

# A Financeirização do Rioprevidência

Helena Marroig Barreto

## **0 – Introdução**

O objetivo deste trabalho é apresentar e debater alguns achados recentes sobre o sistema previdenciário dos servidores do estado do Rio de Janeiro, o Rioprevidência, que vem sendo alvo de investigações dos órgãos de controle no estado e de uma Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) em curso na Assembleia Legislativa. A autarquia tem enfrentado graves problemas financeiros nos últimos anos, tendo sido o centro dos e defendemos aqui que esse quadro ocorre em função de um processo de financeirização da previdência do estado.

Para avançar neste entendimento, fazemos nas duas primeiras sessões uma revisão da estrutura previdenciária da autarquia e sua gestão recente. Entendemos que esse fundo previdenciário se insere em um modelo que contém dificuldades estruturais de financiamento que se agravam por uma gestão temerária de recursos. Este processo tem induzido um falso déficit previdenciário, o que estimula a financeirização do sistema.

Quanto a isso, na sessão 3, abordamos mudanças recentes na estrutura previdenciária, reformada para avançar com um modelo de capitalização. Na sessão 4, retomamos uma análise de gestão de recursos para abordar a Operação Delaware, que criou dentro do Rioprevidência uma estrutura de emissão de títulos para financiar a previdência do estado, com graves consequências financeiras. Abordamos o histórico da operação, seus impactos e uma discussão sobre seu enquadramento legal.

Na sessão 5 apresentamos algumas conclusões sobre o processo, com alguns apontamentos sobre como o processo exposto revela um avanço inexorável da financeirização da previdência e do orçamento do estado.

## **1 - Os Regimes Próprios e desequilíbrio de origem**

Antes de adentrarmos no estudo de caso do Rioprevidência, é importante fazermos uma breve retomada do escopo em que esse fundo previdenciário se insere, ou seja, das regras constitucionais que determinam a previdência dos servidores públicos, e de como essas regras foram sendo modificadas com o tempo.

O Rioprevidência é criado em 1999, nos marcos de uma reforma da previdência a nível nacional, através da EC nº 20/1998, aprovada pelo governo Fernando Henrique Cardoso (FHC). A Constituição de 1988 havia determinado dois tipos de regras previdenciárias, uma para os trabalhadores do setor privado, inseridos no Regime Geral (RGPS), e outra para os servidores públicos, com formas diferenciadas de financiamento.

Enquanto a previdência dos trabalhadores do setor privado tinha um caráter contributivo, em quase toda sua totalidade, para os servidores públicos civis<sup>1</sup>, foi considerada um direito do trabalho, sendo concedido em função do tempo de serviço ou idade, com direito a integralidade e paridade. O pagamento das aposentadorias era uma obrigação do Estado, inserida na administração pública, não sendo exigida nenhuma contribuição explícita para isso. Os aposentados deveriam ser remunerados da mesma maneira que os servidores ativos, compondo a folha de pagamentos do estado. Esse sistema é chamado por alguns autores de regime administrativo (SALDANHA, 2014). No entanto, reformas posteriores na CF88 modificaram o caráter da previdência dos servidores públicos.

A primeira grande reforma da previdência foi aprovada pelo governo FHC, moldada nas negociações com o Banco Mundial e o FMI ao final dos anos 1990. A diretriz dos órgãos multilaterais era impor um maior controle fiscal sobre as finanças públicas, limitando o gasto e o endividamento, em uma lógica macroeconômica de austeridade em acordo com o consenso neoliberal (SALDANHA, 2014). É dessas negociações também que saíram a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Federal Nº 101/2000) e o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados (Lei Federal Nº 9.496/97), marcos importantes para entender a dinâmica das finanças estaduais hoje.

Na esfera previdenciária, a reforma foi pensada inspirada no relatório “Evitando a Crise da Velhice”, do Banco Mundial de 1994. Assim, através da citada Emenda Constitucional 20/1998, o direito a aposentadoria para os servidores deixou de ser concedido por tempo de trabalho, e passou a depender do tempo de contribuição. Também, a EC 20/98 obrigou que o regime dos servidores – os chamados Regimes Próprios de Previdência Social (RPPSs), apresentasse equilíbrio financeiro e atuarial<sup>2</sup>.

Essas mudanças alteraram a forma de financiamento dos regimes próprios, que passaram a funcionar na prática como regimes de repartição. Ou seja, as contribuições de servidores na ativa

---

<sup>1</sup> As regras de aposentadoria para os servidores militares foi remetida a lei ordinária

<sup>2</sup> O cálculo atuarial é uma projeção que busca estimar as receitas e despesas da previdência ao longo do tempo (projeções de 40 anos), apontando assim se a mesma está em um caminho para o equilíbrio contábil.

eram usadas correntemente para pagar os benefícios devidos no exercício. Isso não era suficiente, uma das razões sendo a existência de uma grande quantidade de servidores aposentados e de pensionistas em relação à quantidade de servidores ativos. A contribuição que estes servidores inativos já haviam realizado, explicitamente ou não, jamais foi repassada ao fundo. Assim, os Regimes Próprios surgem com um **desequilíbrio de origem**.

Quanto a isso, importante destacar também que as normativas previdenciárias infraconstitucionais tentavam enquadrar os Regimes Próprios como sistemas previdenciários de capitalização. Sobre isso, importante observar as Portarias MPAS nº 4.992/1999, revogada pela Portaria MPS nº 402/2008 e Portaria MPS nº 403/2008, revogada pela Portaria MF nº 464/2018. Em regimes de capitalização, trabalhadores contribuem para uma poupança, que será aplicada financeiramente para render. Os benefícios previdenciários serão pagos com o resultado dessas aplicações, podendo inclusive haver perdas. Rompe-se com a lógica solidária inter-geracional e o risco sistêmico é transferido para os trabalhadores, com a previdência sendo inserida numa lógica financeira e dependendo do bom funcionamento dos mercados especulativos.

A implementação de um regime capitalizado impunha um elevado custo de transição<sup>3</sup>, que não poderia ser arcado por nenhum estado. Afinal, para esta mudança, o governo deveria arcar com o pagamento dos proventos dos servidores no sistema anterior, que não acumularam, enquanto também recolhe recursos para construir a poupança no novo sistema. No Rio de Janeiro, no ano de criação do Rioprevidência já se calculava um déficit atuarial de 15 bilhões<sup>4</sup>, (Contas de Governo 1999, processo nº 103.499-9/00, folha 678), o que dá a dimensão dos aportes que deveriam ser feitos. Assim, os Regimes Próprios funcionaram de fato como sistemas de repartição. Por outro lado, nas suas leis de criação, se previam formas de capitalizar o fundo a fim de garantir um equilíbrio atuarial para o mesmo.

As opções previstas nas normativas seriam de integralizar o valor atuarial calculado – aportar os 15 bilhões em um único exercício, uma opção inviável; dividir este valor ao longo de 35 anos; ou criar outras fontes de receita para o sistema previdenciário. A última opção foi adotada no Rio de Janeiro. A seguir, detalhamos o processo de gestão de ativos do fundo e sua relação com o desequilíbrio do Rioprevidência.

---

<sup>3</sup> O custo de transição para um sistema capitalizado existe já que o estado deve seguir pagando as aposentadorias dos trabalhadores no regime antigo com seus próprios recursos, enquanto utiliza os recursos dos trabalhadores do novo sistema, e por vezes, seus próprios recursos, para criar uma poupança no novo regime.

<sup>4</sup> Esse valor ainda não inclui o impacto do pagamento de pensões, que só são incorporadas ao Rioprevidência em 2007.

## 2 - Gestão dos recursos previdenciários e indução do desequilíbrio

Conforme apontamos, o Rioprevidência foi criado com um **desequilíbrio de origem**, o que gerava dificuldades de pagamento já em sua criação. A isso se somava a falta de previsões legais de receitas, que foram sendo vinculadas ao fundo ao longo dos seus primeiros anos de operação. Por exemplo, no Rio a contribuição patronal devida ao Rioprevidência só foi regulamentada em 2004, quando o governo passou a aportar 11% sobre o salário dos servidores ativos. Apenas em 2006 passa a pagar o dobro da contribuição dos servidores, 22%.

### Alíquotas de contribuições para o Rioprevidência

	Contribuição previdenciária dos servidores	Contribuição patronal
1999	11%	-
2004	11%	11%
2006	11%	22%
2017	14%	22% (referente aos novos servidores)
		28% (referente aos servidores antigos)

Foram sendo definidas receitas para o Rioprevidência, que deveriam garantir uma segurança financeira para o fundo. Assim, foram aportados recursos como imóveis, créditos da dívida ativa, créditos de ICMS parcelado, e o mais importante, os royalties e participações especiais de petróleo (Processo nº 109.230-6/2015, fl. 24). Com isso, até 2012, a situação do Rioprevidência era estável, com eventuais déficits cobertos com as reservas acumuladas pela própria autarquia, graças às receitas vinculadas.

No entanto, o Rioprevidência nunca conseguiu formar uma reserva sólida que pudesse, em momentos de crise e de queda de arrecadação, ficar protegida de oscilações. Isso porque o governo, especialmente a partir dos governos Cabral e Pezão, executou uma política de retirada de recursos da autarquia, usando os recursos previdenciários dos servidores para garantir sua solvência. Nas palavras do Tribunal de Contas:

*“Não obstante, observou-se que, na medida em que o fundo apresentava algum resultado financeiro positivo, o produto do superávit financeiro era revertido para o tesouro estadual – por ocasiões em que o governo retirava diretamente recursos do fundo ou deixava de aportar receitas legalmente vinculadas ao seu patrimônio – na contramão da busca pelo equilíbrio financeiro e atuarial do RPPS.”* (Processo nº 109.230-6/2015, folha 25)

Foi um **processo de descapitalização do Rioprevidência** que induziu um desequilíbrio. Parte das receitas do Rioprevidência foi retirada através de dispositivos legais, decretos e normativas que desvincularam esses recursos, sem no entanto realizar nenhum estudo sobre seus impactos. Outras receitas, por sua vez, simplesmente deixaram de ser repassadas em desacordo com a legislação. O TCE-RJ estima que entre 2005 e 2015 **foram desviadas receitas do fundo que superam 17 bilhões de reais**, em termos nominais, como detalha a tabela abaixo.

Tabela 17 - Medidas que impactaram o fluxo de receita do fundo até 2015

	R\$ 1,00
<b>Dívidas:</b>	<b>2005 a 2015</b>
Não repasse da totalidade dos créditos de dívida ativa	3.715.933.347
Antecipação do fluxo dos Certificados Financeiros do Tesouro	5.181.027.255
Não repasse dos créditos tributários parcelados	1.740.903.825
<b>Total das dívidas:</b>	<b>10.637.864.427</b>
<b>Descapitalizações:</b>	<b>2005 a 2015</b>
Transferência de 13% dos royalties do petróleo para pagamento da dívida	3.338.024.370
Transferência de R\$ 450 milhões ao Tesouro em troca de um terreno	450.000.000
Deduções da receita para pagamento das cessões de royalties de 2014	2.937.981.639
Descumprimento do contrato de antecipação de royalties e participações especiais	111.027.551
Securitização da receita do Fundes	18.392.151
<b>Total das descapitalizações:</b>	<b>6.855.425.711</b>

Fonte: Processo nº 109.230-6/2015, fl. 69

Enquanto deixava de repassar as receitas vinculadas para o Rioprevidência, o estado também parou de realizar transferências livres para o fundo. Assim, entre 2009 e 2014, o Tesouro não

realizou nenhum aporte direto na previdência. Isso reforça a tese de que o estado induziu uma fragilidade financeira na previdência para alargar seu orçamento.

Essa descapitalização agravou o desequilíbrio de origem que existia no sistema e colocou em cheque o próprio sistema de repartição Assim, enquanto sobravam recursos na previdência, o governo retirava. No entanto, quando a situação começa a se reverter e se anuncia uma necessidade do Tesouro voltar a aportar recursos ou vincular novas receitas para a autarquia, a opção do estado foi empurrar para o sistema previdenciário a responsabilidade de fechar suas contas.

É importante destacar este ponto. A insuficiência estrutural de ativos dos Regimes Próprios de Previdência, reforçada por uma gestão temerária, serviu como base para declarar o Rioprevidência insustentável. Mas na narrativa do governo, ao invés de rever esses problemas crônicos e de origem, a culpa recaiu sobre os supostos privilégios dos servidores que resultariam em um excesso de gastos. Assim, o governo se valeu deste quadro financeiro frágil para advogar reformas e uma reorganização da estrutura previdenciária que onerou os servidores e entregou o Rioprevidência para uma lógica financeirizada.

### **3 - A reforma de 2012**

Como dito, o desequilíbrio financeiro construído no Rioprevidência foi base para que o governo buscasse reformar o sistema. O déficit atuarial persistia, pelos problemas estruturais da criação do Rioprevidência e pela queda de ativos, com o processo de descapitalização e retirada de receitas da autarquia. Ao invés de tentar recuperar ou compensar essas receitas, o governo articulou em 2012 propostas de reforma que alteravam as bases do próprio sistema previdenciário, iniciando uma **transição para um regime de capitalização**.

Com a Lei Nº 6243/2012, foi estabelecido um teto previdenciário e criada a previdência complementar do estado, o RJPrev, de gestão privada. E com a Lei Nº 6338/2012, foi realizada a segregação de massas no Rioprevidência. Este processo separou os servidores do Rioprevidência em dois fundos, cada um atendendo a uma lógica de previdência.

Os novos servidores, que entrassem no serviço público após setembro de 2013, ingressariam no chamado Plano Previdenciário. Este plano funcionaria no regime de capitalização, mas com contribuição definida e com um fundo coletivo, ou seja, a contribuição dos servidores, somada a patronal, deveria ser poupada e direcionada para aplicações financeiras, e deveriam render para

garantir a aposentadoria futura desses servidores. O valor destas aposentadorias ainda é garantido pelo estado. Hoje já se acumula 1,3 bilhões nesses fundos de aplicação.

Os valores de proventos que superam o teto do INSS<sup>5</sup> seriam a partir de então garantidos por uma previdência complementar, a RJPrev. Esta expressa um avanço ainda maior da privatização do sistema, já que funciona em um sistema de capitalização com benefício definido.

Por outro lado, os servidores antigos, contratados até setembro de 2013, ficaram no chamado Plano Financeiro, que funcionaria no sistema de repartição. Mas como não entram novos servidores<sup>6</sup> neste plano, a tendência é haver cada vez menos recursos para pagar as aposentadorias, tornando um déficit inevitável. Por conta disso, as leis que regulamentavam este processo obrigavam que o estado fosse responsável por cobrir qualquer insuficiência financeira nesta massa. Qualquer déficit deveria ser bancado pelo estado, como prevê o Artigo 15º da Lei Estadual Nº 6338/2012 ou a portaria do Ministério da Previdência que regulamentava o Processo, Portaria MPS 403/08.

Essas transformações comprometeram de maneira severa a previdência do estado, pondo em cheque o próprio sistema de repartição, e retirando direito dos servidores. Abriu espaço para um avanço de uma lógica financeirizada dentro da previdência, com os recursos previdenciários dependendo de aplicações financeiras, incorporando elevados riscos no sistema.

Além disso, ao criar uma previdência capitalizada e com um teto, se impôs um grave custo de transição para o estado do Rio de Janeiro, que deveria seguir bancando os proventos do fundo financeiro, enquanto novos servidores somente contribuiriam para uma poupança a ser aplicada financeiramente. Não à toa, a segregação de massas não resolveu os problemas da previdência no Rio de Janeiro. A partir da reforma, o Rioprevidência apresentou sucessivos déficits financeiros, e o déficit atuarial explodiu, passando de R\$36,4 bilhões em 2012 para R\$116,3 bilhões em 2014.

#### **4 - A operação Delaware**

Mesmo com a reforma de 2012, o governo continuava a buscar formas de encarar o crescente desequilíbrio financeiro na previdência, especialmente no fundo financeiro, sem reverter a política de retirada de recursos. Assim, paralela à reforma de 2012, já se vinha desenhando no

---

<sup>5</sup> Hoje o teto da previdência dos trabalhadores do setor privado, o INSS, é de R\$ 5.839,45.

<sup>6</sup> Na realidade, apenas servidores estaduais miliares seguiram neste plano.

âmbito do Rioprevidência um Programa de Ajuste de Liquidez (PAL), em que a autarquia deveria equacionar seu desequilíbrio sem onerar o Tesouro. Para isso, era previsto que o Rioprevidência realizasse antecipações de uma das suas principais receitas, os royalties e participações especiais do petróleo<sup>7</sup>. É importante compreendermos a fundo essas operações, e seus impactos sobre a previdência do estado.

## **4.1 – Histórico da operação**

A seguir destacamos a montagem e evolução da Operação Delaware.

### **4.1.1 - Antecipação em 2013**

A operação de antecipação de royalties de petróleo foi planejada e organizada desde 2011, como confirmam as atas do Conselho Administrativo do Rioprevidência (CONAD) e no Parecer de 2011 da Procuradoria Geral do Estado (Parecer no Processo n.E-01/319323/2011). Mas dificuldades legais e operacionais atrasaram sua execução. Desejava-se desde o início realizar uma securitização no mercado internacional, mas havia entraves legais para a operação inédita no país. Em 2013, com dificuldades de encerrar o ano com equilíbrio de contas, o governo acelerou as negociações e realizou a antecipação num modelo mais simples, como uma venda de ativo com bancos nacionais.

Primeiro, foi realizada uma antecipação com a Caixa Econômica Federal (CEF) de R\$ 2 bilhões de reais, e em seguida, com o Banco do Brasil (BB), de R\$ 1 bilhão de reais, totalizando antecipações de R\$ 3,3 bilhões no ano.

Por tal antecipação, o estado, através do Rioprevidência, deveria pagar um fluxo pré-acordado de royalties que somava 5,8 bilhões até 2025, já abrindo mão de R\$ 738 milhões no ano seguinte. As taxas de juros implícita nesta operação eram de 14,57% e 13,75%, respectivamente, com um agregado 14,19%. Esse custo alto da operação se devia, entre outros fatores, a uma elevada taxa Selic da época (em torno de 11%).

---

<sup>7</sup> Para fins de simplificação, de aqui em diante, quando nos referirmos a royalties, trataremos de royalties e participações especiais, as duas compensações financeiras auferidas na produção de petróleo.



**Tabela 1 – Fluxo de caixa operações de cessão no mercado interno (R\$)**

<b>Ano</b>	<b>BB</b>	<b>Caixa</b>	<b>Agregado</b>
2013	1.000.000.000	2.300.000.000	3.300.000.000
2014	0	-738.608.194	-738.608.194
2015	0	-738.608.194	-738.608.194
2016	-257.336.600	-738.608.194	-995.944.794
2017	-257.336.600	-738.608.194	-995.944.794
2018	-257.336.600	-260.581.808	-517.918.409
2019	-257.336.600	-	-257.336.600
2020	-257.336.600	-	-257.336.600
2021	-257.336.600	-	-257.336.600
2022	-257.336.600	-	-257.336.600
2023	-257.336.600	-	-257.336.600
2024	-257.336.600	-	-257.336.600
2025	-257.336.600	-	-257.336.600
<b>TIR</b>	<b>14,57%</b>	<b>13,75%</b>	<b>14,19%</b>

Fonte: Contrato de Cessão BB; Contrato de Cessão CEF.

Fonte: Processo Nº 108.168-2/16, fl. 95.

Essa antecipação permitiu que o fundo encerrasse o exercício de 2013 com o caixa equilibrado, mas já impunha severos pagamentos futuros, ou seja, postergava e agravava os problemas financeiros no Rioprevidência.

#### **4.1.2 - Antecipação em 2014: Inaugurada a Operação Delaware**

Em 2014, novamente as receitas do Rioprevidência seriam insuficientes frente às despesas do fundo, e o estado não previa nenhum aporte. Assim, outra antecipação começou a ser desenhada, dessa vez nos moldes originalmente previstos, uma securitização em mercado externo. Foram feitas neste ano emissões que arrecadaram valores líquidos para o Rioprevidência de R\$ 5,14 bilhões.

Para realizar essa operação no volume requerido, foi necessário montar uma complexa estrutura jurídica financeira. Para que a operação tivesse um nível de risco atrativo no mercado financeiro, os investidores requeriam a maior prioridade possível nos pagamentos. Deveriam ser os primeiros a receber os royalties, para só depois de serem plenamente remunerados no exercício, serem feitos os pagamentos ao Rioprevidência.

Para garantir isso, foi criada uma trust, uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), em Delaware - estado americano onde foram realizadas as emissões. A Rio Oil Finance Trust (ROFT) permitia uma separação formal do ativo que se pretendia securitizar, dando maior segurança aos investidores. A trust passou a deter todo o ativo de royalties do estado, descontadas as vinculações legais e contratuais.

Ainda assim, o nível de risco da operação era alto e inviabilizava a emissão de títulos. O risco da operação era calculado como o risco soberano menos um grau referente à prioridade contratual de pagamentos para a CAIXA e o Banco do Brasil. Em 2014, a Fitch e S&P reduziram o risco soberano do Brasil para BBB-, o que deixou a operação num grau de investimento inferior aos patamares mínimos necessários para a colocação dos títulos.

Portanto, foram buscadas formas de tornar a operação ainda mais atrativa. Certos pagamentos com royalties ainda possuíam *senioridade* em relação aos investidores, eram realizados primeiro. Era o caso das vinculações constitucionais de royalties, como os repasses aos municípios, ao PASEP, e o pagamento do Fundo Estadual de Conservação Ambiental (FECAM); e o pagamento das cessões realizadas anteriormente, com a CEF e o BB.

Assim, a operação de antecipação de 2013 foi incluída na operação de 2014. O governo acordou com os bancos nacionais para que abrissem mão de sua senioridade e se igualassem aos investidores externos. Realizou-se uma “troca de papéis”, em que a dívida anterior firmada com a CEF e o BB foi quitada com a entrega aos bancos de recursos financeiros e de novos papéis, títulos emitidos na nova estrutura de securitização. Para operacionalizar isso, outra SPE teve que ser criada, a RioPetróleo.

Devemos destacar que a montagem dessas duas SPEs, assim como a própria estruturação da operação envolve a contratação de diversas outras entidades que assessoram neste processo, com elevados custos, entre bancos, consultores jurídicos, contadores, etc.. Diversas empresas anexas foram contratadas nesta operação, entre contadores, advogados, consultores diversos, em processos que dispensaram uma licitação transparente.

Também, o formato de securitização implica elevados custos tributários com IOF e Imposto de Renda nas transferências para o exterior, arcados pelo Rioprevidência. Isso fez com que a antecipação de 2014 tivesse custos de estruturação e manutenção consideravelmente maiores que a antecipação de 2013. Na operação realizada em 2014, seria captados um total de R\$ 7,3 bilhões, dos quais apenas R\$ 5,1 bilhões entraram de fato para o Rioprevidência. Ou seja, mais de R\$ 2 bilhões, cerca de 30% dos recursos captados, ficaram retidos para dispêndios de estruturação e manutenção da operação (GAESF/MPE-RJ).

Com este arcabouço, em 20 de julho de 2014, é inaugurada a Operação Delaware, com a ROFT emitindo duas tranches. A primeira, Série 2014-1 lançou títulos no valor de US\$ 2 bilhões, bonds sêniores no mercado externo. E uma segunda, Série 2014-2, no valor de R\$ 2,4 bilhões de

reais, uma emissão formal para a CEF e o BB, através da SPE nacional. Para o Rioprevidência foram emitidos Sponsor Notes, que lhe conferia direito à totalidade de recursos e ativos da ROFT após o pagamento integral de suas obrigações. Assim, o Rioprevidência recebeu títulos que lhe garantiam o arrecadado com as antecipações e os royalties que restassem uma vez pagos os investidores (incluídos os bancos nacionais) e os custos operacionais da antecipação.

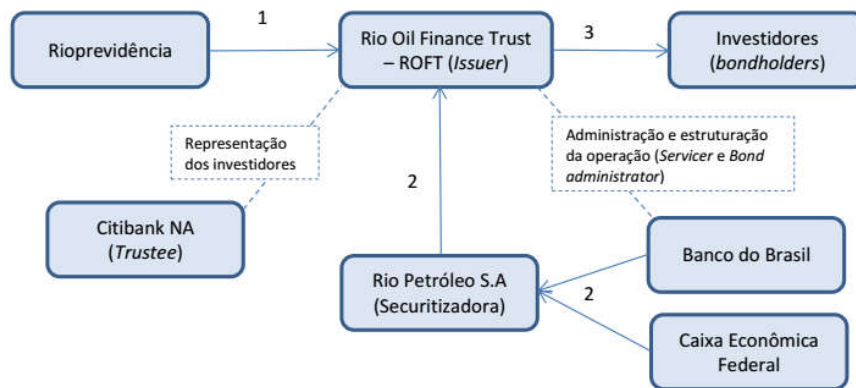
Os papéis da Série 14-2 foram entregues à RioPetróleo que comprou a cessão anterior com a CEF e o BB emitindo como contrapartida debêntures lastreados nesta mesma série, de R\$ 2,4 bilhões de reais. Os bancos também receberam um montante líquido de US\$ 340 milhões, repassados à RioPetróleo pela ROFT, da arrecadação da série 14-1, que permitiram o pagamento de prêmios e a amortização de 21% da cessão anterior. Importante reforçar que a Série 2014-2 não configurou uma entrada efetiva de recursos, pois apenas substituiu a dívida com a CEF e o BB, uma troca de títulos.

A Série 14-1 gerou uma entrada líquida de R\$ 3,37 bilhões para o Rioprevidência. Como esse valor ainda não sanaria o déficit previdenciário no ano, em outubro de 2014 o estado realizou nova emissão de bonds, na chamada Série 2014-3. A emissão, no valor de US\$ 1,1 bilhão, permitiu nova amortização da Série 14-2 e pagamentos líquidos para o Rioprevidência de R\$ 1,767 bilhões.

	Valor captado (Bilhões)	Taxa de Juros	Entrada líquida de recursos para o Rioprevidência (Bilhões)
Série 2014-1	US\$ 2,0	6,25%	R\$ 3,37
Série 2014-2	R\$ 2,40	16,25%,	-
Série 2014-3	US\$ 1,1	6,75%	R\$ 1,77

Importante destacar que os pagamentos de Delaware são operacionalizados pelo Banco do Brasil, que cumpre uma dupla função na operação, como investidor e estruturador. Já na lei que autorizou alienação de ativos do Rioprevidência, assim como na deliberação interna do CONAD,

estava previsto que o banco seria responsável, através de sua subsidiária BB Securities, a montar e manter a operação, uma vez que já estaria envolvido na operação, tendo participado da cessão em 2013, e também teria maior facilidade de gerenciar os royalties, por ser o banco que realiza os repasses da Agência Nacional de Petróleo (ANP). O BB contratou o BNP Paribas como co-estruturador da operação, em sua justificativa, por seu acesso a investidores internacionais qualificados e por sua expertise na área de commodities energéticas. Destaca-se a crescente presença deste banco em operações com o estado do Rio de Janeiro, tendo em 2017 concedido empréstimo ao estado atrelado ao processo de privatização da CEDAE.



Fonte: GAESF/MPE-RJ

Destacamos também que a emissão foi realizada em Delaware, um estado norte americano caracterizado como paraíso fiscal pela permissividade de sua legislação. Esta empresa, criada pelo Rioprevidência, é regida pela jurisdição local americana, e os órgãos de controle brasileiros não conseguem acessar suas informações contábeis..

O contrato firmado em Delaware previa pagamentos trimestrais aos investidores. O fluxo de pagamentos segue uma ótica de “encher copos”. Os royalties arrecadados pela ANP são administrados pelo BB. Quando recebe o valor referente ao royalties devidos ao Rio de Janeiro, repassa para o Tesouro Estadual apenas as vinculações legais, como os repasses aos municípios. Os royalties que iriam para o Rioprevidência vão sendo direcionados para fazer os pagamentos prioritários. Primeiro são remunerados os investidores. São previstas também contas reservas, que vão sendo preenchidas até que o devido aos investidores no trimestre esteja integralizado. Outras contas de reserva foram estabelecidas para retenções que deem maior segurança aos investidores. Assim, em casos de elevados riscos, parte do dinheiro da operação fica retido nos bancos, podendo ser usado para aceleração dos pagamentos.

Uma vez pagos os investidores e as contas de reserva, são pagos os estruturadores da operação, os custos de manutenção (custo operacional da ROFT e da RioPetroleo). Com o dinheiro líquido que resta, o Rioprevidência é remunerado através dos Sponsor Notes, mantendo o menor grau de pagamento da operação.

#### 4.1.3 - Default do contrato e negociação desastrosa

O contrato em Delaware foi assinado com quase nenhuma transparência, sem conhecimento dos órgãos de controle, da Assembleia Legislativa, sem audiências públicas e até mesmo sem uma tradução juramentada, como manda o código civil (Art. 224). Apenas três anos depois o documento, com cerca de três mil páginas, seria entregue para o Tribunal de Contas em português, e ainda assim, de maneira incompleta. Outros elementos apontam para previsões desproporcionais no contrato que o tornam lesivo para o estado do Rio de Janeiro.

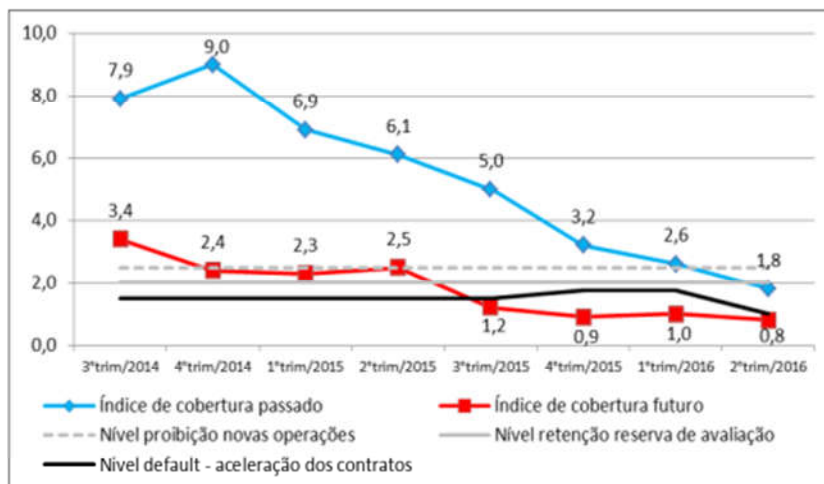
Convém destacar sobre isso a presença de uma cláusula que estabeleceu Índices de Cobertura (ICs), parâmetros para os investidores avaliarem o risco da operação. Lastreados na produção e no preço do petróleo, são calculados como a razão entre o volume de receita de royalties auferida anualmente e fluxo e o volume de pagamento das obrigações contratuais. O contrato estabelecia faixas de segurança e sanções para o Rioprevidência quando o IC não correspondesse a essas faixas:

- $IC < 2,5$ : Rioprevidência fica proibido de fazer novas emissões
- $IC < 2$ : Rioprevidência deve reter 60% de suas receitas de R&PEs para pagamentos aos investidores.
- $IC < 1,5$ : declarada quebra de contrato - pagamentos são acelerados, taxa de juros sobem 2% e Rioprevidência deve reter 60% de suas receitas de R&PEs nas contas de reserva para pagamentos garantir pagamentos aos investidores.

Com isso, o contrato estabelecia pesadas sanções, como aumento de juros e aceleração de pagamentos caso o preço ou a produção do petróleo caísse. As sanções seriam permanentes, e não havia previsão em favor do Rioprevidência caso o petróleo subisse. Essa desproporcionalidade se torna evidente quando ao final de 2014 o preço internacional do petróleo começa a cair, e a crise econômica no país e no estado se acentua.

Já no último semestre de 2014, com a queda das receitas de R&PE, o Rioprevidência estava em sinal de alerta, com o IC ficando abaixo de 2,5, impedindo novas emissões.

**Gráfico 2 – Série histórica do índice de cobertura da operação frente aos limites contratuais**



Fonte: Relatórios trimestrais de acompanhamento do Banco do Brasil<sup>25</sup>.

No terceiro trimestre de 2015 a quebra foi inevitável, e o IC chega a 1,2, caracterizando uma quebra de contrato (*default*). Como citado, as penalidades envolviam a proibição de novas antecipações, aumento de juros de 2% e a aceleração dos pagamentos com a retenção de 60% das receitas de R&PEs.

Para evitar essas severas restrições e ser declarado inadimplente pela quebra de contrato, o Rioprevidência inicia um processo de renegociação, buscando suspender algumas das sanções impostas. Assim, em 20 de outubro de 2015 o estado firma um acordo, um aditivo ao contrato original, chamado de *wavier*. Um aditivo que se mostra desastroso.

Pela renegociação, o Rioprevidência aceitou:

- Além do aumento previsto da taxa de juros da operação de 2%, um aumento adicional de 1% permanente<sup>8</sup>.
- Pagamento de uma taxa de 40% das receitas de R&PE no trimestre seguinte ao acordo, que totalizou R\$105 milhões.

<sup>8</sup> O aumento de juros adicional de 1% ainda poderia ser reduzido se algumas metas fossem atingidas, mas não há indícios de que o governo do Rio de Janeiro tenha de fato tentado cumprir com algumas delas na época.

- Retenção de 60% dos R&PE líquidos do Rioprevidencia, mas que ficariam em uma conta reserva até nova avaliação do IC, não sendo usados para pagamento aos investidores naquele momento.
- Além disso, foram concedidas ainda mais salvaguardas aos investidores, já que o patamar do IC foi elevado, de 1,5 para 1,75, dando maior segurança aos investidores e tornando mais difícil para o Rioprevidência cumprir o contrato.

Como contrapartida por aceitar essas penalidades, o Rioprevidência não precisaria mais acelerar os pagamentos, além de poder continuar emitindo títulos.

Ocorre que, ao final de 2015, quando este acordo é assinado, não havia nenhuma perspectiva deste mesmo acordo ser cumprido. O preço do petróleo seguia caindo, e assim também o Índice de Cobertura. As previsões do próprio Rioprevidência indicavam que o IC só se recuperaria para superar a quebra de contrato no 3o trimestre de 2016. Assim, não havia justificativa técnica para a assinatura do 1º *waiver*.

E de fato, foi impossível cumprir com o aditivo, já que seis meses depois o Rioprevidência entrou novamente em *default*, tendo que acelerar pagamentos. Ao final das negociações, a única sanção que o Rio de Janeiro de fato não sofreu foi ficar impossibilitando de emitir novos títulos.

A negociação do *waiver* foi desastrosa. O TCE RJ (Processo Nª 108.168-2/16), que calculou os custos deste acordo, aponta que o aumento de 2% na taxa de juros previsto no contrato original implicaria numa correção no fluxo de pagamentos que custaria aproximadamente R\$ 1,949 bilhões, em termos nominais, até 2027, ou R\$ 1,528 bilhões em valor presente (deflacionado a uma taxa de 6,0% a.a). Além disso, o *waiver* impunha um adicional aos juros de 1% e cobrava uma multa. Os custos desta negociação, em valor presente de 2016, seriam de mais 912 milhões de reais.

Assim, o aditivo, além de não possuir base técnica, não possuía base econômica para ser assinado. O governo do estado aceitou pagar qualquer preço, simplesmente para não ser declarado inadimplente e poder continuar emitindo títulos.

Essas operações geraram um grande rombo financeiro para o Rioprevidência. Como detalharemos a frente, nos anos que esses aditivos foram assinados, quando o fluxo de royalties para o estado era baixo, quase tudo ficou retido para pagamento e segurança dos investidores, onerando os servidores do estado.

Diante deste fracasso, os gestores anunciaram que não iriam mais fazer antecipações. Entretanto, quando a situação da Operação Delaware começou a se estabilizar, o estado realizou nova antecipação, em 2018, para garantir o pagamento dos servidores. Esta securitização captou R\$ 1,86 bilhões líquidos (R\$2,04 bilhões descontos os custos da operação e as retenções), a uma taxa de juros de 8,2%. A estrutura segue aberta e novas antecipações podem ser feitas, ainda que agora seja necessária nova aprovação legal.

#### 4.2 – Impactos e economicidade da operação

Desde o início, a previsão de pagamentos aos investidores na Operação Delaware era alta: em condições de normalidade os dispêndios oscilavam em torno de R\$ 1,5 bilhões de reais anuais.

Fluxo de pagamentos de obrigações após as operações Série 2014-3 (em milhões de Reais)	
2014	-739
2015	-884
2016	-1.159
2017	-1.296
2018	-1.445
2019	-1.562
2020	-1.631
2021	-1.664
2022	-1.506
2023	-1.611
2024	-1.150
2025	-480
2026	-490
2027	-49

Esse cenário foi agravado pelo *waiver*, que elevou a taxa de juros e repactuou o fluxo de pagamentos. O quadro abaixo, com dados até 2016, revela o tamanho dos encargos financeiros que o Rioprevidência teve que assumir. Somente pelas antecipações realizadas em 2013 e 2014, o rombo gerado é de mais de R\$ 10 bilhões. Atualmente a operação já sofreu 6 aditivos, além de uma nova emissão em 2018, o que revela que o problema financeiro criado é ainda maior.



<b>ANO</b>	<b>RECEITA ANTECIPADA</b>	<b>DESPESAS DA ANTECIPAÇÃO</b>
2013	3.300.000.000	
2014	5.353.728.990	-1.205.052.075
2015		-1.734.969.373
2016		-1.853.652.514
2017		-4.129.451.108
2018 (LOA)		-4.627.221.974
2019 (projeção)		-5.823.473.645
<b>TOTAL</b>	<b>8.653.728.990</b>	<b>-19.373.820.689</b>

É importante notar que nos anos de crise mais aguda, 2016 e 2017, as retenções para a Operação Delaware deixaram o Rioprevidência quase sem nenhum recurso desta fonte. De fato, dos quase R\$ 2 bilhões que ingressariam para a autarquia em 2016 como receita de royalties e participações especiais, R\$ 1,8 bilhões foram para os investidores. Em 2017, mais de 4 bilhões de reais em royalties deixaram de entrar para o Rioprevidência. Relembramos que até então as emissões da Operação Delaware resultavam em uma entrada líquida de recursos de cerca de 5 bilhões. Assim, vemos o tamanho do desmonte operado.

A escalada no fluxo de pagamentos expressa também os riscos envolvidos no contrato assinado. O Rio de Janeiro submeteu a principal receita de seu sistema previdenciário à lógica dos mercados financeiros de um paraíso fiscal. Assinou um contrato que o deixou completamente amarrado e sujeito às imposições dos investidores externos.

O governo atual tem tentado encontrar maneiras de revisar esse acordo. Na Nota Técnica nº 01/2019/PRE/RIOPREVIDÊNCIA, o Rioprevidência avalia as opções de encerramento do contrato e conclui que uma antecipação total dos pagamentos seria mais cara do que manter o fluxo no tempo. Também, a possibilidade de negociação com os investidores envolve um processo formal de arbitragem custoso em que o Rioprevidência não tem quase nenhuma vantagem, com os investidores atuando como verdadeiros *fundos abutres*.

Inclusive a Operação tem avançado para dar ainda mais poder a eles. Para melhorar as avaliações de risco, em 2017, o estado do Rio de Janeiro pressionou o governo federal a aprovar Lei Federal 13609/18, que permitiu que os investidores recebessem os royalties diretamente da ANP, sem nem mesmo passar por uma conta do governo estadual. Também em 2017 aprovou uma lei estadual que retirou a senioridade dos pagamentos do FECAM, tornando também o financiamento da política de saneamento estadual dependente desta operação financeira.

A argumentação oficial dos gestores para a antecipação de receitas neste formato de alto risco era pela economicidade, já que se acreditava que os custos de uma securitização em mercados externos seriam consideravelmente menores. De fato, os juros implícitos na operação de 2013 eram extremamente elevados, no agregado de 14,19%.

A Série 2014-1, quando emitida, foi comprada por uma taxa de juros de 6,25%, e a Série 14-3, por 6,75%. Ocorre que este custo era em dólar, o que embutia um risco cambial e tornava necessário um estudo comparativo a fim de auferir a economicidade da operação, o que não foi feito.

Além disso, o custo real da operação foi maior, uma vez que a operação anterior de 2013 teve que ser incorporada para mitigar a percepção de risco. Como se renegociava um contrato certo, a CEF e o BB exigiram prêmios e uma nova pactuação de pagamentos que tornou esse fluxo mais caro. Assim, a taxa interna de retorno da operação sobe consideravelmente quando incluímos a Série 14-2, para 11,93%, em reais, de acordo com cálculo do TCE RJ (Processo Nº 108.168-2/16).

Esse custo financeiro é ainda majorado diante da quebra contratual e da renegociação acordada pelo governo. Como apontamos na sessão anterior, os juros de todas as tranches da operação subiram 3 pontos percentuais.

Outro elemento que encarece a operação são as retenções que ocorrem com o fluxo captado. Como apontamos, parte dos recursos arrecadados com a emissão vão para pagar a estrutura jurídica financeira criada, é retida em contas de reserva ou vai para o pagamento de impostos. O valor líquido que ingressa para o Rioprevidência nas operações de securitização é expressivamente menor que o captado, e a taxa interna de retorno da operação deve considerar essa diferença. Por exemplo, o custo de manutenção das SPEs é de R\$ 1,5 milhões ao ano (Riopetróleo) e de US\$ 300 mil dólares ao ano (ROFT). Também incide sobre a operação uma relevante carga tributária, como a alíquota de 15% de imposto de renda sobre os juros pagos (TCE-RJ, 2016).

Assim, o custo efetivo da Operação Delaware é muito maior do que o expresso nas taxas de juros contratadas. Há dificuldades de se chegar a um valor exato para esse custo efetivo, mas estudos dos órgãos de controle apontam que os juros efetivos da operação podem superar 20%, conforme tabela abaixo. Portanto, a operação parece não ter justificativa econômica razoável.

**Tabela 11 – Evolução da TIR da cessão de royalties e PE em relação à Selic**

	<b>Out/14</b>	<b>Set/15</b>	<b>Mar/16</b>	<b>Out/16</b>
TIR operações (A)	12,02%	22,28%	22,91%	20,48%
Selic (B)	11,25%	14,25%	14,25%	14,00%
Diferença (A – B)	0,77%	8,03%	8,66%	6,48%
IGP-DI + 6% (C)	9,22%	15,29%	17,05%	n/a
Diferença (A – C)	2,80%	6,99%	5,86%	-

Fonte: Processo 108.168-2/16

### **4.3 - Ilegalidade da operação: Operação de crédito**

Conforme apontado, o objetivo do governo desde 2011, com o Programa de Ajuste de Liquidez, era realizar antecipações no formato de securitizações no mercado externo, o que encontrou entraves legais. Uma primeira dificuldade colocada era como enquadrar tal operação, que não havia nunca sido realizado no país.

O objetivo do governo era que as antecipações não fossem enquadradas como operações de crédito, mas sim como cessão direta, uma venda definitiva de um ativo. Assim, não estariam sujeitos às restrições da Lei de Responsabilidade Fiscal (LFC 101/2000), que limita o endividamento dos estados. Além disso, uma operação de crédito no mercado externo com emissão de títulos requer autorização do Senado Federal, o que poderia gerar empecilhos, restrições e até impedir a operação.

A procuradoria geral do estado apoiava a tese do governo que enquadrava a securitização como uma cessão definitiva (Parecer no Processo n.E-01/319323/2011). Em nenhum momento órgãos de controle como o Tribunal de Contas ou o Ministério Público do Estado foram consultados. No âmbito federal, foi realizada apenas uma consulta ao Tesouro Nacional. As atas do Rioprevidência em 2011 e 2012 retratam as dificuldades de se obter autorização neste âmbito.

O governo do Rio de Janeiro enfim consegue autorização do Tesouro Nacional, através do parecer da PGFN (PGFN, Registro 6738/2012) em 2013. Este parecer analisou a antecipação de royalties através do contrato de 2013, ou seja, o modelo simplificado que o estado realizou primeiro, com bancos nacionais. Avaliando este contrato específico, o Tesouro Nacional aprova a operação prescindindo de avaliação do Senado. Mas deixa claro em seu parecer que não poderia haver concessão de garantias para os agentes que estavam adquirindo o crédito. A cessão de

garantias era o que diferenciava, na visão do Tesouro Nacional, uma operação de crédito de uma cessão de ativo em definitivo.

Em 2014, o estado realiza uma antecipação nos moldes de uma securitização. Para a Operação Delaware, não foi requerido nenhum parecer federal específico sobre o contrato a ser firmado. Apoiado no parecer anterior do Tesouro Nacional, o governo interpretou que qualquer operação sem garantias prescindia dessa avaliação federal. Assim, há um enorme debate sobre a existência de garantias ou não na Operação Delaware, e sob isso se centra hoje a discussão de legalidade da operação.

Conforme já apontamos, o contrato previa índices de cobertura que avaliavam o risco da operação e previam sanções em caso de queda das receitas de royalties. No entanto, não haviam prêmios previstos no caso da elevação destas mesmas receitas. Isso comporia uma desproporcionalidade no contrato que seria lesiva para o Rioprevidência e serviria de garantia para os investidores.

Outro elemento que tem sido questionado é a cessão total do ativo de royalties, que em 2014 era avaliado em mais de 80 bilhões de reais, e hoje já supera 100 bilhões, para a ROFT, a fim de segurar uma antecipação líquida de cerca de R\$ 5 bilhões (hoje as antecipações já somam cerca de R\$ 10 bilhões). Na argumentação dos gestores, o risco do contrato para os investidores consistia na interrupção de repasses de royalties. Se a Petrobras parasse de produzir, nenhuma outra receita do estado poderia ser desviada para o pagamento desta operação. Ocorre que este cenário hipotético é virtualmente impossível, pelo tamanho da Petrobrás e papel da produção de petróleo no país. A cessão total do ativo de royalties garantia que sempre haveria um fluxo financeiro para a operação.

Também é questionada a forma como foi realizada a projeção de entradas de royalties de petróleo para o estado, pela consultoria internacional Wood Mackenzie. Haveria erros técnicos e formas de cálculo que beneficiariam de sobremaneira os investidores. Técnicos do Ministério Público do Rio de Janeiro declaram a CPI do Rioprevidência que sem esses equívocos o Rioprevidência poderia inclusive não ter incorrido em default em 2015 (GAESF/MPE-RJ, 2018).

Além desses elementos, a senioridade conferida aos investidores e a presença de contas de reserva são consideradas salvaguardas adicionais, garantindo o pagamento dos investidores.

Embora esses dispositivos possam ser comuns em operações financeiras similares, devemos lembrar que essas antecipações foram inéditas no país, realizadas com recursos públicos de fundos previdenciários. Assim, regras que são aplicáveis a recursos privados não podem ser naturalizadas

nesta operação, e devem ser revistas a fim de atender os interesses sociais envolvidos. A conceituação de garantias, neste caso, deve ser ainda mais severa, a fim de proteger a previdência do estado.

Neste sentido, entendemos sim que a Operação Delaware concedeu garantias desproporcionais aos investidores externos, sendo assim uma operação de crédito que não atendeu os requisitos legais em sua execução. É uma operação, portanto danosa e ilegal. Embora os gestores tenham se aproveitado de um vácuo legal à época para tentar dar outro enquadramento à operação, debates recentes no TCE RJ e no próprio Senado Federal caminham para tipificar as antecipações de royalties como operações de crédito (GAESF/MPE-RJ; TCE- RJ, 2016).

## **5 - Elementos da financeirização da previdência pública**

As investigações sobre a Operação Delaware tem se focado em mostrar seu caráter lesivo para o estado do Rio de Janeiro e seu sistema previdenciário, além de apontar elementos de ilegalidade que perpassaram a operação. Assim, buscam-se acumular bases jurídicas e políticas para atacar o contrato firmado, com o objetivo de revê-lo, suspendê-lo, punir os gestores da e impedir que novas operações ocorram. No entanto, outra questão importante que deve ser destacada neste processo é uma crescente financeirização da previdência estadual, na qual a Operação Delaware cumpre um papel essencial.

Conforme apontamos, o Rioprevidência foi criado como um fundo com desequilíbrio de origem. A EC 20/98 transformou os regimes próprios em sistemas insustentáveis no tempo, mantendo as contas previdenciárias sob pressão. Ao invés de tentar sanar esse desequilíbrio estrutural, os governos do estado, especialmente na gestão do MDB, agravaram o problema, retirando receitas da previdência. Foi induzido um desequilíbrio financeiro para ampliar o espaço fiscal do Tesouro.

Para resolver a falta de receitas na previdência, o estado optou pela financeirização da mesma. Por um lado, realizou uma reforma que iniciou uma transição para um regime de capitalização, ainda que com benefício definido até o teto. Assim, as aposentadorias e pensões dos servidores contratados no estado após 2013 passam a estar ligadas a aplicações financeiras. Embora estas aplicações ainda sejam fortemente reguladas e o estado garanta o pagamento dos benefícios até o teto, são direitos que são flexibilizados e podem ser ainda mais fragilizados a frente.

Não a toa, a Reforma da Previdência em circulação no Senado (PEC 06/19) toca nestes pontos. Uma das propostas é que as previdências complementares de servidores possam ser administradas por entidades abertas, com fins lucrativos. A desconstitucionalização de regras e parâmetros tende a tornar o controle destas aplicações mais frágil.

Além disso, em uma das propostas mais cruéis para os servidores, a PEC autoriza a cobrança de alíquotas extraordinárias quando o sistema relatar déficit atuarial. Como vimos, esta é uma situação crônica nos Regimes Próprios, e está presente em quase todos os RPPSs do país. Portanto, o que se pretende é normalizar uma cobrança extraordinária para os servidores, o que significa fazer com que eles paguem pelo custo de transição para um regime capitalizado. O governo do Rio de Janeiro já havia tentado aplicar essa alíquota extraordinária em 2016, auge da crise do estado. A proposta dos gestores elevava a contribuição previdenciária de 11% para 14% (que foi aprovada), e criava uma contribuição suplementar de 8%, totalizando pagamentos de 22% para os servidores. A proposta só não foi a frente por sinalizações do judiciário que decretaria a cobrança como ilegal, além de intensa resistência social.

Enquanto o estado ataca a estrutura do sistema previdenciário, também ampliou a financeirização do sistema ao criar uma estrutura de captação de recursos dentro do Rioprevidência que fragilizou sua situação financeira. A Operação Delaware permite que a autarquia capte receitas extraordinárias sempre que não puder fechar suas contas, recorrendo à emissão de títulos lastreados em royalties de petróleo, assim desonerando o Tesouro. No entanto, a operação se revelou desastrosa, já que impunha elevadas obrigações financeiras para o sistema previdenciário. Mais, essas obrigações eram atreladas ao câmbio e a uma commodity extremamente instável, o petróleo. Quando o preço do petróleo despencou ao final de 2014, os compromissos da previdência explodiram.

O contrato assinado se constituía em uma verdadeira camisa de força para o Rioprevidência, e não restavam muitas alternativas. No momento mais crítico, quase todo o fluxo de royalties é direcionado para os investidores externos, enquanto servidores do estado ficavam sem receber. As finanças da previdência estadual ficam inteiramente submetidas à lógica e aos interesses dos mercados financeiros.

É portanto um exemplo cabal de financeirização da política social, um conceito difuso, mas que em geral remete à dominância de uma lógica de acumulação fictícia, através destes mercados voláteis, com mecanismos cada vez mais sofisticados. Nas palavras de Epstein (2005), corresponde ao “crescente papel dos motivos financeiros, dos mercados financeiros, dos atores financeiros e das instituições financeiras nas operações das economias domésticas e internacionais”. Assim, a

realização da Operação Delaware e de antecipação de receitas como mecanismo sistemático de levantamento de recursos para a previdência revela uma nova lógica no orçamento público, financeirizada, que tende a amarrar cada vez mais as opções dos gestores.

Importante observar que mesmo com o fracasso da operação, que deixou na penúria os aposentados e pensionistas do estado, nova antecipação foi feita, e outras ainda podem ser realizadas. E este é um modelo que já está se alastrando pelo país, uma vez que Minas Gerais, na gestão do NOVO, São Paulo, na gestão PSDB, e Rio Grande do Norte, na gestão PT, já anunciaram projetos de realizar antecipações de royalties (embora não esteja claro se a opção seguirá o formato de securitização aplicado no Rio)<sup>9</sup>.

Sobre isso, é importante também pontuar uma discussão mais ampla sobre a financeirização do orçamento dos estados. A lógica de austeridade que acompanha todo o consenso macroeconômico de Washington impõe restrições para o gasto público que, no Brasil, é ainda mais severa para os entes subnacionais, como estados municípios. Estes não possuem uma política monetária autônoma e a política fiscal é extremamente controlada.

Através de um sistema de dívida com a União pactuado nos anos 1990, são impostos aos estados regularmente programas de austeridade - como o recente Regime de Recuperação Fiscal (LF 159/2017) e o Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados de 1997, que forçou a privatização do BANERJ (FATORELLI, 2015). Além disso, LRF estabelece limites para os gastos primários, restringindo o gasto de pessoal, e para os gastos financeiros, com limite de endividamento. O programa de austeridade parece ter se intensificado com a inauguração do Teto de Gastos – o congelamento nominal dos gastos primários, que hoje se aplica também no Rio de Janeiro. Assim, a capacidade de gasto dos estados é crescentemente restrita. Essa lógica empurra os estados a buscar soluções criativas de financiamento, que vem sendo encontradas através da financeirização.

No caso da Operação Delaware, o estado alargou sua capacidade fiscal ao evitar realizar aportes empurrando um endividamento para dentro da autarquia. Outras opções têm sido cogitadas. A securitização da dívida ativa tem avançado em diversos estados, correndo um projeto de lei para sua legalização (PLP 459/2017).

---

<sup>9</sup> <https://www.valor.com.br/brasil/6428169/minas-quer-antecipar-receita-com-niobio?fbclid=IwAR10Uuf3Ou2-u8-NmvMazZKIPq4YmwuqDLoFZMUdDEu2eEZBoUTaM3R4OW4>  
<https://opotiguar.com.br/secretario-do-estado-aldemir-freire-se-reune-com-sete-bancos-em-sao-paulo-interessados-na-antecipacao-dos-royalties-do-petroleo-do-rn/>  
<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2019/04/meirelles-estuda-emitir-titulos-da-divida-com-os-royalties-do-petroleo.shtml>

Assim, entendemos que a financeirização do orçamento dos estados está intimamente associada a um modelo de austeridade que empurra os entes subnacionais para os mercados financeiros a fim de obter receitas, uma vez que apenas estes mecanismos não se encontram limitados nas normativas. Assim, o processo de financeirização não pode ser enxergado meramente como uma vontade dos gestores à época, mas também como uma condição estrutural do arranjo macroeconômico do país. Portanto, além de vedar ou regulamentar as antecipações de receitas, cabe questionar também todo esse arcabouço legal de austeridade para avançar em uma maior regulamentação e restrição da financeirização dos recursos públicos.

## 6- Bibliografia

CARCANHOLO, Reinaldo Antônio; NAKATANI, Paulo. O capital especulativo parasitário: uma precisão teórica sobre o capital financeiro, característico da globalização. **Ensaio FEE**, v. 20, n. 1, p. 284-304, 1999.

CHESNAIS, François. **Mundialização: o capital financeiro no comando**. Outubro, v. 5, p. 7-28, 2001.

EPSTEIN, G. A. Introduction: Financialization and the World Economy. In G. A. Epstein (Ed.), **Financialization and the World Economy** (pp. 3-16). Cheltenham: Edward Elgar Publishing Ltd, 2005.

FATORELLI, Maria Lucia. Auditoria Cidadã da Dívida dos Estados. Auditoria Cidadã da Dívida. 2015.

\_\_\_\_\_. **Desvio de recursos vira modelo de negócios: Securitização e Rioprevidência**. Disponível em <https://auditoriacidadada.org.br/conteudo/desvio-de-recursos-vira-modelo-de-negocios-securitizacao-e-rioprevidencia/>.

FIUZA, Juliana C. **FINANCEIRIZAÇÃO DA PREVIDÊNCIA SOCIAL NO BRASIL: um estudo sobre o estado do Rio de Janeiro**. 2017.

GAESF/MPE-RJ (Grupo de Atuação Especializada no Combate à Sonegação Fiscal e aos Ilícitos contra a Ordem Financeira, Tributária e Orçamentária – Ministério Público Estadual do Rio de Janeiro). **Ação Civil Pública do Inquérito Civil nº 2016.00530493 do MPE-RJ**. Disponível em [www.sinfrerj.com.br/sites/default/files/acao\\_civil\\_publica\\_mp-rj.pdf](http://www.sinfrerj.com.br/sites/default/files/acao_civil_publica_mp-rj.pdf).

GRANEMANN, Sara. **Para uma interpretação marxista da previdência privada**. 2006.

SALDANHA, José Miguel Bendrao Saldanha . **Breve história da previdência social brasileira após a Constituição Federal de 1988**. Cadernos Adufrj, Rio de Janeiro, p. 66 - 76, 01 dez. 2014.

Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro (TCE-RJ). Processo TCE-RJ Nº 109.230-6\_2015. Disponível em <https://www.tce.rj.gov.br/consulta-processo/Processo>.



\_\_\_\_\_. Processo TCE-RJ 108.168-2\_2016. Disponível em <https://www.tce.rj.gov.br/consulta-processo/Processo>