atualizado de suas obrigações, representadas por essa espécie de títulos, ressalvado o disposto no art.33, parágrafo único, do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias²⁸.

A definição do termo “principal devidamente atualizado” dada pelo §7º do art.16 da Resolução n.º 69/95 (revogada desde 01.07.98) era o fator de atualização próprio da espécie de título, sendo que cabia ao Senado Federal definir o percentual de refinanciamento adequado às condições de cada solicitante²⁹. Com relação a isto, o Senador Roberto Requião observou em seu relatório da CPI dos Precatórios:

Ou seja, definia-se "correção monetária dos títulos" (que, pela emenda constitucional, pode ser rolada) com sendo "o fator de atualização do próprio título". Assim, como a dívida mobiliária dos Estados e Municípios é constituída por títulos do tipo LFT, papel que é corrigido pela taxa "overnight", sem distinguir juros de correção monetária (ao contrário do que ocorre, por exemplo, no caso de títulos cuja remuneração é um índice de preços somado a uma taxa fixa de juros), a nova definição significava que toda variação nominal de preço do título passava a ser considerada "correção monetária" e, por isso, a dívida poderia, a critério do Senado, ser integralmente rolada.

Assim, uma Resolução do Senado anulou os efeitos de um dispositivo constitucional. A Constituição proibia a rolagem dos juros reais que, em qualquer lugar do mundo, é definido como a variação de uma dívida acima da inflação. A Resolução criou um conceito incorreto de "correção monetária" para permitir a rolagem integral ou quase integral das dívidas.

A Resolução n.º 69/95, em diversos momentos, foi bastante criticada no Relatório da CPI dos precatórios. Este relatório concluiu que o Senado Federal, até aquele momento, não tinha sido eficaz na contenção do endividamento dos Estados e Municípios:

Percebe-se que, em 1995, nenhum pedido de autorização foi reprovado. Em um ano em que a maioria dos governos locais vivia forte crise financeira, das 50 solicitações ocorridas, 49 foram aprovadas e 1 tinha parecer favorável à época em que foram coletados os dados.

²⁸ O art. 33, do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, a que a Emenda Constitucional se refere, trata da emissão de títulos públicos para pagamento de precatórios judiciais pendentes de pagamento na data da promulgação da constituição. Essa possibilidade de emissão esgotou-se em 1º de julho de 1997.

²⁹ A Resolução do Senado Federal n.º 78/98, apesar de usar, no art. 10, o termo “principal devidamente atualizado” não o define.

Para o ano de 1996 o cenário não muda muito. De 97 solicitações, 83 foram aprovadas, 13 estavam em tramitação à época da compilação dos dados (apenas uma com parecer contrário) e uma havia sido retirada pelo autor.

Infere-se dos dados acima que o Senado não tem sido eficaz em sua tarefa de conter o endividamento de Estados e Municípios, visto que aprova a quase totalidade dos pleitos que lhe são apresentados.

Em 11 de setembro de 1997, foi sancionada a lei n.º 9.496/97, que estabelece critérios para a consolidação, assunção e refinanciamento, pela União, da dívida pública mobiliária e outras nela especificada, de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal. Os Municípios ficaram de fora. Esta lei, no artigo 3º, §5º, estabelece:

Enquanto a dívida financeira da unidade da Federação for superior à sua RLR³⁰ anual, o contrato de refinanciamento deverá prever que a unidade da Federação:

- . não poderá emitir novos títulos públicos no mercado interno, exceto nos casos previstos no art. 33 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias;*
- . somente poderá contrair novas dívidas, inclusive empréstimos externos junto a organismos financeiros internacionais, se cumprir as metas relativas à dívida financeira na trajetória estabelecida no programa;*
- . não poderá atribuir a suas instituições financeiras a administração de títulos estaduais e municipais junto a centrais de custódia de títulos e valores mobiliários.*

Somente os estados de Tocantins, do Amapá e o Distrito Federal não assinaram contrato de refinanciamento com a União. No §6º do art. 3º da lei n.º 9.496/97, está estabelecido a punição para o não cumprimento das metas e compromissos estabelecidos no programa.

A partir de 1º de julho de 1998, a Resolução do Senado Federal n.º 78/98 substituiu a antiga Resolução 69/95. A nova Resolução trouxe várias mudanças importantes em relação ao dispositivo anterior. As principais alterações, que tratam dos limites de emissão de títulos públicos estaduais e municipais, são:

³⁰ Esta lei define RLR (Receita Líquida Real), como “a receita realizada nos doze meses anteriores ao mês imediatamente anterior àquele em que se estiver apurando, excluídas as receitas provenientes de operações de crédito, de alienação de bens, de transferências voluntárias ou de doações recebidas com o fim específico de atender despesas de capital e, no caso dos Estados, as transferências aos Municípios por participações constitucionais e legais”. Já a Resolução do Senado Federal n.º 78/98 propõe o mesmo conceito de RLR, mas exclui “anulação de restos a pagar”, por entender que se trata de uma rubrica que eleva artificialmente as receitas dos estados e municípios, inflando a sua capacidade de endividamento.

- Redução, de 16% para 13% da Receita Líquida Real, do dispêndio anual máximo com amortizações, juros e demais encargos de todas as operações de crédito passadas e futuras (Art. 6º - II).
- O saldo total da dívida dos Estados e Municípios não poderá superar valor equivalente ao dobro da RLR para os pleitos analisados no ano de 1998, decrescendo um décimo por ano até atingir, em 2008, valor equivalente a uma RLR (Art. 6º - III).
- o Banco Central do Brasil não encaminhará ao Senado Federal pedido de autorização para a contratação de qualquer operação de crédito (isto inclui a emissão de títulos da dívida pública) de tomador que possua resultado primário negativo no período de apuração da RLR (Art. 7º).
- Prorroga até 31 de dezembro de 2010 a proibição de emissão de títulos públicos, salvo para o refinanciamento do principal devidamente atualizado (Art. 10).
- Define o percentual máximo de 95% para o refinanciamento dos títulos estaduais e municipais por ocasião do seu vencimento (Art. 11 - I).
- Proíbe as unidades federadas que tiverem sua dívida mobiliária refinanciada pela União de emitir, sob qualquer pretexto, novos títulos públicos (Art. 12 - §4º).

5. A Teoria dos Jogos Aplicada ao Endividamento dos Estados e Municípios no Brasil

A Teoria dos Jogos consiste fundamentalmente na definição de um modelo de comportamento “racional”, de modo a permitir a maximização da utilidade frente a um conflito de interesses.

Um jogo é definido como uma situação em que as ações dos tomadores de decisões de um lado afetam as ações dos tomadores de decisões do outro lado, sendo que todos os lados estão conscientes de que suas decisões interferem nas decisões dos outros. Os efeitos causados por estas ações são variados, sendo assim, em algumas vezes pode ocorrer cooperação entre os agentes, e em outras, os agentes podem agir como rivais. Em quaisquer dos casos, o método básico utilizado pelos agentes (com a ferramenta da Teoria dos Jogos) é tentar descobrir o que os outros indivíduos farão, e, a partir daí, otimizar as suas ações, supondo que os outros farão a mesma coisa. A interação das estratégias dos diferentes jogadores determina o resultado do jogo.

O comportamento econômico é descrito na Teoria dos Jogos como a opção, por parte de dois ou mais “jogadores”, de uma estratégia dentro de um conjunto (finito ou infinito) de estratégias possíveis, tendo em conta que o resultado final dependerá das combinações das respectivas opções feitas pelos adversários no próprio jogo, o qual será concluído com a distribuição dos lucros (positivos ou negativos)³¹.

Todos os tomadores de decisões são chamados de jogadores. Um jogador pode ser um consumidor individual, um político, um militar, uma firma, um advogado, etc.

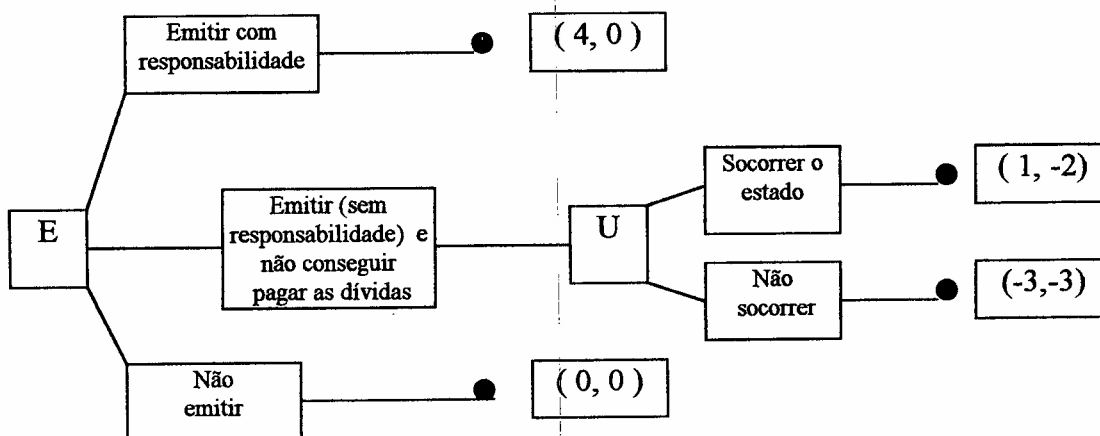
A Teoria dos Jogos procura solucionar pelo menos três questões:

1. Quais estratégias seriam escolhidas por jogadores hipoteticamente com racionalidade perfeita e que escolhem estratégias otimizadoras (egoístas)?

2. O que os tomadores de decisões realmente fazem em situações de escolha interativa?
3. O que as pessoas deveriam fazer em tais situações?

O diagrama que segue retrata, de forma hipotética, um jogo³² (na sua forma extensiva³³) onde os jogadores são, de um lado, Estados e Municípios (E), os quais possuem três opções (emitir títulos públicos com responsabilidade, emitir títulos públicos sem responsabilidade e não emitir títulos públicos), e de outro lado, a União (U), representada pelo governo federal, o qual possui duas opções (conceder socorro financeiro aos Estados e Municípios no caso de estes encontrarem dificuldades para pagar as suas dívidas - avalizar; ou não conceder socorro financeiro - não avalizar).

Diagrama 5.1 - O Dilema da Emissão



Legenda:

E = Estados e Municípios.

U = União.

(E,U) = *payoff* dos Estado/Municípios, *payoff* da União.

³¹ BOBBIO, Norberto; MATTEUCI, Nicola & PASQUINO, Gianfranco; tradução CARMEM, C. Variable ...[et al] - *Dicionário de Política*. 8ª ed. Brasília/DF; Editora Universidade de Brasília, 1995.

³² Este jogo serve para retratar, de forma didática, o comportamento dos Estados e Municípios, de um lado, e da União, do outro lado, com relação à emissão de títulos públicos tendo em vista a possibilidade de existência, ou não, de um futuro socorro financeiro em caso de *default*.

³³ Uma importante diferença entre jogos com movimentos simultâneos e jogos com movimentos sequenciais é que neste último, o segundo jogador antes de tomar a sua decisão já sabe qual foi a decisão tomada pelo primeiro jogador. Uma forma de representar os jogos com movimentos em sequência é usando a forma extensiva. Cada movimento individual do jogo é tratado como uma decisão isolada, sob alguma incerteza. Um jogador, assumindo a racionalidade dos outros jogadores, projeta as possíveis respostas que lhe serão dadas em função dos seus movimentos, e escolhe a opção que lhe produz o melhor resultado para si.

Justificativa dos *payoffs* adotados³⁴:

1. Estados não emitem - neste caso, a situação dos Estados fica inalterada. Como não houve emissão de títulos, não cabe à União socorrer (ou não socorrer) nenhum Estado. Por esta razão, adotamos o *payoff* (0,0);
2. Estados emitem (sem responsabilidade) ocorrendo, no futuro, um *default* do pagamento do principal ou dos juros, e o governo federal não socorre o Estado. Neste caso, nos deparamos com uma situação de insolvência do Estado emissor. Os credores desse Estado perdem o dinheiro emprestado. O Estado fica sem crédito; a sua dívida aumenta. Além disso, é possível que os salários dos servidores públicos, bem como as dívidas com os fornecedores estejam atrasados. O Governador do Estado dificilmente consegue se reeleger. Do ponto de vista de um governo federal que acredita ser necessário realizar urgentemente reformas constitucionais, esta é a pior situação de todas. No caso de insolvência de um Estado, o governo federal não socorrendo este Estado, pode perder o apoio político dos seus representantes. Além disso, havendo a necessidade de intervenção federal neste Estado, torna-se impossível a efetivação de qualquer Emenda Constitucional. Dependendo do tamanho do calote, pode acontecer um efeito cascata, gerando recessão e novas quebras. Por estas razões, adotamos o *payoff* (-3,-3);
3. Estados emitem sem responsabilidade e o governo federal os socorre para evitar o *default* de sua dívida. Neste caso, o Estado, à beira de uma situação de insolvência é apoiado pela União, que lhe empresta dinheiro (em condições vantajosas para o Estado). Na verdade, o Estado está atuando como um agente *rent-seeking*, pois está transferindo renda dos outros Estados para si. O Estado agiu irresponsavelmente e o governo federal o beneficiou, quer por interesse político (obtenção de apoio), quer por um dispositivo.

³⁴ Os *payoffs* adotados não estão levando em consideração possíveis alterações nas taxas de juros da economia ou de ganhos ou perdas fiscais (da União) que a emissão de títulos públicos estaduais pode causar. Da mesma forma,

legal que proíba a União de realizar reformas constitucionais tendo um de seus Estados submetidos a uma intervenção federal, ou por qualquer outro motivo. Além disso, o socorro financeiro federal sinaliza para os outros Estados que eles também poderão ter o mesmo benefício. Assim, o Estado tem o seu *payoff* melhorado em relação à situação inicial, e a união, piorado. Por estas razões, adotamos o *payoff* (1, -2);

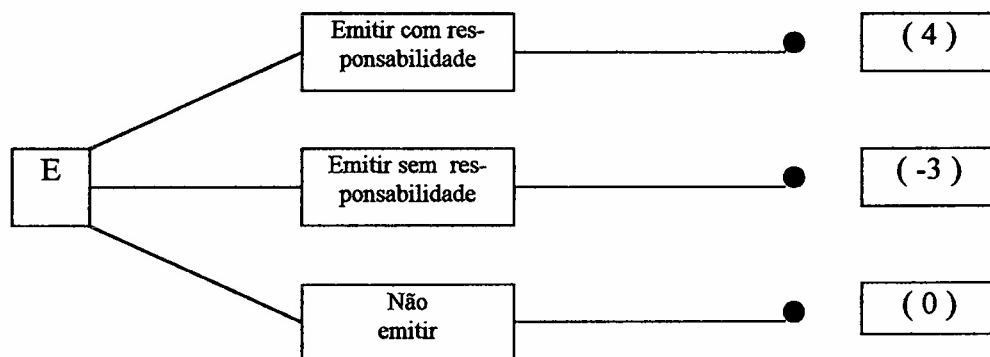
4. Estados emitem com responsabilidade e honram o pagamento de suas obrigações. Estados com boa situação financeira e conseqüentemente com baixo risco de insolvência têm um bom mercado comprador de seus títulos, conseguindo captar recursos baratos no mercado financeiro. Nesta hipótese, os Estados conseguem captar os recursos necessários para executar os seus projetos, os quais darão o retorno necessário para que, no futuro, estes títulos sejam pagos. Já a União, não sendo necessário a sua interferência no processo, tem a sua utilidade inalterada. Por estas razões, adotamos o *payoff* (4,0).

A análise do diagrama proposto nos revela que, dentro das condições propostas, os Estados seriam incentivados a se endividar, pois eles presumiriam que o governo federal, caso fosse necessário, socorreria os Estados que estivessem com dificuldades financeiras. Sendo assim, de uma forma ou de outra, a emissão de títulos públicos seria vantajosa para os Estados, mesmo porque, somente no futuro, quando um outro governador estivesse no poder, que essa emissão poderia se tornar um problema.

Entretanto, existindo uma legislação que proíba a União de socorrer Estados inadimplentes, o jogo se torna outro, pois, os Estados passariam, desde o início do jogo, a ter certeza de que em nenhuma hipótese haveria socorro financeiro por parte da União. De acordo com esta hipótese, os Estados não teriam incentivo para arriscar, uma vez que a utilidade de não

emitir títulos públicos passaria a ser superior do que a de emití-los sem responsabilidade, conforme podemos verificar no diagrama seguinte.

Diagrama 5.2 - O Dilema da Emissão com restrição de socorro



Legenda:

E = Estados e Municípios.

(E) = *payoff* dos Estados/Municípios

6. O Mercado de *Municipal Bonds* nos Estados Unidos.

Historicamente, nos Estados Unidos, o financiamento das obras de infra-estrutura dos Estados e Municípios, desde a construção ou reparo de uma calçada até a construção de escolas, hospitais e aeroportos, tem sido feito de três formas, sendo que a importância de cada uma delas variou durante os anos:

1. através de rendas geradas internamente, como as provenientes de impostos e taxas;
2. através de doações, convênios e outras formas de contribuições inter-governamentais;
3. através do mercado de *municipal bonds*.

Para obter um financiamento no mercado de *municipal bonds*, um governo local deve justificar a necessidade deste empréstimo. O financiamento pode ser solicitado para um novo projeto, para reparar uma propriedade, para refinarçar obrigações vencidas, ou para reduzir os juros de obrigações atuais. O financiamento, teoricamente, também pode ser solicitado para o pagamento de déficits correntes. Entretanto, o mercado não considera esta última hipótese uma boa razão para financiar um Estado ou Município.

Apesar de a maioria das *municipal securities*³⁵ vendidas para os investidores serem do tipo *municipal bonds*, existem ainda outras espécies de títulos. Alguns são *municipal notes*, outros são certificados de participação, e outros podem ainda ser papéis comerciais isentos de taxas. Existem diferenças entre estes diversos títulos. Quando um Estado está em *default* em

³⁵Termo geral usado para se referir a títulos (bonds, notas, etc) emitidos por governos locais, tais como cidades, condados, vilas, distritos, assim como por Estados, suas subdivisões políticas e agências. Geralmente estes títulos são isentos de impostos federais.

uma dessas espécies de títulos não significa que ele deixará de pagar os outros. Entretanto, o valor de mercado dos títulos de responsabilidade deste Estado diminui.

Municipal bonds são negociados nos Estados Unidos desde o início da república, mas se tornaram popular somente após o ano de 1820, com o crescimento das cidades americanas. Desde então este mercado vem se expandido rapidamente, com alguns períodos de depressão ocasionados por *defaults*.

Um contrato com um *bond* é um acordo entre duas partes: aquele que vende o título, ou de outra forma, toma emprestado o dinheiro (emitente do título) e aquele que está emprestando o dinheiro (o comprador do título, ou investidor). Assim, podemos considerar o *bond* como um empréstimo. Exemplificando, se alguém compra um título do Estado de Nova York, ele, na verdade, está emprestando dinheiro para o Estado de Nova York, esperando, em troca, obter após decorrido um determinado período de tempo (especificado no contrato) o seu dinheiro de volta (o principal), acrescido dos juros³⁶. Entretanto, esta pessoa não é detentora de nenhuma propriedade daquele Estado.

Municipal bonds são, portanto, instrumentos de dívida emitidos pelos Estados, cidades, autoridades municipais e outras entidades. Segundo GRAY & CUSATIS³⁷, a grande atração que esses títulos exerce sobre os investidores é a isenção de impostos sobre a renda proveniente dos juros.

A isenção de taxas federais sobre *municipal bonds* significa uma grande economia para Estados e Municípios, pois em virtude desta isenção, os títulos municipais podem ser negociados com taxas de juros inferiores às dos outros títulos privados. Os investidores passam a comparar as taxas de juros dos *municipal bonds* com as que eles receberiam após a tributação dos outros

³⁶Normalmente os juros são pagos periodicamente, em geral a cada semestre, durante o prazo de validade do título, sendo que o principal deve ser integralmente pago no dia especificado no contrato

títulos. Por exemplo, considerando um imposto federal de 25%, um título privado que pagasse 10% de juros seria equivalente a um *municipal bond* que pagasse 7.5% de juros e que tivesse as mesmas características de risco e data de vencimento.

Os principais tipos de *municipal bonds* existentes são os *general obligation bonds* (*G.O. Bonds*) e os *revenue bonds*.

General obligation bonds são tipicamente considerados as formas mais seguras de dívida local e estadual. Estes *bonds*, emitidos pelos Estados, governos locais e outras subdivisões políticas com poder de taxar, são segurados pela credibilidade do emissor e pelo seu poder de taxar. Isto significa que o governo emissor deve usar recursos de qualquer fonte disponível para pagar tanto o principal quanto a taxa de juros, ou então, elevar os impostos para pagar as obrigações do título emitido. Entretanto, isto não significa que estes *bonds* são 100% seguros.

Na maioria dos Estados americanos, existem algumas restrições constitucionais para a emissão de *G.O. bonds*, tais como a exigência de uma aprovação popular (*bond election*) para a emissão dos *bonds*, ou a existência de um limite máximo de emissão desses *bonds*.

Revenue bonds são assim chamados porque não dependem da arrecadação de impostos para o pagamento do principal nem dos juros, mas apenas da renda obtida (através da cobrança de tarifas) em função do uso do valor arrecadado pela emissão desse *bond*. Este tipo de título normalmente é usado para o financiamento de obras de esgoto, sistemas de telefonia, aeroportos, estacionamentos, portos, habitações, hospitais, projetos de iluminação pública, estádios, centros de convenções, controles de poluição ambiental, universidades, escolas, etc.

A título de ilustração, um Estado, ou uma autoridade de transporte, pode emitir *revenue bonds* para construir uma ponte, prometendo aos investidores pagar o empréstimo com a

³⁷GRAY, Gary & CUSATIS, Patrick in *Municipal Derivative Securities: Uses and Valuation*, 1995.

cobrança de pedágio dos usuários desta ponte. A receita obtida com o pedágio deve ser suficiente para pagar tanto as despesas de manutenção do investimento, quanto a dívida com os investidores (principal e juros). Caso a receita não seja suficiente para cumprir estes requisitos, o valor do pedágio deve ser aumentado de maneira que se possa obter uma receita compatível com as obrigações do empreendimento. Entretanto, se ainda assim, tal empreendimento não obtiver sucesso e não conseguir pagar o financiamento, os prejuízos ficam restritos aos investidores.

A vantagem dos *revenue bonds* sobre os *G.O. bonds* é que o Estado não é o responsável pelo pagamento destes títulos, não podendo, portanto, usar os escassos recursos tributários para pagar os titulares destes *bonds*. Assim, trata-se do tipo apropriado de *bond* para o financiamento de projetos que produzam bens e serviços privados (consumo rival e excludível), e que portanto possam ser tarifados.

Até a primeira metade da década de 1970, a maioria dos novos títulos emitidos nos EUA eram do tipo *G.O. bonds*. Nos anos 70 a participação dos *revenue bonds* cresceu de aproximadamente 1/3 do mercado, no início da década, para 2/3 do mercado no final. As principais razões para este crescimento foram: o aumento da quantidade de financiamentos para atividades privadas e maiores dificuldades enfrentadas pelos Estados e governos locais para a emissão de *G.O. bonds*. A tabela seguinte ilustra o crescimento da participação dos *revenue bonds* em relação ao total de novas emissões, no período de 1974 a 1996.

Tabela 6.1 - Evolução dos tipos de Bonds emitidos.

	Volume de Novas Emissões (US\$ bi)	G.O. %	Revenue Bonds %
1974	23.6	56	44
1975	30.7	52	48
1976	35.4	51	49
1977	46.7	39	61
1978	48.2	37	63
1979	43.3	28	72
1980	45.6	30	70
1985	202.4	20	80
1989	121.8	31	69
1990	125.7	32	68
1991	169.5	34	66
1992	231.7	35	65
1993	289.6	32	68
1994	162.1	34	66
1995	156.4	39	61
1996	181.6	35	65

Fonte: *The Bond Buyer*, dados até 1979; *Securities Data Company*, Newark, NJ, *Municipal New Issues Database* (dados brutos), a partir de 1980.

O mercado de *municipal securities* é bastante grande e diversificado. Existem aproximadamente 58.000 unidades governamentais nos Estados Unidos que podem emitir títulos durante um ano. Há aproximadamente 1.5 milhões de *municipal securities* ainda não resgatadas, gerando um total de aproximadamente 1,37 trilhões de dólares até o final do ano de 1997. As emissões são de valores bastante distintos, indo desde valores inferiores a cem mil dólares até somas superiores a um bilhão de dólares. O propósito dessas emissões também é diferenciado, indo desde a construção de calçadas até escola, hospitais, estádios, etc. Por causa dessa enorme diversidade, o mercado de *municipal bonds* desenvolveu um complexo sistema de informações.

De acordo com ZIPF³⁸, desde meados dos anos 70, o mercado de rendas fixas, no qual se incluem *municipal bonds*, teve três grandes mudanças: primeiro, as taxas de juros subiram a níveis históricos entre os anos de 1980 e 1982, tendo em seguida declinado gradualmente aos níveis anteriores ao da subida; segundo, as taxas de hoje flutuam mais do que as do passado, tendo crescido a volatilidade do mercado de títulos; por último, hoje o mercado é composto por

³⁸ZIPF, Robert in *How Municipal Bonds work*, 1995.

um número muito maior de investidores, que são melhores informados do que os investidores do passado.

Tabela 6.2 - Evolução do mercado de *municipal securities*

Ano	Total não res- gatado (US\$ Bi)	Investidores		Bancos		Companhias de		Outros **	
		Individuais *		Comerciais		Seguro		Total	%
		Total	%	Total	%	Total	%	Total	%
1980	399,4	136,9	34,2	148,8	37,3	80,5	20,2	33,2	8,3
1981	443,7	170,4	38,4	154,0	34,7	83,9	18,9	35,4	8,0
1982	508,0	225,5	43,8	158,3	31,2	87,0	17,1	40,2	7,9
1983	575,1	277,2	48,1	162,1	28,2	86,7	15,1	49,1	8,5
1984	650,6	333,75	51,2	174,6	26,8	84,7	13,0	57,6	8,8
1985	859,5	466,9	54,3	231,7	27,0	88,2	10,3	72,7	8,5
1986	920,4	542,6	59,0	203,4	22,1	101,9	11,1	72,5	7,9
1987	1.010,4	655,5	64,8	174,3	17,3	124,8	12,4	55,8	5,5
1988	1.082,3	746,1	69,0	151,6	14,0	134,1	12,4	50,5	4,7
1989	1.135,2	800,6	70,6	133,8	11,8	134,8	11,9	65,7	5,8
1990	1.184,4	865,9	73,1	117,4	9,9	136,9	11,6	64,2	5,4
1991	1.272,2	959,6	75,5	103,2	8,1	***126,8	10,0	82,6	6,5
1992	1.302,8	985,6	75,6	97,5	7,5	134,3	10,3	85,4	6,6
1993	1.377,5	1.030,2	74,8	99,2	7,2	146,1	10,6	102,0	7,4
1994	1.341,7	990,2	73,7	97,6	7,2	153,8	11,4	100,1	7,5
1995	1.293,5	946,3	72,9	93,4	7,2	161,0	12,3	92,8	7,2
1996	1.296,0	945,0	72,6	94,2	7,2	175,4	13,5	81,4	6,3
1997	1.366,2	1.004,2	73,6	96,7	7,1	184,4	13,5	80,9	5,9

* Além dos títulos possuídos diretamente pelos indivíduos, este item também inclui: *mutual funds*, *money-market funds*, *closed-end funds* e *bank personal trusts*.

** Inclui corporações não-financeiras, fundos gerais de governos locais, instituições de poupança, companhias de seguro de vida, fundos de pensão privados, fundos de aposentadoria dos governos estaduais e locais, corretoras/dealers e empresas do governo.

*** Uma séria quebra ocorrida no ano de 1991 distorce comparações efetuadas com anos anteriores das companhias de seguro.

Fonte: Baseado em dados fornecidos pelo *Federal Reserve System*.

A tabela 6.2 ilustra a evolução dos grandes grupos de compradores de *municipal bonds*.

Em 1980, em torno de 34,2% dos *municipal bonds* eram adquiridos por investidores privados, enquanto que 57,5% eram adquiridos por bancos comerciais e companhias de seguro. Em 1997, estes percentuais mudaram para 73,6% e 20,6%, respectivamente. Ou seja, hoje, de cada \$ 4 dólares investidos em *municipal bonds*, praticamente \$ 3 deles são provenientes de investidores privados.

SEC pode provocar a instauração de processos judiciais (através do Departamento de Justiça dos Estados Unidos) contra os responsáveis pelas operações ditas fraudulentas.

Se as informações essenciais para a venda de determinados títulos públicos são propriamente divulgadas, a SEC não pode impedir a venda destes títulos, mesmo que a sua análise demonstre que os mesmos sejam de valor duvidoso (alto risco). A decisão final de assumir ou não o risco, ou seja, de comprar ou não o título, cabe ao investidor, e não à SEC.

Historicamente, os investimentos em títulos municipais eram feitos basicamente pelos Bancos e pelas Companhias de Seguro. Em meados dos anos 70, com o aumento da renda pessoal, muitos investidores individuais passaram a investir nesse mercado. O crescimento desse mercado e o surgimento dos problemas decorrentes desse crescimento, como o *default* das notas da cidade de Nova York, em 1975, fez com que o Congresso americano criasse algumas regras como parte do *Securities Acts Amendments of 1975*. Essas regras, que incluíram a obrigação do registro, na SEC, dos corretores (*brokers*⁴¹) e *dealers*⁴² do mercado de *municipal securities*, deram à SEC algumas funções reguladoras e autoridade para punir corretores e *dealers* do mercado de *municipal bonds*. A partir daí, a SEC pode, entre outras coisas, suspender, revogar ou negar o registro de uma corretora ou de um *dealer* e instituir ação judicial contra eles.

Em 1975 foi criado o *Municipal Securities Rulemaking Board*⁴³ (MSRB) com a missão de supervisionar a regulação dos *municipal bonds*. O MSRB possui autoridade para editar

⁴⁰*Munis* é a abreviatura de *municipal bonds*.

⁴¹O termo *municipal securities broker* significa uma pessoa ou firma engajada no negócio de intermediar compra e venda de *municipal securities* por conta de outros.

⁴²O termo *municipal securities dealer*, de acordo com a seção 3(a)(30) do ato de 1934, significa uma pessoa ou organização engajada no negócio de subscrever, comerciar e vender *municipal securities*. Enquanto que, para o ato de 1934, o termo “dealer”, isoladamente, não inclui os bancos, o termo “municipal securities dealer” inclui um banco ou um departamento de um banco engajado no negócio de subscrever, comerciar ou vender *municipal securities*.

⁴³O MSRB é composto de 15 membros, sendo 5 representantes dos corretores-dealers não ligados a bancos, 5 representantes de dealers (bancos), e 5 representantes do público. Estes membros são eleitos para mandatos de 3 anos, sem reeleição. A SEC requer ainda representatividade geográfica dos 15 membros. Dos 5 representantes do

regras relacionadas à venda de títulos municipais. Esta autoridade é exercida da seguinte forma: O MSRB propõe os regulamentos e os submete à apreciação das partes interessadas (mercado de *municipal bonds*), que por sua vez tece comentários a respeito. Depois de um determinado período, o MSRB submete a regulação proposta (alterada ou não em função dos comentários) à apreciação da SEC. Caso esta última aprove, o MSRB pode começar a adotar as novas regras.

Apesar de ser uma agência regulamentadora, o MSRB não tem poder de exigir nem de verificar o cumprimento das regras por ela criada. O Congresso americano dividiu a responsabilidade de fiscalização entre diversas agências: a fiscalização dos bancos que exercem a função de *dealers* é dividida entre o *Office of the Comptroller of the Currency*, o *Federal Reserve Board* e o *Federal Deposit Insurance Corporation*; a NASD (*National Association of Securities Dealers, Inc*) fiscaliza corretores e *dealers* (não inclui os bancos) que trabalham no mercado de títulos; e finalmente a SEC fiscaliza todos: corretores, *dealers* e *municipal securities dealers* (inclui bancos).

6.2. O Mercado Primário e Secundário

O mercado primário é o processo que envolve as ofertas iniciais de um título para o público investidor, representando assim a emissão direta do emissor do título, através do subscritor, para o investidor final.

O mercado secundário representa o mercado onde os títulos são negociados após a emissão inicial. Bilhões de dólares são negociados por aproximadamente 2600 *dealers* no mercado secundário americano. Um exemplo de operação no mercado secundário são os fundos

público, pelo menos 1 deve representar os Estados e as municipalidades e um outro os investidores em *municipal securities*.

mútuos que são estabelecidos por firmas de investimento, que compram diversos tipos de *municipal bonds* e os vende, na forma de cotas, para os investidores individuais.

6.3. Classificação de Risco

A classificação de risco não expressa a opinião do emissor do título, mas a opinião das empresas classificadoras de risco na qualidade relativa do crédito de determinados títulos, ou seja, a capacidade de honrar as obrigações concernentes a cada título.

O objetivo da classificação de risco é fornecer aos investidores um sistema de gradação, no qual é possível verificar a qualidade relativa dos investimentos. Dessa forma, uma agência de classificação de risco pode facilitar a colocação do *bond* no mercado uma vez que lhe fornece, de forma clara e com fácil entendimento, informações independentes sobre a capacidade que o emissor dos *bonds* tem de pagar as suas obrigações.

Uma boa avaliação do risco é vantajosa tanto para o investidor quanto para o emissor do título: o comprador do título passa a possuir uma informação mais completa, possibilitando uma melhor escolha em função dos seus objetivos; e o emissor do título pode vendê-lo com uma taxa de juros mais baixa, pois a procura de títulos de baixo risco é maior.

A classificação de risco não é obrigatória. Em alguns casos, é mais vantajoso para o emissor de *bonds* pagar juros mais elevados do que contratar o serviço de uma das agências classificadoras. Normalmente isto ocorre quando o volume emitido é pequeno, pois o serviço de classificação de risco não é barato; ou quando o emissor do título, de antemão, já sabe que não obterá uma classificação satisfatória.

Os dois principais fatores que levam a uma classificação de risco indesejável para os Estados e governos locais são: (1) excessiva carga fiscal sobre os habitantes e (2) elevado nível

de endividamento (*G.O. bonds*). Dívidas referentes a *revenue bonds* (débitos não garantidos) representam riscos relativos a cada financiamento (projeto) em particular, e não o risco de *default* de *general obligation bonds* de uma localidade.

Em geral, a classificação de risco de um *revenue bond* é inferior à de um *G.O. bond*. Isto ocorre em função da menor garantia oferecida pelo primeiro. Um fato importante na avaliação do risco de um *revenue bond* é a essencialidade ou não do serviço cuja renda servirá como garantia do empréstimo. Por exemplo, o fornecimento de água e de energia elétrica são fundamentais para o crescimento de qualquer economia. Já um centro de convenções é mais sensível à discricionariedade do consumidor deste serviço, pois sua demanda é mais elástica. Geralmente, um *bond* segurado pela renda de um serviço essencial tem classificação de risco superior a um *bond* segurado por um serviço não-essencial.

A tabela 6.3 fornece as diversas classificações de risco apresentadas pelas quatro principais agências americanas de classificação de risco: Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch Investors Service, e Duff & Phelps Credit Rating Co.

Tabela 6.3 - Classificação de risco de <i>municipal bonds</i> e agências classificadoras.				
Moody's	S&P	Fitch	Duff & Phelps	Significado da Classificação
Aaa	AAA	AAA	AAA	Superior (<i>Highest Rating</i>)
Aa	AA	AA	AA	Alta (<i>High</i>)
A	A	A	A	Adequada (<i>Adequate</i>)
Baa	BBB	BBB	BBB	Abaixo da Média (<i>Below average</i>)
Ba	BB	BB	BB	Incerto (<i>Uncertain</i>)
B	B	B	B	Risco (<i>Risk</i>)
Caa	CCC	CCC	CCC	Alto Risco (<i>High risk</i>)
Ca	CC	CC		
C	C	C		
	D	DDD, DD, D	DD	Default ou Liquidação (<i>Default or Liquidation</i>)

Fontes: Zipf, Robert – Fig. 8.2

Definições das classificações de risco, segundo a Moody's:

1. Aaa – Os *bonds* classificados como “Aaa” são julgados os de melhor qualidade. Eles possuem o menor grau de risco e são geralmente denominados de “gilt-edge⁴⁴”. O pagamento dos juros é protegido por uma larga margem, e o do principal é seguro. Dificilmente a sua forte posição pode ser modificada por alguma mudança.

2. Aa – Bonds classificados como “Aa” são julgados de alta qualidade por todos os padrões. Junto com os Bonds “Aaa”, este grupo compreende o que é conhecido como “high grades bonds”. Eles são classificados abaixo do “Aaa” porque a sua margem de segurança não é tão ampla, de maneira que o risco desses *bonds*, no longo prazo, parece de alguma forma maior do que o dos *bonds* com classificação “Aaa”.

3. A – Bonds classificados como “A” possuem muitos atributos favoráveis, sendo classificados acima da média. Os fatores que dão segurança ao principal e aos juros são considerados adequados, entretanto, existem elementos presentes que sugerem uma possibilidade de enfraquecimento em algum momento no futuro.

4. Baa – Bonds classificados como “Baa” são considerados obrigações de médio grau, ou seja, não são nem muito protegidos nem muito inseguros. O pagamento dos juros e do principal é considerado adequado para o momento, mas existem elementos de proteção que não estão presentes ou que são inconfiáveis para um prazo de tempo prolongado. Tais *bonds* não possuem as características de um investimento excelente, tendo características especulativas.

5. Ba – Bonds classificados como “Ba” possuem elementos especulativos, não sendo considerados seguros no longo prazo. A proteção para o pagamento dos juros e do principal é moderada, não oferecendo garantia para o futuro. A incerteza caracteriza os *bonds* desta classe.

6. B – Bonds classificados como “B” geralmente não possuem as características desejáveis de um título. Não existe garantia (na verdade ela é pequena) de pagamento dos juros e do principal, nem de outros termos do contrato, para qualquer termo de prazo prolongado.

7. Caa – Bonds classificados como “Caa” possuem reputação pobre, podendo já estar em *default*, existindo fatos presentes que põem em perigo o pagamento do principal e dos juros.

8. Ca – Bonds classificados como “Ca” representam obrigações com alto grau de especulação. Tais títulos freqüentemente estão em *default* ou então possuem outras falhas.

9. C – Bonds classificados como “C” são os que possuem a classificação mais baixa. Esses títulos são vistos como tendo retrospectos bastante ruins nas emissões já realizadas.

As quatro classificações de risco superiores (Aaa, Aa, A e Baa) são denominadas “investment grade”. Alcançar tal classificação é muito importante para os emissores de títulos pois expande consideravelmente o seu mercado. Alguns administradores de investimentos são obrigados por lei a investir somente em títulos que estejam dentro desta classificação.

A tabela 6.4 fornece, a título de ilustração, a classificação de risco, por Estado⁴⁴, referente aos anos de 1995 e 1996, feita por duas das principais agências americanas. Para calcular o risco que cada emissor possui de falhar com suas obrigações, estas agências possuem acesso a informações referentes ao emitente, e recebem, periodicamente, atualizações dos dados que possuem.

⁴⁴De acordo com o Dictionary of Finance and Investment terms (4ª edição), gilt-edge security é um título de uma companhia que tem demonstrado durante vários anos que é capaz de auferir lucros suficientes para cobrir os dividendos dos títulos com grande segurança.

⁴⁵Da mesma forma que existe classificação de risco para os Estados, também existe para outras entidades subnacionais

Tabela 6.4 - Classificação de risco dos Estados americanos - 1995/96.

Estado	S & P		Moody's		Estado	S & P		Moody's	
	1995	1996	1995	1996		1995	1996	1995	1996
Alabama	AA	AA	Aa	Aa	Montana	AA-	AA-	Aa	Aa
Alaska	AA	AA	Aa	Aa	Nebraska	(1)	(1)	(1)	(1)
Arizona	(1)	(1)	(1)	(1)	Nevada	AA	AA	Aa	Aa
Arkansas	AA	AA	Aa	Aa	New Hampshire	AA+	AA+	Aa	Aa
California	A	A+	A1	A1	New Jersey	AA+	AA+	Aa1	Aa1
Colorado	(1)	(1)	(1)	(1)	New Mexico	AA+	AA+	Aa1	Aa1
Connecticut	AA-	AA-	Aa	Aa	New York	A-	A-	A	A
Delaware	AA+	AA+	Aa1	Aa1	North Carolina	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Florida	AA	AA	Aa	Aa	North Dakota	AA-	AA-	Aa	Aa
Georgia	AA+	AA+	Aaa	Aaa	Ohio	AA	AA+	Aa	Aa1
Hawaii	AA	AA	Aa	Aa	Oklahoma	AA	AA	Aa	Aa1
Idaho	(1)	(1)	(1)	(1)	Oregon	AA-	AA	Aa	Aa
Illinois	AA-	AA-	A1	A1	Pennsylvania	AA-	AA-	A1	A1
Indiana	(1)	(1)	(1)	(1)	Rhode Island	AA-	AA-	A1	A1
Iowa	(1)	(1)	(1)	(1)	South Carolina	AA+	AAA	Aaa	Aaa
Kansas	(1)	(1)	(1)	(1)	South Dakota	(1)	(1)	(1)	(1)
Kentucky	AA	(1)	Aa	Aa	Tennessee	AA+	AA+	Aaa	Aaa
Louisiana	A-	A-	Baa1	Baa1	Texas	AA	AA	Aa+	Aa+
Maine	AA+	AA+	Aa	Aa	Utah	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Maryland	AAA	AAA	Aaa	Aaa	Vermont	AA-	AA-	Aa	Aa
Massachusetts	A+	A+	A1	A1	Virginia	AAA	AAA	Aaa	Aaa
Michigan	AA	AA	Aa	Aa	Washington	AA	AA	Aa	Aa
Minnesota	AA+	AA+	Aa1	Aaa	West Virginia	A+	AA-	A1	A1
Mississippi	AA-	AA	Aa	Aa	Wisconsin	AA	AA	Aa	Aa
Missouri	AAA	AAA	Aaa	Aaa	Wyoming	(1)	(1)	(1)	(1)

(1) = Não revisado.

Fonte: Congressional Quarterly Inc., Washington, D.C. *Governing Magazine*.

A análise da tabela 6.4 nos revela que, no biênio 1995/96, nenhum Estado teve a sua classificação de risco piorada por nenhuma das duas empresas classificadoras. Na verdade, salvo algumas exceções, quase todos os Estados tiveram a sua classificação mantida. O Estado de Ohio, por exemplo, teve sua classificação melhorada na avaliação de ambas as empresas.

O seguro de um *municipal bond* garante o pagamento do principal e dos juros no caso de haver *default*. A maioria das seguradoras de *municipal bonds* possui classificação de risco *Aaa* (Moody's). Esta classificação assegura aos compradores de *bonds* segurados que os mesmos serão pagos, mesmo em caso de *default*. Em consequência, a maioria dos *bonds* segurados também possui classificação de risco *Aaa*. Em 1981, somente 5% dos *bonds* eram segurados. Já em 1992, 34% dos títulos emitidos de longo prazo foram segurados.

6.4. Colocação de *Municipal Bonds* no Mercado

A equipe que participa da emissão do título consiste de vários participantes os quais são responsáveis pelo desenvolvimento de toda a documentação que acompanha a oferta dos títulos. Dependendo do mercado, do potencial do emitente e do tipo de venda empregada (negociada ou competição), ocorrerão algumas variações nos componentes dessas equipes e nos procedimentos por elas adotados. A lei⁴⁶ prevê que o custo agregado da emissão (remuneração de advogado, *spread* do subscritor, etc) não pode exceder a 2% do valor total da emissão.

Uma equipe mínima consiste, tipicamente, de um emissor governamental (normalmente representado pelo chefe do setor financeiro), de um *bond counsel* (um especialista em leis sobre *municipal securities*), e de um consultor financeiro e/ou um subscritor (agindo como especialista financeiro para auxiliar na transação). Se a venda for negociada, o subscritor é selecionado antes da venda ser realizada, e também faz parte da equipe. Dependendo do tamanho e da natureza da transação, esta equipe ainda pode contar com outros especialistas (engenheiros, auditores, etc). Estes últimos normalmente são envolvidos na venda de *revenue bonds* e nas transações com títulos cuja finalidade seja o financiamento de uma atividade privada.

O *bond counsel* é um advogado independente, cuja função é basicamente opinar sobre a legalidade da emissão dos *bonds*, se o emissor do título é legalmente habilitado para emití-lo, o seu status (isento de impostos ou não), e outros aspectos legais como a forma do título e a transcrição das vendas dos *bonds*.

A razão para a necessidade do *bond counsel* vem desde o século XIX. Após a obtenção da autorização legislativa, numerosas entidades governamentais emitiam *bonds* para construir e manter ferrovias. Em várias oportunidades ocorreram *default* destes *bonds*. Para evitar o pagamento de suas obrigações, os emissores desses títulos alegavam que eles haviam sido

ilegalmente emitidos uma vez que os projetos das ferrovias excediam a área geográfica de sua jurisdição, e portanto, o débito era superior ao que seria legal. Como resultado desses calotes, os investidores passaram a rejeitar *municipal bonds* como forma de investimentos. Somente com o surgimento do *bond counsel* é que esta pendência foi resolvida. Hoje, para que um *bond* seja emitido, é exigido uma opinião de um *bond counsel* atestando a sua legalidade.

A Declaração Oficial (*Official Statements*) é o documento preparado para fornecer informações aos possíveis compradores dos títulos. Este documento é oficial e deve conter todas as informações, sem omitir nenhum fato importante que possa influenciar o comprador na compra ou não do título. Existe um guia (*GFOA Disclosure Guidelines for Offerings of State and Local Government Securities*) onde são citadas as exigências que devem ser consideradas na preparação da declaração oficial.

O Número CUSIP (*Committee on Uniform Security Identification Procedures*) é requerido pela regra 34 do MSRB, como um pré-requisito para a emissão de um título. Este número é composto de nove dígitos de identificação, o qual consiste tanto de números quanto de letras, que distinguem, entre outras coisas, o emitente, a taxa de juros⁴⁷ e a data de maturação de cada título. O propósito dessa regra é assegurar uma identificação única na emissão de cada *municipal bond*, diferente de outras emissões, e prover os *dealers* de informações confiáveis, de modo que eles possam passá-las para os seus clientes em acordo com a regra 15 do MSRB⁴⁸. Aproximadamente 1.500.000 (um milhão e quinhentos mil) números CUSIP já foram fornecidos para diferentes emissões, o que dá uma idéia do universo das *municipal securities*.

⁴⁶Tax Reform Act of 1986.

⁴⁷Caso a taxa de juros não esteja disponível na época da solicitação do número CUSIP, ela deverá ser informada tão logo esteja disponível.

⁴⁸A regra 15 do MSRB estabelece que antes do fechamento do negócio com um *municipal security*, o cliente deve receber, por escrito, todas as informações referentes à transação (os termos da transação), tais como a identificação de todas as partes interessadas no negócio, uma descrição do título, a data da transação, prazo de maturação, o preço em dólar, os juros, etc.

Municipal bonds são vendidos no mercado de duas formas: venda competitiva e venda privada (ou negociada). Esse último tipo de venda tem crescido muito ultimamente.

As vendas competitivas são realizadas por grandes emitentes com crédito forte e sujeito ao interesse por parte das instituições financeiras. Leis estaduais e municipais podem requerer que os *G.O. bonds* sejam vendidos exclusivamente através de vendas competitivas. Uma venda pública competitiva começa com a publicação do edital em jornais locais e periódicos financeiros, anunciando o valor da venda, o prazo de maturação, a finalidade da emissão, e outras informações que se julgue necessária. As empresas subscritoras de títulos podem se unir e formar consórcios para oferecer propostas de compra desses títulos. No dia designado, abre-se as propostas e os *bonds* são vendidos para as empresas que submeterem o acordo mais apropriado. Geralmente, o acordo mais apropriado é definido em termos da menor taxa de juros para o emissor. Após a conclusão do negócio, os membros do consórcio vencedor vendem os *bonds* para outras firmas, instituições e para o público em geral.

Nas vendas negociadas, o emitente do título trabalha com um único consórcio de empresas para subscrever os títulos, a uma taxa de juros e preço a serem determinados durante a negociação. Normalmente, esta é a forma de venda dos *revenue bonds*. A escolha do consórcio subscritor normalmente é determinada pelo histórico das relações passadas com os diversos consórcios, ou então, quando for necessário, contrata-se consórcios especializados para negociar determinados tipos de *bonds*. O consórcio responsável pela subscrição dos títulos trabalha junto com o emissor para concluir todas as obrigações anteriores à efetivação da venda. Quando o consórcio finalmente acreditar que tem uma proposta capaz de selar a venda dos *bonds*, ele fará uma oferta final para comprar estes *bonds*, na forma de um contrato de compra de *bonds*. Caso o emissor dos *bonds* concorde, o contrato é assinado e os títulos são

vendidos ao consórcio que em seguida os distribui. A tabela seguinte ilustra a participação relativa de cada tipo no período de 1974 a 1993.

Tabela 6.5 - Formas de venda das novas emissões de *municipal bonds* de longo prazo

Ano	Volume de Novas Emissões (US\$ Bi)	Competitiva %	Negociada %
1980	45.6	42	58
1985	202.4	14	86
1989	121.8	24	76
1990	125.7	24	76
1991	169.5	24	76
1992	231.7	19	81
1993	289.6	19	81
1994	162.1	31	69
1995	156.4	26	74
1996	181.6	26	74

Fonte: Securities Data Company, Newark, NJ, Municipal New Issues Database

6.5. A Reforma Tributária de 1986

O propósito original das *munis* era financiar as necessidades dos Estados e governos locais. Entretanto, as emissões desses *bonds* cresceram bastante, passando inclusive a financiar atividades privadas. Algumas dessas atividades privadas tinham características quasi-governamentais, tais como educação não-lucrativa, empréstimos estudantis, aeroportos, hospitais, etc. O Congresso americano acreditava que o uso excessivo de *bonds* para financiar atividades privadas deveria ser controlado uma vez que a maior parte da renda deles derivada, era isenta de pagar o imposto de renda federal, e portanto, reduzia a arrecadação federal. Além disso, a sua proliferação forçava o aumento das taxas de juros dos outros *bonds*, *tax-exempts*, incluindo-se os *G.O. bonds*. O ato de 1986 impôs certas restrições à emissão de *tax-exempts bonds* com propósitos privados.

De uma maneira geral, os juros das obrigações emitidas por Estados e governos locais sempre foram isentos da cobrança do imposto de renda federal. Porém, mesmo antes da reforma tributária de 1986, já havia os *Industrial Development Bonds* (IDBs), os quais não eram isentos

da cobrança do imposto de renda federal. O propósito principal da reforma de 1986 foi reduzir a quantidade de títulos que eram emitidos para financiar projetos não-governamentais.

A reforma tributária de 1986, portanto, aumentou o universo de *bonds* que deixaram de ser isentos da cobrança do imposto de renda federal, passando a denominá-los “Private Activity Bonds” - PABs (títulos de atividade privada). A reforma definiu duas categorias de *municipal bonds*: os *bonds* de uso governamental e os *bonds* com finalidades privadas.

Municipal bonds de uso governamental financiam gastos tradicionais do governo tais como escolas, construções municipais, sistemas de água, etc. *Municipal bonds* com propósitos privados⁴⁹ são obrigações emitidas pelos Estados ou governos locais para financiar atividades não-governamentais. A taxa de juros desses *bonds* não são *tax-exempt* a não ser que a atividade seja especificada na legislação tributária como isenta do imposto.

O ato de 1986 também estipulou o limite máximo (volume agregado) de emissão de alguns tipos de *bonds* com finalidade privada que podem ser emitido por cada Estado, em cada ano: 150 milhões de dólares ou 50 dólares por habitante (o maior dos dois). Este limite refere-se tanto aos Estados quanto às autoridades locais dentro de um Estado. Os Estados são limitados a 50% do valor permitido, enquanto que para as autoridades locais sobra os outros 50%, a serem divididos proporcionalmente em relação à sua população. A lei ainda prevê, na Seção 501(c)(3), algumas exceções que não estão incluídas neste limite.

⁴⁹ O título é classificado como de finalidade privada quando mais de 10% do valor da emissão é usado para financiar negócios privados ou quando mais de 5% desse valor representa um empréstimo para uma entidade privada. *Municipal bonds* emitidos para financiar aeroportos, empréstimos estudantis e hidroelétricas são, de antemão, classificados como de finalidade privada.

7. O Mercado de Títulos Estaduais e Municipais no Brasil.

Atualmente, o mercado primário de títulos públicos estaduais e municipais no Brasil, por força da Emenda Constitucional n.º 3, de 17.03.1993, e mais recentemente também por força da Resolução do Senado Federal n.º 78, de 01.07.98, restringe-se basicamente à emissão de títulos com o objetivo de renegociar dívida antiga, existindo uma tendência para uma redução drástica no tamanho desse mercado.

Para emitir títulos públicos, Estados e Municípios necessitam de autorização do Senado Federal, devidamente instruída com parecer do Banco Central do Brasil, bem como de autorização legislativa do próprio Estado ou Município interessado na emissão deste título.

Os Estados ou os Municípios interessados em emitir títulos públicos encaminham o pedido de emissão ao Banco Central, que analisa cada caso. O Banco Central envia ao Senado Federal um parecer, conclusivo, recomendando ou não a emissão. No Senado, este parecer é recebido pela Comissão de Assuntos Econômicos (CAE), composta por 27 senadores, a qual aprova ou rejeita o pedido, enviando-o em seguida para a instância decisiva, o plenário.

Os títulos públicos estaduais e municipais são emitidos sob o formato de Letras Financeiras do Tesouro dos Estados ou dos Municípios em questão. Estes títulos possuem rentabilidade idêntica à da Letra Financeira do Tesouro, ou à taxa média ajustada dos financiamentos apurados no SELIC⁵⁰ para títulos federais e outros com as mesmas características, divulgada pelo Banco Central do Brasil, calculada sobre o valor nominal e paga no resgate do título.

⁵⁰ O SELIC (Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) destina-se ao registro de títulos e depósitos interfinanceiros por meio de equipamento eletrônico de teleprocessamento, em contas gráficas abertas em nome do de seus participantes, bem como ao processamento, utilizando-se o mesmo mecanismo, de operações de movimentação, resgates, ofertas públicas e respectivas liquidações financeiras. (Circ 2727 - Banco Central do Brasil).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia brasileira com funções semelhantes às da *Securities and Exchange Commission* (SEC), diferentemente da SEC, não tem nenhuma influência sobre os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal.

De posse da autorização do Senado Federal para emitir os títulos, o Estado ou o Município faz a emissão destes títulos, para em seguida tentar lançá-los no mercado.

A colocação destes títulos no mercado é feita por intermédio de ofertas públicas. Até recentemente, antes da publicação da Resolução n.º 78/98, a negociação era feita no mercado aberto, por intermédio de instituições autorizadas a operar nos mercados financeiro e de capitais. Entretanto, diferentemente da venda de títulos públicos federais, onde o Banco Central recebe proposta de todas as instituições em leilões eletrônicos; na venda de letras financeiras dos Estados e Municípios, faltava transparência aos acordos firmados entre os governos e algumas instituições financeiras no que se refere a deságios e comissões⁵¹. A Resolução n.º 78/98, determinou, no art. 35, que os títulos públicos estaduais e municipais serão negociados exclusivamente por meio de leilões públicos eletrônicos:

Art.35. A venda de títulos da dívida pública por seus emissores será efetuada, obrigatoriamente, em leilões públicos eletrônicos realizados pelo Banco Central do Brasil, ou por entidade auto-reguladora autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

§1º O Banco Central do Brasil baixará normas específicas para regulamentar os procedimentos operacionais dos leilões, de que trata este artigo.

§2º É obrigatória a publicação de edital do leilão a que se refere o caput com antecedência mínima de três dias úteis da data prevista para sua realização.

§3º ...

§4º A recolocação no mercado de títulos da dívida pública dos Estados, do Distrito Federal ou dos Municípios mantidos em suas respectivas tesourarias ou fundos das dívidas será feita, obrigatoriamente, por meio de leilões eletrônicos, na forma definida neste artigo.

⁵¹ Na prática, não existia impedimento para que os editais fossem publicados apenas na véspera de sua venda, inibindo a participação de possíveis interessados, como os fundos de pensão ou de investimento, e desta forma, como o número de interessados diminuía, o deságio que ocorria com a venda do título podia ser maior.

A Resolução n.º 565/79, do Conselho Monetário Nacional (CMN), estabelece um conjunto mínimo de informações a serem divulgadas em jornal de grande circulação ou em publicação especializada de entidade de classe de instituições do mercado. Já a Resolução n.º 1779/90, também do CMN, determina que para que as instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo Banco Central possam admitir os títulos em sua carteira e naquelas relativas aos fundos por elas administrados, os títulos devem ser registrados no SELIC ou no CETIP (Sistema de Registro e de Liquidação Financeira de Títulos), ou em qualquer outro sistema de custódia e de liquidação autorizado pelo Banco Central.

A consequência dos normativos citados é que eles impedem as pessoas físicas ou jurídicas não-financeiras de adquirirem os títulos públicos diretamente do mercado, uma vez que os recursos dessas pessoas não possuem poder liberatório para compra direta e concomitante entrega dos títulos públicos. A consequência desse tipo de venda é que uma grande quantidade de possíveis investidores individuais, que comprariam diretamente no mercado, fica de fora. A título de exemplo, em 1997, cerca de 32% do total de investimentos realizados, no mercado de títulos estaduais e municipais dos EUA, foram feitos por investidores individuais que agiram diretamente no mercado.

No capítulo 4, vimos que, de acordo com a Resolução n.º 78/98 (art.12 §4º), as unidades federadas que tiverem sua dívida mobiliária refinanciada pela União não mais serão autorizadas a emitir novos títulos. Além disso, essa resolução definiu um percentual máximo de refinanciamento de 95% dos títulos da dívida pública dos Estados e Municípios por ocasião de seu vencimento. Vale lembrar que, para os Estados e Municípios que não refinanciarem sua dívida com a União, a única possibilidade de emissão de títulos, pelo menos até o final do ano de 2010, é para o refinanciamento do principal da dívida, devidamente atualizado de suas

obrigações. Assim, enquanto permanecerem as regras atuais, a tendência será uma forte redução na quantidade de títulos públicos estaduais e municipais negociadas no mercado.

À medida em que a União for trocando os títulos da dívida mobiliária dos Estados e Municípios por títulos de sua emissão (em decorrência dos contratos de refinanciamento entre a União e os Estados, objeto da lei n.º 9.496/97), haverá uma redução na quantidade total de títulos públicos estaduais e municipais existentes no mercado, pois a dívida mobiliária dos estados se transformará em dívida contratual com a União, que, por sua vez, emitirá títulos próprios (LFT-A e LFT-B) em favor dos antigos credores dos Estados endividados. A tabela 7.1 mostra o volume (em dinheiro) dos títulos estaduais e municipais ainda não resgatados até o mês de junho de 1998.

Tabela 7.1 - Dívida Mobiliária estadual e municipal⁵²

Período	Total em R\$ milhões	Variação (%)
11/96	50.813	-
12/96	51.721	1,79
01/97	52.621	1,74
02/97	53.496	1,66
03/97	54.365	1,62
04/97	55.270	1,67
05/97	56.136	1,57
06/97	57.012	1,56
07/97	57.917	1,59
08/97	58.813	1,55
09/97	59.733	1,56
10/97	60.690	1,60
11/97	62.509	3,00
12/97	41.319	-33,90
01/98	41.595	0,67
02/98	42.387	1,90
03/98	43.094	1,67
04/98	43.959	2,01
05/98	44.476	1,18
06/98	32.718	-26,44

Fontes: Bacen/Demab e Andima

A título de exemplo, o Estado de São Paulo teve a sua dívida mobiliária, que em novembro de 1997 representava R\$ 22,6 bilhões, reduzida para R\$ 281 milhões em dezembro do mesmo ano. Este saldo remanescente equivale aos títulos que ainda não tinham sido

substituídos por papéis federais. A contrapartida desta redução na dívida mobiliária foi o aumento da dívida contratual desse Estado com a União. Até o mês de junho de 1998, além do Estado de São Paulo, os Estados do Amazonas, Bahia, Ceará, Espírito Santo, Minas Gerais e Sergipe também tiveram sua dívida mobiliária reduzida (ou extinta) em função de sua substituição por dívida contratual, tendo a União como credora.

⁵² Neste total está computado apenas os Municípios do Rio de Janeiro, São Paulo, Campinas, Guarulhos e Osasco. Saldo apurado de acordo com a metodologia do SELIC (preço unitário X quantidade de títulos).

8. Default e a Lei de Falência Municipal dos Estados Unidos

Todo investimento envolve um risco de inadimplência. O comprador de um título privado sabe que há certos riscos provenientes do mercado que podem diminuir o valor de seus investimentos. A competição e o desenvolvimento de bens substitutos por outras empresas podem diminuir a demanda pelos produtos de uma determinada corporação, reduzindo o valor de mercado de seus títulos. A elevação dos custos dos insumos também pode afetar a capacidade da corporação em pagar as suas dívidas.

O comprador de *municipal bonds* está sujeito a outras preocupações. Durante o período segundo o qual os títulos ainda não foram resgatados, podem ocorrer mudanças que coloquem em risco o pagamento das dívidas por parte dos Estados ou dos Municípios devedores. Nessas circunstâncias, os interesses dos credores entram em conflito com os interesses dos habitantes do Estado ou Município: enquanto os credores desejam ter os seus títulos pagos, e portanto farão pressão para reduzir os gastos fiscais; a população da localidade em questão não deseja ter o fornecimento de serviços restringido por falta de verba, e nem tampouco experimentar uma elevação nos seus impostos.

Por outro lado, as evidências mais convincentes que um governo local pode oferecer a seus credores para conseguir financiamento são um histórico de balanços orçamentários equilibrados (de preferência com superávit orçamentário corrente) e a não ocorrência de situações anteriores de *default*. Portanto, não é do interesse do governo local estar em uma situação de *default*.

Embora possa ser do interesse local manter a sua credibilidade com o pagamento das dívidas, os políticos eleitos, sendo representantes de seus eleitores e preocupados em manter a

popularidade tendo em vista futuras eleições, podem considerar como primeira obrigação atender os interesses de seus constituintes.

Se por um lado a possibilidade de os atores políticos tenderem a favorecer os seus constituintes em relação aos proprietários dos títulos públicos exigiria a necessidade de uma proteção para esses proprietários; por outro lado, a função principal dos agentes políticos é fornecer os serviços públicos necessários para o desenvolvimento de seus constituintes. Sendo assim, poderíamos argumentar que a submissão dos interesses dos credores aos interesses dos constituintes é lícita. Entretanto, se não houver nada que garanta os direitos dos credores, estes não se disporão a oferecer empréstimos para os Estados e Municípios, e assim, como eles fariam para financiar os seus projetos? A lei, portanto, deveria neutralizar o favoritismo dos constituintes e balancear a preservação de um acordo que pudesse atender a ambas as partes da melhor maneira possível.

8.1. O *Default*

Segundo BUCHANAN⁵³, *default* é equivalente à arrecadação discriminatória de tributos sobre as pessoas ou entidades, internas e externas, as quais possuem instrumentos de dívida no seu portfólio de investimentos.

Nos Estados Unidos, o primeiro registro de *default* de uma obrigação municipal que se tem notícia é da cidade de *Mobile*, em 1839. Depois disso, vários Municípios e Estados deixaram de pagar as suas dívidas dentro do prazo acordado⁵⁴. Entre 1869 e 1991, houve 7.375 emissões individuais de *bonds* que entraram em *default*, correspondendo a 1.1% das emissões de mais de

⁵³ BUCHANAN, James in *Liberty, Market and State* - pp.205.

⁵⁴ SPIOTO, James E. "The Myth and Reality of Financially Troubled Municipalities: A Ripple or A Tidal Wave" in *14th Annual Institute on Municipal Finance: Coping with an Increasing Regulatory Structure and Avoiding Enforcement*. – Doty, Robert W. – Practising Law Institute, 1996.

um século. Deste total, 77% dos casos ocorreram nas 12 recessões e 4 depressões acontecidas nesse período. Somente 23% dos casos de *default* ocorreram em períodos de economia relativamente normal⁵⁵.

Um *default* pode ocorrer devido a diversos motivos. O *default* dos *bonds* para o desenvolvimento da terra no Estado de Nebraska, por exemplo, ocorreu quando acabou o *boom* da agricultura em meados dos anos 80; o *default* dos *bonds* da Califórnia, em 1992, foi influenciado pela redução dos gastos militares americanos após o fim da guerra fria, que impactou fortemente no declínio da indústria da defesa da Califórnia, a qual contava com 20% dos gastos militares americano.

Os casos usuais de *default*, tanto dos títulos do setor privado quanto de *municipal bonds* são devidos principalmente a:

1. *Condições econômicas* – O *default* pode acontecer em consequência de depressões, recessões e de altas taxas de juros;
2. *Serviços não essenciais* – Financiamentos desenvolvidos em função de serviços para os quais não existe demanda suficiente são frequentemente objetos de futuros *defaults*;
3. *Falhas de projetos* – Quando o financiamento é baseado num mau projeto, existe a possibilidade de ocorrer um futuro *default*;
4. *Fraude* – Quando o excesso de confiança aliado à má fé faz com que as partes envolvidas deixem de apresentar todas as informações relevantes para o financiamento do projeto, e convertam os fundos disponíveis em benefício próprio (em detrimento do objeto do empréstimo), também estamos diante de uma possível situação de *default* no futuro;

⁵⁵ GODFREY & YORK in *The Triple-A Advantage of Insured Municipal Bonds*, pág. 18.

5. *Mau gerenciamento* – O bom gerenciamento é um pressuposto básico para qualquer empreendimento. Nenhum negócio consegue ser bem sucedido sem que haja um gerenciamento adequado;
6. *Recusa de pagamento* – O *default* também pode ser ocasionado em função de uma recusa de pagamento dos débitos. Neste caso, o *default* ocorre em função de uma recusa de pagar, e não pela falta de condições para fazê-lo.

A preocupação que existe hoje com o *default* no mercado de *municipal bonds* americano é diferente da que existia no passado, pois a natureza do risco mudou significativamente. Hoje, o risco de *default* é muito mais devido ao tipo de bond emitido e suas garantias do que em virtude de drásticas mudanças nas condições macroeconômicas. Os *bonds* que tipicamente têm oferecido maiores riscos e menores quantidades de informações são os *bonds* com finalidades privadas de baixos valores, onde o governo não é responsável pelo projeto financiado com a emissão de *bonds*, nem pelo pagamento das obrigações dos títulos.

Tabela 8.1 - Default de *municipal bonds* em função do propósito da sua emissão (1983-1992)

Item	Emissões (US\$ bilhões)	Defaults (US\$ milhões)	%
<i>General Obligation Bond</i>	558,0	1.103	0.2
<i>Revenue Bond por tipo:</i>			
Habitação	167,6	4.572	2.7
Saúde	156,9	2.745	1.7
Energia elétrica	118,6	3.536 ⁵⁶	3.0
Organizações que provêem serviços públicos.	112,0	29	0.3
Transporte	107,6	689	0.6
Educação	101,0	112	0.1
Meio-ambiente	71,6	1.543	2.2
Desenvolvimento industrial	54,0	1.631	3.0
Empresas Públicas	16,1	164	1.0
<i>Emissões sujeitas a impostos</i>	26,6	1.850	7.0
<i>Outras não identificadas</i>	61,3		
Total	1.551,5	17.974	1.2

Fontes: Bond Buyer Yearbook e Bond Investors Association

⁵⁶ Inclui o projeto WPPSS (Washington Public Power Supply System) 4 e 5, cujos bonds foram emitidos para financiar a construção de usinas nucleares, que gerou um *default* de aproximadamente 2.25 bilhões de dólares.

Na tabela 8.1, verificamos que o item habitação multifamiliar foi um dos que apresentou o maior índice de *default* no período de 1983 a 1992. Isso ocorreu principalmente porque, apesar da ocupação quase que completa das habitações, os valores dos aluguéis ficaram abaixo daquele que havia sido planejado.

O indicador mais conhecido que revele a possibilidade de um emissor de *municipal bonds* entrar em *default* é a classificação de risco feita pelas principais agências de "bond rating". Este assunto, já foi tratado no capítulo 6.

Em reação aos casos de *default* dos títulos municipais ocorridos desde o século passado, as legislações estaduais e a federal passaram a estabelecer restrições ao endividamento das municipalidades com o intuito de oferecer maiores garantias a seus credores. Entre estas limitações estavam incluídas:

- Limites de endividamento dos emissores de *municipal bonds* com o intuito de prevenir endividamentos excessivos;
- Definição clara dos direitos dos proprietários dos *municipal bonds* em caso de *default*;
- Necessidade da opinião, antes da venda ser efetuada, de um *bond counsel* sobre a legalidade da emissão dos *bonds*, para evitar que ilegalidades decorrentes da emissão pudessem dar ao emissor dos títulos o direito de repudiar a dívida impunemente;
- Desenvolvimento de agências de crédito;
- Restrições estatutárias ao endividamento para cobrir despesas correntes;
- Etc.

Entretanto, estes limites não se mostraram suficientes para garantir a solvência dos entes endividados.

O direito dos proprietários de *municipal bonds* após o *default* dependia da lei em vigor na jurisdição do emitente. Quando um emissor de *G.O. bonds* falhava no pagamento de suas obrigações, o remédio mais efetivo era impetrar um mandado de segurança contra o coletor de impostos local obrigando-o a arrecadar o valor devido ou então, pagá-lo com os fundos existentes no tesouro. Entretanto, na maioria das jurisdições, a corte entendia que o direito do proprietário de *municipal bonds* de receber o pagamento que lhe é devido estava subordinado ao direito dos habitantes de uma localidade de não serem taxados além de um determinado ponto⁵⁷.

8.2. A Lei de Falência Municipal

Como vimos, o problema da inadimplência é uma questão difícil de ser resolvida. De um lado a lei necessita dar aos credores uma garantia de que eles possam exigir os seus direitos dos tomadores de empréstimos, ou, de outra forma, nenhum prestador estaria disposto a emprestar dinheiro. Isto requer um sistema legal forte o suficiente para obrigar os devedores a separar os recursos necessários para pagar as suas dívidas em vez de gastar os recursos em seu próprio benefício. Por outro lado, nem sempre é possível pagar, e neste caso, é interesse de todos (credores e devedores) encontrar uma solução que amenize as perdas de ambos os lados.

A lei de falência municipal foi o mecanismo encontrado nos EUA para tentar resolver este problema. A questão é que, sem dúvida nenhuma, para resolver o problema dos credores acaba se agravando a situação dos habitantes da localidade em questão. O inverso também é verdadeiro - para resolver a situação dos constituintes, agrava-se o problema dos credores.

⁵⁷ AMDURSKY, Robert S. & GILLETE, Clayton P., in *Municipal Debt Finance Law: Theory and Practice*, págs. 241-243.

Na ausência de uma lei federal, o problema do *default* dos Estados e Municípios sempre foi tratado através da lei estadual e da jurisprudência existente. Durante este período, os Municípios não podiam solicitar a falência, mas freqüentemente deixavam de honrar as suas dívidas. A questão que ficava era o que a justiça poderia fazer para obrigar os Municípios a saudarem suas obrigações financeiras?

Normalmente, os remédios desejados pelos credores de um Município em *default* são:

1. *Confisco da propriedade* – remédio usado no caso de falência privada, onde os credores confiscam as propriedades dos devedores e as vende para fazer frente à dívida. Entretanto, tal solução nunca foi permitida por uma corte americana, que entendia que uma propriedade pública era dedicada ao público e não poderia ser usada de outra forma, se não por autorização legislativa⁵⁸.
2. *Supervisão judicial nos assuntos financeiros do Município* – os credores desejavam que a corte supervisionasse a administração do Município com problemas financeiros. Isto também nunca funcionou uma vez que o judiciário entendia que estaria infringindo o princípio do federalismo e da separação dos poderes, uma vez que a decisão sobre quais gastos seriam apropriados para uma administração municipal não era judicial, sendo a mesma confiada às autoridades municipais. Aliás, esta é uma diferença fundamental entre a falência privada e a falência de um Município: o Município em débito possui liberdade para gastar conforme a sua escolha ou de pagar os seus credores, constituindo-se num incentivo à irresponsabilidade fiscal.

⁵⁸ Segundo AMDURSKY, Robert S. & GILLETE, Clayton P., in *Municipal Debt Finance Law: Theory and Practice*, pág. 249, em alguns casos, as cortes de diferentes Estados mostraram divergências no que diz respeito à classificação de determinadas propriedades ou atividades como governamentais. A Suprema Corte de Ohio decidiu que o sistema de tratamento de água é uma atividade privada, e portanto, sujeita à execução e venda de seus bens. Já a Corte do Estado de Missouri decidiu que o sistema de tratamento de água, de propriedade da cidade e por ela operado, possui propósito público, não estando sujeito a execução. Outras Cortes, entretanto, evitaram entrar na discussão público/privado e simplesmente negaram a execução de qualquer propriedade municipal (ou estadual).

3. *Confisco de propriedade privada* – uma vez que os cidadãos de uma cidade são os beneficiários dos gastos de sua administração, poderíamos pensar que talvez fosse apropriado confiscar a propriedade privada de seus habitantes para pagar o débito do Município. Aliás, este era a regra dominante nos Estados da região da Nova Inglaterra. Entretanto, fora desta região, tal atitude nunca foi aceita, quer por disposição constitucional dos próprios Estados, quer por decisão de suas cortes, que alegavam que a propriedade privada dos habitantes de um Município não podia ser usada para pagar os débitos desse Município, exceto pelo modo da taxação.
4. *Assunção do débito do Município pelo Estado* – não existe nenhum caso no qual o Estado tenha sido responsabilizado pelo débito do Município. Na verdade, este argumento nunca foi usado no sentido de ser uma obrigação do Estado assumir as dívidas dos seus Municípios. Entretanto, os Estados freqüentemente prestam mais auxílio aos Municípios que estejam em dificuldades.
5. *Confisco das rendas futuras do Município em decorrência dos impostos recebidos* – a Suprema Corte Americana decidiu que antes da taxa ser coletada, ela não possui nenhum dos elementos de uma propriedade para que possa ser confiscado para o pagamento de dívidas ou outros processos judiciais.
6. *Imposição de novos impostos* – este é o principal remédio, e o único que não tem paralelo na ordem privada. A capacidade do Município de arrecadar impostos e a disposição da corte em obrigá-lo a exercer tal capacidade para pagar os débitos foi a primeira solução encontrada pelos credores para reaver os seus direitos.

O primeiro estatuto federal de falência municipal (1934 Act) foi derrubado, em 1936, pela corte americana com uma justificativa federalista de que se as obrigações dos Estados e de

suas subdivisões políticas fossem objeto de interferência federal, eles não estariam mais livres para administrar seus próprios assuntos, pois a vontade do Congresso prevaleceria.

Em 1937, o Congresso americano promulgou um novo estatuto, com poucas diferenças do estatuto anterior que havia sido invalidado. Desta vez, a Corte entendeu que o ato não seria uma negativa da soberania do Estado nem dos governos locais, mas uma adição a seus poderes, uma vez que é essência da soberania ser capaz de realizar contratos apoiados no exercício do poder de governar. Assim, o estatuto da falência removeria os obstáculos para o exercício dessa função, promovendo alívio aos devedores que estivessem em situação de insolvência. A Corte argumentou que o único possível obstáculo constitucional estaria no direito de os Estados proibirem os Municípios de obterem a proteção do estatuto da falência. Assim, a soberania dos Estados ficou protegida permitindo-os escolher se os seus Municípios poderiam ou não requerer a falência.

Diversas emendas foram feitas ao capítulo 9 da lei de falência do Código americano para corrigir inconsistências existentes entre a legislação de falência e as legislações municipais. Em 1976, o Congresso americano revisou substancialmente o ato de 1937. A emenda reformadora de 1994 determinou que os Municípios, antes qualificados para requererem a falência apenas com uma autorização geral dos Estados, agora necessitariam ser autorizados por uma lei estadual onde fosse especificamente autorizado para tal por sua capacidade como municipalidade ou pelo nome. Cabe esclarecer que, de acordo com o código, nenhuma autorização feita por parte de um Estado levará à petição involuntária de falência da municipalidade, pois só poderá ser decretada a falência de uma municipalidade se ela própria requerer e o Estado autorizar.

Diferentemente de uma corporação privada, uma cidade falida não pode simplesmente ser dissolvida, seus ativos vendidos e o dinheiro arrecadado ser distribuído entre os credores. Os

Municípios, assim como os Estados, exercem serviços essenciais os quais não podem simplesmente parar.

A teoria exposta no capítulo 9 da lei de falência é que se a carga do serviço da dívida for muito elevada, ela irá afetar os contribuintes da cidade da mesma forma que afetaria um indivíduo endividado: desencoraja as iniciativas e diminui a atividade produtiva. O indivíduo endividado irá parar de trabalhar se todos os seus ganhos forem para o seu credor; da mesma maneira os contribuintes deixarão de pagar os seus impostos se os mesmos forem altos e eles não receberem os benefícios referentes a esses impostos. Em ambos os contextos o espírito da lei é que o devedor se tornará mais produtivo quando conseguir se livrar da carga da dívida. Vale ressaltar que a lei foi formulada com o intuito de promover um ajuste do débito e não uma eliminação do mesmo.

Os credores não podem processar uma municipalidade que esteja protegida pela legislação da falência. Entretanto, não existe um limite de tempo legal para que a municipalidade desenvolva um plano de ajuste, e os credores, por sua vez, não podem propor este plano. Por outro lado, nada impede que o juiz negue o pedido de falência em virtude do excesso de demora na apresentação do plano de ajuste, por entender que o Município não agiu de boa fé.

O capítulo 9 do Código Federal de Falências (Federal Bankruptcy Code) trata do ajuste dos débitos dos Municípios. A lei dita que cabe ao Estado controlar ou não os gastos dos Municípios para um dado exercício. É bom lembrar que o Município americano não possui a mesma autonomia política do Município brasileiro. Assim sendo, nos EUA, existem alguns Estados que restringem a capacidade de endividamento dos Municípios, enquanto outros não o fazem.

A lei federal de falência para municipalidades deixa o controle do Município falido nas mãos do próprio Estado e Município. A estrutura responsável pelas decisões que levaram aos problemas financeiros continua.

O procedimento de falência se inicia com o corpo administrativo do Município preenchendo uma petição à corte de falência, solicitando a declaração de falência do Município. Para isto ocorrer, o Município deve estar insolvente, ou seja, não estar pagando os seus débitos, ou então estar inabilitado para pagar os débitos que estão para vencer. Além disso, o Município tem que demonstrar que possui um plano para ajustar as suas dívidas, tendo obtido o acordo da maioria dos credores, ou, caso isto não seja possível, demonstrar ter agido de boa fé e que o acordo era impraticável.

A lei de falência para os Municípios foi feita com o intuito de ser o último recurso a ser tomado pelas municipalidades com problemas fiscais. Não é a inconveniência do pagamento, mas a sua impossibilidade que deve ser negociada.

Até o ano de 1997, trinta Estados americanos não possuíam autorização específica para que os seus Municípios solicitassem falência; doze Estados⁵⁹ haviam dado autorização específica para que os seus Municípios tivessem o direito de requerer falência; sete Estados⁶⁰ solicitaram expressamente a aprovação prévia das autoridades estatais para que os Municípios pudessem se beneficiar da lei da falência; e, um único Estado, Geórgia⁶¹, proibiu expressamente os seus Municípios de requererem falência.

⁵⁹ Alabama (Ala. Code § 11-81-3), Arizona (Ari. Rev. Stat. Ann. § 35-603), Arkansas (Ark. Code Ann. § 14-74-103), Califórnia (Cal. Gov't. Code § 43739), Colorado (Colo. Rev. Stat. § 32-1-140), Flórida (Fla. Stat. § 218.01), Idaho (Idaho Code § 67-3903), Kentucky (Ky. Rev. Stat. Ann. § 66.400), Montana (Mont. Code Ann. § 7-7-4111), Oklahoma (Okla. Stat. Tit. 62, § 283), Carolina do Sul (SC Code Ann. § 6-1-10) e Texas (Tex. Local Gov't Code Ann. § 140.001).

⁶⁰ Connecticut (Conn. Gen. Stat. Ann. § 7-566), Louisiana (La. Rev. Stat. Ann. § 39-619), Massachusetts (MSA § 5.3188 (222) e MCL § 141.1222), Carolina do Norte (NC Gen. Stat. § 23.48), Nova Jersey (NJ Rev. Stat. § 52:27-40), Ohio (Ohio Rev. Code Ann. § 133.36) e Pensilvânia (Pa. Stat. Ann. Tit. 53, § 11701.261).

⁶¹ Ga. Code Ann. § 36-80-5.

Uma legislação interessante sobre o assunto é a do Estado da Pensilvânia. A lei deste Estado assegura ao mercado que nunca haverá uma decisão prematura, ou um pedido surpresa de falência de uma municipalidade desse Estado⁶². Outros Estados exigem que a municipalidade desenvolva um trabalho junto com uma comissão estadual antes de efetuar o requerimento de falência.

Os principais pontos da legislação de falência são:

- A seção 109 do título 11 (*Bankruptcy*) do Código Americano, que estabelece as condições de elegibilidade para que possa ser requerido a falência dentro do capítulo 9 (*Adjustment of Debts of a Municipality*) daquele título⁶³;
- A seção 903, que protege os direitos dos Estados de controlar as suas divisões políticas e os direitos das municipalidades devedoras de administrar os seus assuntos internos⁶⁴;
- A seção 904, que estabelece que a corte não pode ordenar redução nos gastos, venda de propriedades, renegociação de contratos ou aumento nos impostos⁶⁵; e

⁶² Pa. Stat. Ann. Tit. 53 § 12720.101 *et seq.*

⁶³ § 109. Who may be a debtor: (c) An entity may be a debtor under chapter 9 of this title if and only if such entity - (1) is a municipality; (2) is specifically authorized, in its capacity as a municipality or by name, to be a debtor under such chapter by State law, or by a governmental officer or organization empowered by State law to authorize such entity to be a debtor under such chapter; (3) is insolvent; (4) desires to effect a plan to adjust such debts; and (5)(A) has obtained the agreement of creditors holding at least a majority in amount of the claims of each class that such entity intends to impair under a plan in a case under such chapter; (5)(B) has negotiated in good faith with creditors and has failed to obtain the agreement of creditors holding at least a majority in amount of the claims of each class that such entity intends to impair under a plan in a case under such chapter; (5)(C) is unable to negotiate with creditors because such negotiation is impracticable; or (5)(D) reasonably believes that a creditor may attempt to obtain a transfer that is avoidable under section 547 of this title.

⁶⁴ § 903. Reservation of State power to control municipalities - This chapter does not limit or impair the power of a State to control, by legislation or otherwise, a municipality of or in such State in the exercise of the political or governmental powers of such municipality, including expenditures for such exercise, but - •(1) a State law prescribing a method of composition of indebtedness of such municipality may not bind any creditor that does not consent to such composition; and •(2) a judgment entered under such a law may not bind a creditor that does not consent to such composition.

⁶⁵ § 904. Limitation on jurisdiction and powers of court - Notwithstanding any power of the court, unless the debtor consents or the plan so provides, the court may not, by any stay, order, or decree, in the case or otherwise, interfere with - •(1) any of the political or governmental powers of the debtor; •(2) any of the property or revenues of the debtor; or •(3) the debtor's use or enjoyment of any income-producing property;

- A seção 921, que desobriga a corte de acatar um plano de ajuste da dívida caso entenda que este não esteja de acordo com os interesses dos credores⁶⁶.

A maior solicitação de falência já feita nos Estados Unidos ocorreu em dezembro de 1994 quando o condado de Orange, na Califórnia, um dos mais desenvolvidos dos Estados Unidos, requereu a sua falência.

O problema financeiro do condado de Orange surgiu em função do permanente aumento das despesas e do encolhimento das receitas sofrido pelo condado. A proposição 13 da Constituição do Estado da Califórnia (artigo XIII A), criada em 1978, estabeleceu um teto de 1% para os impostos sobre as propriedades. O primeiro efeito desta lei foi reduzir drasticamente a renda dos governos locais, gerando uma tensão entre aumento de despesas e redução de receitas. O condado de Orange passou a obter uma boa parte de suas receitas através de investimentos arriscados, gerando receitas não oriundas da tributação. Quando estes investimentos deixaram de dar lucro, o condado passou por uma séria crise fiscal, tendo requerido falência em dezembro de 1994.

Tentando evitar novas surpresas desagradáveis, em julho de 1995, a SEC fez uma emenda à regra 15c-2-12. Segundo esta emenda, todas as “pessoas obrigadas”⁶⁷ com *municipal securities* devem permanecer fornecendo informações contínuas ao mercado sobre os eventos que possam influenciar a avaliação desses títulos pelo mercado. Essa regra é importante pois assegura aos investidores que, mesmo depois da emissão dos títulos, eles permanecerão informados sobre as reais condições dos emissores do mesmo.

⁶⁶ § 921. Petition and proceedings relating to petition - (c) After any objection to the petition, the court, after notice and a hearing, may dismiss the petition if the debtor did not file the petition in good faith or if the petition does not meet the requirements of this title.

⁶⁷ O termo “pessoas obrigadas” significa qualquer pessoa, incluindo o emissor de *municipal securities*, que esteja obrigado por contrato ou qualquer outro acordo a efetuar pagamento ou cumprir com as obrigações estabelecidas na venda de *municipal securities*.

9. Conclusão

A questão que se colocou nesta dissertação foi até que ponto, dentro de uma Federação, Estados e Municípios podem ser proibidos, pela Constituição Federal, ou por uma Resolução do Senado Federal, de emitir títulos públicos para o financiamento de obras públicas, ou para investimentos em áreas como saúde e educação. Controles diretos do governo central são mais comuns em governos unitários do que em federações. Tais controles são contrários aos princípios de igualdade e de autonomia, indispensáveis para o estabelecimento de uma verdadeira federação.

Não há nada que atrase mais o desenvolvimento de um país do que a deterioração do seu complexo de infra-estrutura. Boa parte da infra-estrutura pública tradicional americana foi construída com recursos provenientes da venda de *municipal bonds*. Para se ter uma idéia, segundo ANDURSKY & GILLETE, mais de 95% dos recursos obtidos com a venda de títulos municipais emitidos em 1970 foram usados para financiar infra-estrutura pública tradicional.

Para que o Brasil possa ter um crescimento rápido e sustentável, devemos dar uma atenção especial para o financiamento de obras de infra-estrutura que promovam a redução do Custo Brasil. Por outro lado, não podemos esquecer que a carga tributária brasileira, atualmente em torno de 30% do PIB, já é bastante alta, se comparada com países do mesmo nível de desenvolvimento. Uma tentativa de elevação da carga tributária (para fazer face aos custos de uma infra-estrutura adequada) certamente esbarraria em uma forte oposição dos contribuintes. Dessa forma, é necessário encontrar uma forma alternativa de financiamento.

Feitas estas considerações, um modelo de financiamento inspirado no mercado de *municipal bonds* americano parece bastante razoável para uma Federação. Títulos do tipo

revenue bonds mostram-se apropriados uma vez que transferem o risco de um projeto não dar certo para o próprio mercado, e dessa forma, não sobrecarregam as finanças públicas.

Entretanto, no Brasil, ainda não existem as condições ideais para o crescimento do mercado de títulos públicos estaduais e municipais. Refiro-me às condições, propostas por Lane, para o estabelecimento da “Disciplina de Mercado”, em especial aquelas que tratam das informações disponíveis sobre a real situação financeira dos tomadores de empréstimos e da necessidade de inexistência de socorro financeiro em caso de *default*. Além disso, a instabilidade macroeconômica que vigorou no Brasil por um longo período de tempo tornou os empréstimos de longo-prazo extremamente caros e arriscados. Para se ter uma idéia, a taxa de juros real paga pelos títulos públicos estaduais e municipais foi 16,1% em 1997 e 16,5% em 1996⁶⁸.

Talvez, em função desse conjunto de fatores, e dos abusos cometidos no passado pelos governos estaduais e municipais, o Senado Federal tenha editado, em 01.07.98, a Resolução n.º 78/98. Esta Resolução trará uma grande rigidez ao mercado de títulos públicos estaduais e municipais, pois apenas os Estados do Tocantins, do Amapá e o Distrito Federal, além dos Municípios que ainda não tiveram sua dívida mobiliária refinanciada pela União, ainda poderão emitir títulos públicos, e mesmo assim, somente a partir de 1º de janeiro de 2011.

Por outro lado, não podemos ficar eternamente presos na armadilha de que não dá para incentivar esse mercado porque não tem regulamentação adequada, e portanto, devemos proibir para sempre. Precisamos, urgentemente, encontrar soluções para este problema, de maneira a estabelecer as condições para a existência de um mercado de títulos estaduais e municipais sustentável. Evidentemente, não podemos esquecer de impor restrições para coibir os excessos.

⁶⁸ Para chegar nestes números, divide-se a taxa selic, que remunera as LFT-E (Letras Financeiras dos Tesouros Estaduais), pelo IGP-DI, que reflete o índice de inflação (correção monetária). Em 1996, a taxa selic foi 27,41% e o IGP-DI foi 9,33%. Em 1997, a taxa SELIC foi 24,79% e o IGP-DI foi 7,48%.

Um bom começo seria a criação, no Brasil, de agências regulamentadora e fiscalizadora do mercado de títulos públicos (a exemplo do MSRB e da SEC) e o desenvolvimento de agências classificadoras de risco. Sugerimos ainda a obrigatoriedade da publicação periódica do balancete e do balanço patrimonial de Estados e Municípios emissores de títulos públicos.

A melhora da situação fiscal dos Estados e Municípios também é fundamental. A Reforma Administrativa e o processo de estabilização da economia, quando conjugado com taxa de juros mais baixas e com o recente refinanciamento, pela União, da dívida pública mobiliária dos Estados, já representarão um ponto de partida inicial para o estabelecimento de um equilíbrio nas contas dos Estados e Municípios, e conseqüentemente, para a melhora da qualidade do crédito.

Entretanto, daqui para a frente, intervenções como a desse refinanciamento deveriam ficar proibidas por lei, de preferência de nível constitucional, para que o mercado não acreditasse mais num novo socorro financeiro do governo federal⁶⁹. Essa prática traz dois graves prejuízos: primeiro, incentiva a desordem fiscal dos Estados, premiando aqueles que tiveram um mal comportamento fiscal em detrimento dos bem comportados; segundo, elimina a análise de risco feita pelo mercado. Uma lei ordinária talvez não fosse eficaz, pois o mercado poderia não achá-la suficientemente convincente, em virtude do baixo *quorum* que ela exigiria para ser modificada.

Finalmente, é importante ressaltar a importância de uma legislação que disponha sobre a falência de Estados e Municípios. No Brasil, não existe a figura da falência dos Estados ou dos Municípios. A legislação de falência norte-americana representa um avanço ao *status quo* na medida em que obriga o Município falido (para que este evite ações judiciais contra si) a negociar, com os seus credores, uma solução que diminua as perdas de ambas as partes, tendo o poder judiciário como mediador.

⁶⁹ Desde 1989, este é o terceiro processo de renegociação da dívida dos Estados. O primeiro foi em 1989, com a lei 7.986/89, que tratava da federalização da dívida estadual externa; o segundo foi em 1993, com a lei 8.727/93, que estabelecia as diretrizes para a consolidação da dívida dos Estados junto a intermediários financeiros federais.

Bibliografia.

- ABRÚCIO, Fernando L. (relator). Descentralização - pacto federativo. *Cadernos Enap*. Brasília (1), dez. 1994.
- AFFONSO, Rui de Britto Álvares - "A Federação no Brasil: Impasses e Perspectivas". In: AFFONSO, Rui de Britto Álvares & SILVA, Pedro Luiz Barros - *A Federação em Perspectiva: Ensaio Selecionados*. São Paulo: FUNDAP, 1995.
- ANDURSKY, Robert S. & GILLETE, Clayton P. - *Municipal Debt Finance Law: Theory and Practise*. Little Brown & Co; Boston, 1992.
- ANTON, Thomas J. - *American Federalism and Public Policy: How the System Works*. Temple University Press, Philadelphia, 1988.
- ARTHUR ANDERSON & Co. - *Tax Reform Act 1986: Analysis and Planning*. Matthew Bender Publications: 1986.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL - *Manual de Títulos e Valores Mobiliários - Brasília*, 1997.
- BOBBIO, Norberto; MATTEUCI, Nicola & PASQUINO, Gianfranco; tradução Carmem C. Varriale [et al] - *Dicionário de Política*. 8ª ed. Brasília/DF; Editora Universidade de Brasília, 1995.
- BUCHANAN, J.M. & TULLOCK, G. - *The Calculus of the Consent*. Ann Arbor, The University of Michigan Press, 1962.
- BUCHANAN, James M. - *Constitutional Restrictions on the Power of Government*. The American College, 1981.
- _____. - *Liberty, Market and State*. New York, New York University Press, 1986.
- _____. - *The Economics and the Ethics of Constitutional Order*. Ann Arbor, University of Michigan Press, 1991.
- _____. - *Ethics and Economics Progress* - s.l., 1994.
- CRUZ, Ari P. da. *O Endividamento Estadual e Municipal: Aspectos Institucionais*. Brasília: 1993.
- Constituição da República Federativa do Brasil.
- Constituição dos Estados Unidos da América.

- DOTY, Robert W. - *14th Annual Institute on Municipal Finance: Coping with an Increasing Regulatory Structure and Avoiding Enforcement*. Practising Law Institute, 1996.
- DOTY, Robert W. - *15th Annual Institute on Municipal Finance: How to Comply with Increasing Market Regulation, Litigation and Enforcement*. Practising Law Institute, 1997.
- FISHER, Ronald C. - *State and Local Public Finance* - 2nd edition. Irwing, 1996.
- GODFREY, Robert R. & YORK, Diana L. - *Higher Bond Yields: The Triple-A Advantage of Insured Municipal Bonds*. Irwin Professional Publishing, 1994.
- GRAMLICH, Edward M. - "The New York City Fiscal Crisis: What Happened and What is to be done" in *The American Economic Review*, vol. 66 n° 2 - Maio/1976.
- GRAY, Gary & CUSATIS, Patrick. - *Municipal Derivative Securities: Uses and Valuation*. Irwin Professional Publishing, New York: 1995.
- GRODIN, Joseph, R. MASSEY, Calvin R. & CUNNINGHAM, Richard B. - *The California State Constitution: A Reference Guide*. Greenwood Press, 1993.
- HEAP, Shaun Hargreaves; HOLLIS, Martin; LYONS, Bruce; SUGDEN, Robert & WEALE, Albert. *The Theory of Choice: A Critical Guide*. Blackwell Publishers, USA: 1992.
- HEIDE, Susan C.; Klein, Robert A. & Lederman, Jess. *The Handbook of Municipal Bonds*. Probus Publishing, 1994.
- HEINS, A. James; *Constitutional Restrictions Against State Debt*. The University of Wisconsin Press - Madison, 1963.
- LAMB, Robert; LEIGLAND, James & RAPPAPORT, Stephen. - *The Handbook of Municipal Bonds and Public Finance*. New York Institute of Finance, 1993.
- LANDRES, Jonathan M. - *Municipal Bankruptcies: How to Handle a Chapter 9 from Start to Finish*. Paractiing Law Insitute, 1995.
- LANE, Timothy D. - *Market Discipline*. IMF Working Paper. International Monetary Fund, 1992.
- LIMONGI, Fernando P. "O Federalista: remédios republicanos para males republicanos". In WEFFORT, Francisco C. *Os Clássicos da Política* - Vol.1. São Paulo, Ed. Ática, 1995.

- MUNICIPAL SECURITIES RULEMAKING BOARD. *MSRB Manual - Official Publication of The Municipal Securities Rulemaking Board*. Chicago, abril/1997.
- NIXON, HARGRAVE, DEVANS & DOYLE ATTORNEYS AND COUNSELORS AT LAW. *The Tax Reform Act of 1986*. s.l., s.d.
- OSTROM, Vicent - *The meaning of American Federalism: Constituting a self-governing society*. San Francisco, ICS Press, 1991.
- PEPPE, Atílio Machado [et al] - "Reflexões sobre a Federação brasileira". In *Revista de Administração Pública*, JUL/AGO 1997.
- PETERSEN, John E. - *Tax-Exempts and Tax Reform: Assessing the Consequences of the Tax Reform Act of 1986 for the Municipal Securities Market*. Washington, DC: Government Finance Officers Assoc.: 1987.
- PETERSEN, Paul E. - *The Price of Federalism* - The Brookings Institution, Washington D.C., 1995.
- RASMUSEN, Eric. *Games and Information: An introduction to Game Theory* - 2nd edition; Blackwell Publishers, Cambridge & Oxford: 1994.
- REZENDE, F. "Federalismo Fiscal no Brasil". *Revista de Economia Política*, 59, 1995.
- _____. "O Financiamento das Políticas Públicas: Problemas Atuais". In: AFFONSO, Rui de Britto Álvares & SILVA, Pedro Luiz Barros - *A Federação em Perspectiva: Ensaio Selecionados*. São Paulo: FUNDAP, 1995.
- RIVLIN, Alice M. - *Reviving The American Dream*. The Bookings Institution, Washington-D.C., 1992.
- SILVA, Marcos Fernandes Gonçalves da - *A Moral da Dívida Pública*. Texto para Discussão n.º 57 do Departamento de Economia da Fundação Getúlio Vargas/SP, 1996.
- _____. - "Fronteiras da Nova Economia Institucional". *Relatório de pesquisa 05/96*, Núcleo de Pesquisas e Publicações da fundação Getúlio Vargas - EAESP/FGV-SP, 1996.
- _____. - "Políticas de Governo e Planejamento Estratégico como Problemas de Escolha Pública - I" in *Revista de Administração de Empresas* - p. 32-41, São Paulo, Jul/Ago/Set1996.

- SHARP, Elaine B. - "The Politics and Economics of the New City Debt" in *American Political Science Review*, vol. 80, 1986.
- STEPAN, Alfred. "Toward a New Comparative Analysis of Democracy and Federalism" - *First Draft of Background paper for the conference on Democracy and Federalism* - Oxford University, June, 1997.
- WAGNER, Richard E. - "Optimality in Local Debt Limitations" in *National Tax Journal*, Vol. XXIII, n.º 3, September/1970.
- ZIPF, Robert - *How Municipal Bonds Works*. s.l. Prentice Hall, 1995.