

## **SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS PÚBLICOS: ESTRUTURA, NATUREZA JURÍDICA E IMPACTO INTERGERACIONAL**

**VINÍCIUS BIANCHI CARVALHO:** Advogado.  
Especialista em Direitos Difusos e Coletivos

LUÍS FERNANDO MASSONETTO

(orientador)

**RESUMO:** O presente trabalho tem como objetivo apresentar um breve panorama sobre a estrutura, natureza jurídica e impacto intergeracional das operações de securitização de ativos pelo setor público. Para tanto, a tese apresenta uma análise sobre a estrutura geral das operações de securitização, passando pelo desenvolvimento histórico do instituto, suas vantagens e riscos, de forma a construir os subsídios necessários à análise das operações praticadas pelo Estado no intuito de antecipar recursos de sua dívida ativa. Nesse sentido, também será discutida a natureza jurídica dos ajustes celebrados, a partir da discussão travada pela doutrina e pela jurisprudência acerca da caracterização do negócio como mera alienação de ativos ou como operação de crédito. Em acréscimo, além de se discutir eventuais impactos de cunho intergeracional, será colocado em debate o Projeto de Lei Complementar nº 459, de 2017, cujo escopo seria o de fornecer maior segurança jurídica à operação.

Palavras-chave: securitização; dívida ativa; operação de crédito; endividamento

**ABSTRACT:** This paper aims to provide a brief overview about the structure, legal nature, and intergenerational impact of securitizing public sector tax credits. With this objective, the thesis provide an analysis on the general structure of securitization, from their history development, advantages and risks, in order to build a discussion about the operations practiced by the state as a way of anticipating resources from your delinquent debt. In this sense, it will be discussed as well the legal nature of the operation, from the discussion in the doctrine and jurisprudence, which divides opinion between a credit operation or a disposal of assets. Plus, there will be a discussion about the intergenerational impact, as well about the Bill nº 459, of 2017, which aims more legal certainty on the securitization.

Keywords: securitization; delinquent debt; credit operation; indebtedness

**SUMÁRIO:** Introdução. 1. A Securitização de ativos. 1.1 Desenvolvimento histórico do instituto. 1.2 Estrutura jurídica geral da securitização no Brasil. 1.2.1 Dos sujeitos envolvidos na operação. 1.2.2 Dos negócios jurídicos celebrados e da estrutura geral da operação. 1.3 Vantagens e riscos da securitização. 2. A securitização de ativos pelo

setor público. 2.1 Da natureza jurídica da securitização de ativos pelo setor público. 2.2 O Projeto de Lei Complementar nº 459, de 2017. Conclusões. Bibliografia.

## INTRODUÇÃO

A cessão de créditos de dívida ativa para empresas estatais é um mecanismo que vem ganhando popularidade entre os entes federados, sobretudo em uma conjuntura de diminuição de receitas públicas. Tais operações já são realidade em vários estados e municípios brasileiros, como o Estado de São Paulo, que por intermédio da Companhia Paulista de Securitização, emite debêntures no mercado financeiro, cujo sustentáculo são os direitos creditórios originados de débitos tributários, inscritos em dívida ativa.

Frente a essa realidade, muitos órgãos de controle e setores da sociedade civil vêm questionando a legalidade e constitucionalidade dessas operações, seja no âmbito do Judiciário, por meio de Ações Populares e Ações Cíveis Públicas, seja no escopo do controle externo, realizado pelos Tribunais de Contas, ou até mesmo através de Comissões Parlamentares de Inquérito, no seio das respectivas Casas Legislativas.

A título ilustrativo, o Acórdão nº 772/16<sup>1</sup> publicado pelo Tribunal de Contas da União apontou para um norte acerca da natureza jurídica das operações realizadas no âmbito do Município de Belo Horizonte, Nova Iguaçu e Distrito Federal. A Corte, naquela oportunidade, determinou a oitiva da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, para que se manifestasse acerca da representação formulada pelo Ministério Público junto ao Tribunal, na qual defendia-se a ideia de que as operações foram realizadas em desacordo ao exigido pelo artigo 32 da Lei *Lei Complementar 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF)*, tendo em vista que a antecipação do recebimento dos recursos da dívida ativa por meio de FIDCs caracterizaria operação de crédito, na forma do inciso III da LRF.

A questão submetida à análise desse plexo de órgãos nos remete a uma situação delicada, que abre caminho para dois panoramas: (i) o enquadramento dessa cessão como operação de crédito, nos termos do artigo 29, inciso III da Lei de Responsabilidade Fiscal<sup>2</sup>, com o conseqüente desrespeito a uma série de dispositivos

---

<sup>1</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão 772.16 – Plenário**. Disponível em: <https://contas.tcu.gov.br/pesquisaJurisprudencia/#/detalhamento/11/1658520090.PROC/%2520/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/false/1/false> (BRASIL, 2016)

<sup>2</sup> “Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições:

(...)

III - operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores

legais e constitucionais no que tange à forma de assunção de tal compromisso financeiro, e (ii) o comprometimento intergeracional de receitas públicas, na medida em que haveria transformação de receita futura (dívida ativa) em receita presente desvalorizada (deságio da operação).

Tal método de financiamento da atividade estatal afetaria o equilíbrio das contas públicas vindouras e impingiria ao Estado compromisso financeiro futuro de, ao efetuar a cobrança da dívida cedida, entregar o produto de sua arrecadação ao respectivo cessionário. Além disso, haveria a obrigação de, na qualidade de controlador, suportar eventual descasamento na operação de securitização experimentado pela estatal emitente controlada.

De outro lado, é inegável que a captação prematura de receita via securitização de ativos serve como importante instrumento no manejo da política fiscal do Estado, constituindo-se em estratégia de obtenção de receita, sobretudo em época de retração econômica. No Estado do Rio de Janeiro, por exemplo, a estimativa da Procuradoria do Estado é a arrecadação de R\$ 702 milhões a partir da operacionalização das emissões, antecipando recursos dos programas de refinanciamento.<sup>3</sup>

Daí se extrai a argumentação da Fazenda Pública dos diversos entes federativos, no sentido de que a operação não implica na assunção de compromisso financeiro característico de operação de crédito, uma vez que o Estado não ficaria responsável pelo adimplemento do Fluxo Financeiro cedido, nem pela amortização de debêntures. No mais, como as emitentes de debêntures seriam estatais não dependentes, a suposta operação de crédito não se submeteria ao preconizado pela LRF, tampouco necessitaria de prévia autorização do Ministério da Fazenda, conforme o Parecer PGFN nº 1579.2014. No caso das operações da CPSEC, ainda, na hipótese de insuficiência financeira da Companhia para amortizar as debêntures haveria um atraso no pagamento, com posterior amortização nos anos posteriores.

Em suma, a investigação acerca da natureza jurídicas das operações de securitização de ativos da Fazenda ganha enorme relevância, especialmente em uma conjuntura de (des)ajuste fiscal, arrocho do financiamento de direitos fundamentais, sucateamento estatal, bem como à falta de um projeto concreto de superação da condição periférica nacional. Torna-se imprescindível, portanto, a construção de balizas que delimitem e compatibilizem, de um lado, a obtenção de receita a curto prazo para o financiamento de projetos de desenvolvimento, com a dinamização da recuperação de créditos e oxigenação das finanças públicas. De outro, não se pode ignorar a

---

provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros;

(...).".

<sup>3</sup> Disponível em: <http://www.alerj.rj.gov.br/Visualizar/Noticia/41415?AspxAutoDetectCookieSupport=1>

questão intergeracional do crescente endividamento público brasileiro, com suas nefastas consequências a longo prazo para o orçamento público, além do consequente prejuízo ao desenvolvimento econômico e ao financiamento dos direitos fundamentais. É preciso, pois, delimitar com clareza as consequências jurídicas do manejo da securitização de créditos públicos, de modo a se resguardar a segurança das finanças públicas a longo prazo.

Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo investigar a natureza jurídica das operações de cessão de direitos creditórios sobre a dívida ativa dos entes federativos, especialmente no que toca ao suposto enquadramento de tais expedientes como operação de crédito, nos termos da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Para tanto, partiremos de uma investigação histórica acerca do instituto da *security*, que serviu de base para a concepção do conceito de valores mobiliários e, posteriormente, para a formação do arranjo jurídico característico da securitização. Analisaremos o desenvolvimento da securitização desde seu nascedouro nos EUA, passando por sua importação para o direito brasileiro – com a primeira experiência realizada pelo grupo Mesbla, em outubro de 1992 –, sem descuidar da polissemia intrínseca ao termo, procurando delimitar sua natureza jurídica e suas diversas modalidades, seja usando como veículo uma sociedade de propósito específico ou um fundo de investimento em direitos creditórios (FIDCs).

Compreendido o funcionamento do instituto a partir de sua experiência histórica sob a ótica do direito privado, passaremos a analisar seu manejo pelo setor público, com as possíveis limitações – impostas, por exemplo, pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Para tanto, empreenderemos análise acerca do conceito de operação de crédito, contido no art. 29, inciso III da LRF, bem como sua interpretação feita pela doutrina. Procuraremos apresentar os principais argumentos que envolvem o assunto, abordando tanto as teses sustentadas pelos governos, quanto pelos órgãos de controle e demais setores da sociedade civil que contestam a legalidade de tais operações.

Por fim, passaremos ao exame do PLP 459/2017, fruto do PLS nº 204, de 2016, que visa a regulamentar tal operação. Apesar do esforço no sentido de conferir maior segurança jurídica às operações de securitização, o projeto acaba por não tratar de alguns pontos igualmente importantes, que podem vir a ser questionados futuramente em sede judicial, inclusive. Ainda, apresentaremos breve reflexão acerca do eventual impacto intergeracional e vantajosidade dessas operações.

## **1.A SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS**

### **1.1 Desenvolvimento histórico do instituto**

“Quinta-feira negra”. Assim entrou pra história o dia 24 de outubro de 1929, quando a Bolsa de Valores de Nova York experimentou brusca queda na cotação de seus títulos, o que acabou destruindo a confiança na economia, com a conseqüente redução na produção e nos investimentos. A diminuição da renda nacional e do número de empregos acabou por agravar ainda mais o quadro, colocando fim ao mito do mercado autorregulador. A Grande Depressão, que se intensificava nos anos seguintes, não encontrava solução nos instrumentos da economia neoclássica, reclamando nova modelação do papel do Estado na condução da economia (HUNT e LAUTZENHEISER, 2013, p. 349-352).

Diante do trágico cenário, o governo dos EUA lançou o *New Deal*, programa destinado a reestruturar a economia a partir de uma extensa atuação estatal, nos mais diversos setores. No campo da fiscalização do mercado de capitais, criou-se a *Security Exchange Commission*, responsável por combater fraudes, garantindo aos investidores acesso a informações importantes acerca da venda dos títulos. Sobreveio o *Securities Act*, em 1933, e o *Securities and Exchange Act*, de 1934, marcando a interferência do governo federal na regulação do mercado de títulos mobiliários e consolidando uma definição do termo *securities*<sup>4</sup> que, por ainda ostentar certo grau de imprecisão, demandou complemento de sentido a partir de interpretação jurisprudencial.

Em 1943, no caso *S.E.C vs. C.M. Joiner Leasing Corporation*, a Suprema Corte norte-americana apreciou, pela primeira vez, uma das noções vagas presentes no texto legal: o conceito de *investment contract*. A companhia em litígio tornou-se arrendatária de diversos lotes de terra, com o objetivo de realizar pesquisa e perfuração do solo, visando à exploração do petróleo. Para viabilizar o empreendimento, a empresa realizou cessões de seu respectivo contrato de arrendamento a terceiros, o que levou a Suprema Corte a caracterizar tal operação como contrato de investimento, uma das espécies de *securities*.

Em outra oportunidade, a Suprema Corte se deparou com o caso *S.E.C vs. W.J. Howey Company*, momento no qual foi fixado mais um importante paradigma na definição do instituto. À época, a Howey Company tinha vendido pequenos lotes de terra para plantio e cultivo de frutas cítricas. Sua subsidiária, a Howey-in-the-Hills Service Company comprometia-se a prestar o serviço, além de comercializar a produção, por meio de um contrato anexo ao primeiro. A Corte acabou por traçar interpretação no mesmo sentido do caso anterior: tratava-se de contrato de

---

<sup>4</sup> “The term “security” means any note, stock, treasure stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, or, in general, any interest or instrument commonly know as a security, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe or purchase, any of the foregoing.” (LEÃES, 1976, p. 240)

investimento, feito por centenas de pessoas que careciam de recursos e conhecimento técnico para direção do negócio. Em apertada síntese, o contrato de investimento, conforme definido pelo *Securities Act*, seria “todo contrato, transação ou esquema através do qual uma pessoa aplica o seu dinheiro em um empreendimento comum com o objetivo de obter lucro, em virtude exclusivamente dos esforços que venham a ser desenvolvidos pelo lançador ou por uma terceira pessoa” (LEÃES, 1976).

Nesse sentido, há enorme gama de investimentos que envolvem a distribuição de *securities* como forma de captação de recursos, de modo a fornecer maior dinamicidade no trânsito do capital, partindo o investidor da premissa de que angariará algum benefício futuro. A captação pública de recursos, com tal promessa de retorno futuro ao investidor, não é construída sob a falsa expectativa de segurança no investimento. A bem da verdade, o risco sempre foi elemento intrínseco aos diversos modelos próprios da operação, como bem verificado pela jurisprudência norte-americana<sup>5</sup>.

Outro ponto próprio na delimitação do instituto, no curso de seu desenvolvimento histórico, seria a ausência de prerrogativa do investidor na participação das decisões do negócio, que seriam totalmente entregues a terceiros, isto é, aos emissores dos valores mobiliários. Para Leães (1976, p. 257):

“Esse fator, aliás, é o principal motivador do complexo de leis sobre o mercado de títulos. Se o investidor não pode pedir o retorno de seu dinheiro aplicado, nem tem controle ou ingerência na decisão referente ao seu uso, então a ele deve ser confiada toda e qualquer informação relativa aos captadores e administradores dos recursos, e o esquema que será obedecido na condução do negócio comum.”

O autor conclui que são cinco as características principais de uma *security*: “(1) investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, (2) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, (3) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, (4) em que ele, o investidor, não tem ingerência

---

<sup>5</sup> No caso *State of Hawaii v. Hawaii Market Center Inc.*, a Suprema Corte assim se posicionou: “o aspecto saliente de uma colocação de valores é a solicitação pública de recursos para o empreendimento (...). Essa sujeição dos recursos do investidor aos riscos empresariais, sem que possa exercer o mínimo controle sobre o investimento é a realidade econômica própria de uma *security*. Na hipótese, toda pessoa que celebrasse um contrato de membro fundador, se comprometia com a Hawaii Market Center a realizar uma compra de \$320, a fim de se tornar um distribuidor, em uma compra de \$820, a fim de se tornar um supervisor. Os autos informam que o preço de custo das mercadorias não ultrapassa, respectivamente, \$70 e \$140. Os apelantes tentaram caracterizar essas transações como simples compras de mercadorias, mas os termos em que estão vasados os contratos indicam claramente que os preços pagos pelos membros fundadores foram feitos com o objetivo de adquirir uma séria de vantagens, de sorte que os sobrepreços pagos **constituem investimentos que se sujeitam aos riscos do empreendimento**”.



direta, (5) mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro.” (LEÃES, 1976, p. 261)

A noção de *securities* ora definida, apesar de servir de base teórica da qual decorre o negócio de *securitization*, posteriormente importado pelo direito brasileiro como “securitização”, com ele não se confunde. A bem da verdade, a doutrina traça diversas críticas ao indevido aportuguesamento do termo, por induzir ideia equivocada acerca de seu significado técnico (CHAVES, 2006, p. 46). *Security* pode ser traduzido para o português como “valor mobiliário” (CAMINHA, 2005). Securitização, por sua vez, representa a transformação de recebíveis em valores mobiliários (em *securities*).

A securitização, como negócio jurídico indireto, é composta por três negócios-meio. O primeiro é a criação de um veículo de propósito específico (“VPE”)<sup>6</sup>, seguido da cessão de créditos da pessoa jurídica originadora ao VPE e, por fim, ocorre a subscrição e integralização dos valores mobiliários emitidos pelo VPE por investidores. (GAGGINI, 2003)

Na linha do que expõe Chaves (p. 46), a securitização em nada se confunde também com o contrato de seguro, tampouco com a atividade securitária, como clareia o artigo 757 do Código Civil<sup>7</sup>. Na mesma linha de Gaggini, a autora identifica os seguintes traços genéricos na conformação do instituto:

“(a) a existência de alguém (originadora) que pretende antecipar o recebimento de créditos; (b) a constituição de uma entidade para a qual a originadora cederá os seus créditos, possibilitando que estes sejam segregados do seu ativo; e (c) a emissão pela entidade no mercado interno ou externo, de títulos ou valores mobiliários com pagamento vinculado, de alguma forma, aos referidos créditos que lhe foram ou lhe serão cedidos pela originadora.” (CHAVES, 2006)

O arranjo financeiro mais próximo ao que posteriormente ficou conhecido como securitização no Brasil, parece ter raiz no ramo de financiamentos da casa própria nos EUA, no período pós-1929.

Em 1934, houve a criação da *Federal Housing Administration – FHA*, entidade cujo principal objetivo era fomentar o acesso habitacional à população, a partir de

---

<sup>6</sup> Como se verá adiante, conforme a legislação brasileira atual, o veículo de propósito específico geralmente é constituído sob a forma de sociedade de propósito específico, contudo, também é possível a utilização de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios para viabilizar a emissão dos valores mobiliários.

<sup>7</sup> **Art. 757 do Código Civil de 2002.** Pelo contrato de seguro, o segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo a pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados.

financiamentos com garantia hipotecária, na medida em que atuava como seguradora no caso de inadimplência, quitando o empréstimo e arrematando o imóvel dado em garantia. O sucesso experimentando no florescimento do mercado imobiliário acabou por estimular a formação de novos arquétipos jurídicos destinados à captação de recursos para o financiamento habitacional, com a constituição de diversas associações nesse setor.

A título ilustrativo, cite-se a *Federal National Mortgage Association – FNMA*, popularmente conhecida como *Fannie Mae*, cujo escopo era adquirir os créditos oriundos de empréstimos hipotecários concedidos pelos mutuantes, com garantia do FHA. O incremento de atividades da associação pode ter favorecido sua cisão parcial, originando a *Government National Mortgage Association – GNMA*, conhecida como *Ginnie Mae*, com o objetivo de oferecer garantia suplementar aos investidores que adquiriam valores mobiliários vinculados a créditos decorrentes de empréstimos hipotecários.

Em seguida, com a fundação da *Federal Home Loan Mortgage – FHLMC (Freddie Mac)*, destinada a satisfazer as necessidades das camadas sociais mais baixas na aquisição da casa própria, o mercado primário e secundário de empréstimos hipotecários se consolidou, abrindo caminho para a securitização de créditos na década de 1970. (CHAVES, 2006, p. 19-24). Apesar de as operações de financiamento da casa própria antes da década de 70 guardarem certa semelhança com a securitização atual, foi somente nos anos seguintes que tal negócio jurídico delineou seus contornos mais concretos. (CAMINHA, 2013)

Chaves (2006, p. 25) relata que a primeira operação desse tipo foi realizada nos EUA em fevereiro de 1970, momento no qual a Advance Corporation Mortgage procedeu à primeira emissão de valores mobiliários vinculados a créditos hipotecários e garantidos pela Ginnie Mae, que atuava como seguradora da operação. O negócio de fato consolidou os contornos do instituto, uma vez que implicava a transformação de créditos em valores mobiliários, principal característica da operação na atualidade.

Conhecidos como *mortgage-backed securities*, por estarem vinculados a créditos hipotecários, os valores mobiliários emitidos, inicialmente, revelaram-se insuficientes para resolver o problema de escassez de recursos para concessão de empréstimos habitacionais, tendo em vista, sobretudo, ao alto valor dos créditos utilizados, que superava o valor dos próprios títulos. Ademais, os custos da operação eram elevados, além de muitos estados norte-americanos proibirem esse tipo de investimento.

Em 1985, a securitização passou a ser utilizada para créditos de natureza distinta da hipotecária, com atuação da Sperry Lease Finance Corporation em créditos oriundos de contrato de arrendamento mercantil e seus equipamentos de computador. (CHAVES, 2006, p. 27)



No Brasil, há notícia de utilização de engenharia jurídica análoga ao fim da década de 1980 (CAMINHA, 2013, p. 210), a qual, diferentemente do que se sucedeu nos Estados Unidos, não contou inicialmente com incentivo governamental, isto é, não era protagonizada por órgãos ligados ao governo, cujo fim precípua era o financiamento de projetos de cunho popular. Apesar de o instituto também ter sido utilizado no âmbito dos negócios imobiliários, foi responsável por parcela insignificante dos recursos necessários ao financiamento habitacional (CAMINHA, 2013, p. 242). O principal objetivo em seu manejo, de fato, era a reestruturação do passivo empresarial perante credores, sem que a manobra implicasse em endividamento (CHAVES, 2006, p. 30-36). A operação despontava, assim, como um instrumento alternativo à captação de recursos e ao financiamento da atividade empresarial brasileira.<sup>8</sup>

Em síntese, pode-se delinear o desenvolvimento do instituto no Brasil a partir de cinco grupos de créditos securitizados, tendo em vista que a disciplina normativa não tem como foco a operação em si, mas os ativos que lhe dão lastro.<sup>9</sup> Assim, temos a securitização de (i) ativos empresariais no geral, (ii) de exportações, (iii) de base imobiliária, (iv) de créditos financeiros e de (v) ativos do agronegócio (CAMINHA, 2013).

No campo da securitização de ativos empresariais em geral, a primeira operação de que se tem notícia no Brasil, com emissão de valores no mercado interno, remonta a 1992. Após sucessivos erros na previsão de vendas e consequente superdimensionamento de estoques, o Grupo Mesbla, sobretudo diante do congelamento de salários e redução do poder de compra do brasileiro ao longo do governo Collor, viu-se compelido a se socorrer negócio jurídico inovador, com vistas a evitar a falência da empresa. A securitização dos direitos creditórios sobre o faturamento dos bens vendidos pelo grupo, notadamente a partir de cartão de crédito da loja de departamentos, deu-se início em 1/10/1992, com a criação da Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S/A (Mesbla Trust).

---

<sup>8</sup> Como observa Luiz Filipi de Cristóvão Avelino: “Na história brasileira do movimento de industrialização não se verificavam mecanismos de financiamento privado de longo prazo. O financiamento bancário era muito escasso. Na grande maioria dos casos os financiamentos eram concedidos pelo BNDES ou os recursos eram provenientes do próprio Estado, por meio do desenvolvimento da atividade econômica por estatais ou empresas de capital misto. Daí surgiu a necessidade de se buscar alternativas para o financiamento de atividades, que não o financiamento bancário ou o financiamento estatal, ou mesmo, pela necessidade de as instituições financeiras se capitalizarem para diminuir a escassez de recursos mencionada acima.” (AVELINO, 2014)

<sup>9</sup> Louvável seria, entretanto, se houvesse a edição de um diploma de cunho geral, delimitando a estrutura genérica da operação, para, posteriormente, a partir de legislação específica, conferir-lhe tratamento próprio levando-se em conta as particularidades dos créditos securitizados. Sobre a eventual vantagem da falta de regulamentação, no que toca à securitização de ativos empresariais, ver nota de rodapé nº 10.

Basicamente, a operação funcionava da seguinte forma: os clientes do grupo efetuavam pagamento por bens ou serviços via cartão de crédito Mesbla, que era administrado pela Presta Administradora de Cartões de Crédito Ltda. (Presta). Tal administradora cedia, com deságio, os direitos creditórios gerados através de compras com o cartão à Mesbla Trust, que sobre eles emitia debêntures com garantia real (no caso, por meio de penhor dos direitos creditórios). Ainda, a Mesbla Trust nomeava, na escritura de emissão como agente fiduciário dos debenturistas, o Morgan Guaranty Trust Company of New York. Sucedia que, com o dinheiro obtido pela venda das debêntures, a Mesbla pagava os direitos creditórios cedidos à Presta. Apesar do conteúdo inovador, a operação não conseguiu salvar o grupo de requerer sua concordata preventiva, deferida em 22/08/1995.<sup>10</sup>

Cumprido destacar, ademais, a promulgação da Resolução nº 2.026/1993, da CVM, que permitiu que instituições financeiras adquirissem títulos emitidos por VPEs. Contudo, tal normativo foi revogado pelo de nº 2.493/98, que não regulou a matéria, tratando apenas da operação "inversa": a securitização de créditos bancários, aqueles que tem os bancos como originadores, não como adquirentes, abordada com maior profundidade adiante.<sup>11</sup>

Por fim, dentro do escopo das securitizações de ativos empresariais em geral, ganha destaque a Resolução nº 2.907/2001 do CMN. Por meio dela, criou-se nova conformação jurídica para veículos securitizadores. Trata-se dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), construção que guarda grande semelhança com o modelo francês dos *Fonds Communs de Créance*.

Os FIDCs assumem o mesmo papel dos VPEs, sendo Regulamentados pela CVM, por meio das INs nº 356/2001 e 393/2003. Não possuem personalidade jurídica, mas consistem em comunhão de recursos providos por investidores qualificados, com mais de 50% do patrimônio líquido aplicado em direitos creditórios. Entendimento

---

<sup>10</sup> Apesar da experiência, de certa forma, "fracassada" do grupo, o pioneirismo favoreceu a popularização do instituto, com sua consequente utilização por outras empresas nos anos que se sucederam, como a Mappin Trust S/A (1995), Bompreço Trust de Recebíveis S/A, Global Trust S/A, Cidadela Trust de Recebíveis S/A, Teletrust de Recebíveis S/A, Dominum Par S/A, Bahia Trust de Recebíveis S/A e Rossi Securities S/A (todas de 1996).

<sup>11</sup> Para Uinie Caminha, "a securitização de ativos empresariais pode ser considerada hoje um negócio jurídico indireto, pois carece de qualquer disciplina legal específica que lhe dê amparo. É uma combinação de instrumentos jurídicos – basicamente a cessão de créditos e emissão de títulos – que se transforma num negócio jurídico atípico.

Não há diploma legal que a discipline, pois, como visto, a regulamentação específica é determinada pelo tipo de bem que dá lastro à securitização, e, no caso da securitização empresarial, o ativo subjacente pode ser qualquer um passível de gerar renda. A falta de regulamentação, em vez de prejudicar, pode ser considerada um ponto vantajoso, visto que lhe propicia a necessária flexibilidade para sua estruturação".

predominante advoga em prol da natureza jurídica de condomínio voluntário, de natureza especial. A doutrina os considera, ainda, uma alternativa mais moderna para viabilizar as operações de securitização – em detrimento da utilização de sociedade de propósito específico – tendo em vista, por exemplo, as vantagens de natureza fiscal (CAMINHA, 2013).

Uinie Caminha retrata, outrossim, mais uma experiência de securitização, com emissão feita no exterior, cuja base normativa foi desenhada Resolução CMN nº 1.844/1991, com regulamentação pela Circular do Banco Central do Brasil nº 1.979/1991. Apesar de a legislação não adotar expressamente a nomenclatura “securitização” – que, como visto, possui grande carga polissêmica – a estrutura prevista não deixa dúvidas quanto à conformação jurídica da operação. Trata-se da securitização de ativos oriundos da exportação, cujo marco temporal antecede as operações do Grupo Mesbla.

Segundo o autor, as operações consistiam na emissão de títulos no mercado internacional, lastreados em ativo específico, isto é, os créditos oriundos da exportação de bens, relacionados a pagamento futuro ou mesmo expectativas de créditos. Em linhas gerais, uma subsidiária estrangeira de uma sociedade brasileira cedia para um veículo de propósito específico seus recebíveis de exportação contra os importadores. Tal veículo era responsável por emitir os valores mobiliários no mercado internacional, com lastro nos recebíveis já adquiridos, colhendo os recursos futuramente repassados à matriz brasileira.<sup>12</sup>

Voltando ao desenvolvimento da securitização com emissões realizadas no mercado interno, há de se ressaltar o florescimento do instituto, assim como nos EUA, a partir do mercado imobiliário. Como informa Caminha (2003, p. 239), o primeiro diploma legal que efetivamente previu a securitização de base imobiliária foi a Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, responsável por construir o substrato jurídico necessário à formação de fundos imobiliários. Apesar de não serem expressamente considerados como mecanismos de securitização, apresentam características muito semelhantes, como a segregação de ativos específicos para posterior emissão de títulos neles lastreados, tendo como base negócio fiduciário por meio do qual a administradora do fundo age como se fosse proprietária dos bens (propriedade fiduciária), separando essa parcela das demais integrantes de seu patrimônio.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Nesse caso, o autor caracteriza a operação como empréstimo externo: “Por se tratar de emissão com lastro em receitas futuras, esse mecanismo pode ser caracterizado como empréstimo externo ou financiamento à exportação. Isso porque, pela emissão de títulos no exterior, o exportador antecipa receitas que só efetivaria após exportar sua produção. Porém difere do financiamento direto pelo fato de pulverizar o risco envolvido pela emissão de títulos.” (CAMINHA, 2013)

<sup>13</sup> Conforme relata Uinie Caminha, a principal contribuição da Lei nº 8.668/93 foi o estabelecimento da propriedade fiduciária do administrador com relação ao patrimônio do fundo. Assim, ao contrário dos

Posteriormente, em 1997, a fundação da Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC) pavimentou a reforma do sistema financeiro habitacional, mediante adoção de modelo semelhante ao norte-americano. Com a promulgação da Lei nº 9.514/1997, foi instituído novo modelo de financiamento imobiliário no país, o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), baseado na securitização de ativos imobiliários, inicialmente realizada apenas pela CIBRASEC. Tempos depois, novas sociedades securitizadoras de créditos imobiliários foram constituídas que, sob a forma de sociedades por ações, adquiriam créditos imobiliários, emitindo, em seguida, certificados de recebíveis imobiliários (CRIs)<sup>14</sup>. Aqui, cabe registrar a análise de Unie Caminha (2013, p. 245) acerca da eficiência da securitização imobiliária como forma de viabilizar empreendimentos voltados à aquisição da casa própria:

“A securitização no Brasil é, como foi nos Estados Unidos na penúltima década, uma saída eficiente para reduzir o déficit habitacional. Contudo, para que haja uma perspectiva de desenvolvimento do SFI nos moldes a que se propõe, deve haver, concomitantemente à sua implantação, estímulo ao desenvolvimento do mercado secundário dos CRIs, assim como ocorreu nos Estados Unidos. A simples edição da legislação não possui, como se tem visto, o condão de desenvolver o mercado para um tipo de operação.”

Quanto à securitização de créditos financeiros, destaca-se a Resolução CMN nº 2.493/1998, por meio da qual as autoridades monetárias regulamentaram a securitização sobre carteiras de recebíveis bancários e de demais instituições financeiras, como empréstimos e carteiras de arrendamento mercantil (CAMINHA, 2013). O marco legal proibia a coobrigação da instituição cedente dos créditos ou de qualquer coligada pelo pagamento dos créditos cedidos. De igual modo, não havia permissão para recompra de créditos anteriormente cedidos, tampouco a aquisição, pela cedente, dos títulos emitidos com lastro nos créditos securitizados.<sup>15</sup>

---

fundos em geral, nos quais os bens são adquiridos em seu próprio nome, nos fundos imobiliários, os bens e direitos de natureza imobiliária são adquiridos pela própria instituição administradora do fundo, de modo a se evitar eventuais questionamentos a respeito da legitimidade do condomínio para a aquisição e alienação de bens imóveis. Além disso, os bens e direitos não se comunicam com o patrimônio da administradora, não respondendo direta ou indiretamente por suas obrigações, tampouco podendo ser objeto de garantia. Confere-se, portanto, maior segurança jurídica às operações, sobretudo aos investidores.

<sup>14</sup> Posteriormente, por meio da Lei nº 10.931/04, foram criadas as Letras de Crédito Imobiliário – LCIs, valores mobiliários emitidos por instituições financeiras, cujo lastro também remonta a créditos imobiliários.

<sup>15</sup> Para Chaves (2006, p. 40-42), apesar de ampliar, de certa forma, a utilização da securitização de créditos, referida resolução teve como objetivo principal facilitar o procedimento de liquidação extrajudicial de instituições financeiras, na medida em que se livravam de ativos problemáticos, ao transferi-los às companhias securitizadoras, que acabavam por assumir todos os ônus da cobrança dos

A resolução foi revogada pela de nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000, que passou a permitir a coobrigação da cedente pelo pagamento dos créditos. Nesse sentido, Uinie Caminha traça importante ressalva acerca da aplicação do instituto em créditos de instituições financeiras:

“Da mesma forma que o Banco Central do Brasil, a maioria dos bancos centrais e agências reguladoras em todo o mundo vê com preocupação os mecanismos de securitização de créditos de instituições financeiras. Em primeiro lugar, porque a securitização pode ser considerada uma forma de elidir as exigências de adequação de capital impostas aos bancos e demais instituições financeiras; e, em segundo lugar, em razão de perderem parte de seu controle sobre ativos de tais instituições e, com especialidade, sobre parte dos mecanismos de política monetária.” (CAMINHA, 2013, p. 253)

Por fim, tratemos da securitização sobre ativos do agronegócio. Essa modalidade específica encontra respaldo legal na Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, cujo modelo adotado remonta à estrutura similar da securitização de base imobiliária, com o escopo de desenvolver investimentos e financiar atividades ligadas a produtos agropecuários.

Para viabilizar a emissão dos títulos, foram criados os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e as Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), lançados exclusivamente por instituições financeiras. De igual forma, o artigo 36 da Lei 11.076 prevê o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), cuja emissão é exclusiva de sociedades de securitização de recebíveis. Inclusive, a CVM comunicou ao mercado que, no tocante ao CRA, aplicará a mesma regulamentação do registro de ofertas e emissores de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI, em virtude da natureza jurídica semelhante.

Como se vê, as operações de securitização possuem, como fim precípua, a antecipação de recursos para o financiamento imediato da atividade empresarial. De igual forma, serviu ao longo da história como importante instrumento – tanto nos EUA, como no Brasil – para captação de recursos destinados a sanar o déficit habitacional.

A ausência de legislação geral sobre o tema, se por um lado gera maior flexibilidade e adaptação às peculiaridades de cada ativo, por outro pode redundar em maior insegurança nas operações e, conseqüentemente, à menor popularidade em seu uso e sua difusão. Contudo, importante ressaltar a visão de Uinie Caminha novamente:

---

créditos e, principalmente, os riscos de inadimplência. Com antecipação do recebimento dos valores, as instituições puderam acelerar o pagamento de seu passivo.

“Apenas após a operação estar plenamente caracterizada em nossa sociedade, no que diz respeito a estrutura e função econômica, poder-se-ia criar legislação ampla, para consolidar o uso que já vem sendo observado, de moro a incorporá-la definitivamente a nosso ordenamento jurídico.” (CAMINHA, 2004)

## 1.2 Estrutura jurídica geral da securitização no Brasil

### 1.2.1 Dos sujeitos envolvidos na operação

A securitização se construiu a partir da ideia do *trust* norteamericano, no qual o *settlor* transfere a propriedade de bens corpóreos ou incorpóreos a outra entidade (o *trustee*), que os administrará, em benefício de outrem. O *settlor* equivale à originadora e o *trustee* à entidade de propósito específico, sendo os beneficiários os investidores.

O *trust* é um instituto adaptável às mais diversas situações práticas, tendo como características: (i) a separação entre os bens transferidos ao *trustee* e o restante de seu patrimônio; havendo insolvência do *trustee*, o patrimônio separado não será afetado; (ii) a destinação dos bens é estipulada pelo *settlor*, sujeitando-se o *trustee* à sua disciplina e (iii) há dupla propriedade de bens, sem que haja condomínio (de um lado, a propriedade formal é do *trustee*, de outro, os beneficiários com a propriedade econômica ou de fruição, o que lhes confere determinados direitos, como a sequela: a possibilidade de reaver os bens).

No Brasil, o *trust* não foi adotado no âmbito da securitização, sobretudo pela não aceitação do regime de dupla propriedade, pela forma incipiente com que o patrimônio de afetação ainda é tratado, ou pela ausência de instrumentos eficazes de controle (CHAVES, 2006).

Dentre essas limitações, desenvolveram-se as sociedades de propósito específico e os fundos de investimento em direitos creditórios, que conseguiram, em parte, reproduzir, a partir de outra linguagem, a mesma estrutura do *trust*.

Nesse sentido, em linhas gerais, há basicamente três atores envolvidos na operação: (i) a originadora dos créditos, (ii) um veículo de propósito específico, responsável pela colocação dos títulos emitidos no mercado de valores mobiliários e (iii) os investidores. Também pode se citar o auditor independente, o agente fiduciário, as agências de *rating*, a seguradora e a instituição financeira responsável pela estruturação da operação, na qualidade de intermediadora, usualmente conhecida como *underwriter*.

São infindáveis os eventuais originadores de créditos, bastando que concedam créditos, de natureza financeira ou não, para a formação de uma carteira que será



posteriormente cedida a um veículo de securitização, mediante, geralmente, contraprestação em dinheiro. Assim, qualquer entidade, a princípio, estaria legitimada a ceder créditos para a operação, bastando que seja possível seu cabimento na regulamentação específica para aquisição pelos veículos de securitização (FAVERO JUNIOR, 2014). Nada impediria, ainda, diante da homogeneidade de créditos, securitização feita por múltiplas pessoas, o que acabaria por permitir maior acesso a esse instrumento de captação de recursos. (CHAVES, 2006)

Os veículos de propósito específico (VPEs), por sua vez, podem ser divididos em dois grupos: (i) as companhias securitizadoras de crédito, constituídas na forma de sociedade de propósito específico e os (ii) fundos de investimento em direitos creditórios.

De início, cabe destacar que a sociedade de propósito específico não é novo tipo societário, devendo se enquadrar em um dos tipos já previstos no ordenamento. O nome diz respeito apenas à finalidade da entidade. Não se enquadrando nas hipóteses do art. 966, § único do Código Civil (atividades não empresárias), deverá ser constituída a partir de uma das formas da sociedade empresarial, preferindo-se pela forma limitada ou anônima, diante do regime de responsabilidade dos sócios.

Contudo, dependendo dos créditos securitizados, determinado tipo societário deverá ser adotado, conforme estipulado pelo ordenamento<sup>16</sup> e pelos atos normativos da CVM e CMN. Se houver emissão de debêntures, deverá se constituir obrigatoriamente como SA, em observância às INs nº 134/1990 e 292/1998 da CVM e a Res. Nº 1723/1990 do CMN. Havendo emissão pública, a SA deverá ser aberta.

Exclusivamente, seu objetivo é a aquisição de créditos de uma ou mais originadoras, possibilitando a estas a antecipação do recebimento de recursos a custos e riscos menores do que os obtidos mediante a utilização de outros mecanismos. Não possui interesse próprio, como obtenção de lucro, apenas atendendo, no mais das vezes, os interesses da originadora. Diante dessa conjuntura, ficaram conhecidas como "sociedades-escravas" (CHAVES, 2006).

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, por sua vez, tiveram funcionamento autorizado pela Res nº 2.907/01 do CMN, passando largamente a serem utilizados na securitização como entidade de propósito específico, tornando-se até mais interessantes que as próprias SPEs.

---

<sup>16</sup> A título de exemplo, na securitização de recebíveis do agronegócio, o artigo 38 da Lei nº 11.076/94 assim dispõe: Art. 38. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações e terão por finalidade a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado financeiro e de capitais.

Criados com o objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, ao diminuir riscos e aumentar a oferta de recursos, os FIDCs despontariam como alternativa às companhias securitizadoras, com a emissão de cotas a serem adquiridas por investidores, captando recursos que serão utilizados na compra de novos créditos da originadora. Além disso, possuem vantagens de natureza fiscal, oriundas, em grande parte, da ausência de personalidade jurídica. Trata-se de opção de financiamento fora do sistema financeiro, contudo, não há óbice à possibilidade de utilização desses veículos também por instituições financeiras para desaguar suas carteiras de crédito (AVELINO, 2014).

Apesar de não possuírem personalidade, tampouco capacidade jurídica, são sujeitos de encargos, demandando, ainda, a presença de administrador para seu efetivo funcionamento, o que acabaria por tornar seu uso mais custoso. Entendimento predominante advoga em prol da natureza jurídica de condomínio voluntário dos FIDCs, de natureza especial. (CHAVES, 2006)

Pode ser aberto ou fechado, conforme critérios de resgate de cotas (inciso. V e VI do art. 2 da Res IN 356/2001). No fundo aberto, os cotistas poderão solicitar a qualquer tempo o resgate de suas cotas, enquanto no fechado, há de se aguardar o término do prazo de duração do fundo para se proceder ao resgate. Diante do sigilo da identidade e indeterminação do número de investidores, aliado a questões contábeis, eles não ficam como coproprietários dos bens, mas como proprietários das cotas representativas do fundo.

Por fim, os investidores são responsáveis pela compra dos títulos ou valores mobiliários emitidos pelo veículo de propósito específico, viabilizando a antecipação do recebimento dos créditos pela originadora. Se o veículo for uma SPE, inexistente restrição quanto à natureza do investidor, que pode assumir a forma de pessoa física ou de pessoa jurídica. Entretanto, caso o veículo seja um FIDC, apenas investidores qualificados poderão adquirir suas cotas.

Na esteira do que argumenta Avelino (2014, p. 109-110), o investidor qualificado pode ser identificado a partir de três vetores. O primeiro se relaciona à capacidade de compreender e assumir riscos, a exemplo dos administradores de carteira, consultores de investimentos credenciados na CVM e empregados ou sócios do administrador ou gestor, quando autorizados pelo diretor responsável pelo fundo na CVM. Em seguida, identifica-se a figura dos investidores institucionais, como as instituições financeiras, seguradoras, entidades abertas e fechadas de previdência complementar e, ainda, os regimes próprios instituídos pelos entes públicos. O último vetor a partir do qual um investidor qualificado pode ser identificado relaciona-se com o caráter financeiro combinado com declaração de capacidade de compreender riscos, destacando-se, nesse sentido, os investidores que possuam no mínimo R\$ 300.000,00 em investimentos e atestem sua condição de investidor qualificado. O artigo 109 da

Instrução nº 409/2004 da CVM elenca o rol desses investidores qualificados.<sup>17</sup> Conforme conclui Avelino (2014, p. 110):

“A diferenciação entre investidores qualificados e não qualificados destaca-se pelo fato de os investidores qualificados, por possuírem maior capacidade de compreender e assumir riscos poderem, por exemplo, concentrar seus investimentos de forma diferenciada, tendo ampliados os limites de concentração em determinados ativos ou emissores. A característica de investidor qualificado está fundada no princípio da maior capacidade de compreensão dos riscos ou de suportar maiores riscos, inclusive de perdas, tanto assim que fundos destinados a investidores qualificados são dispensados da apresentação de prospecto e podem dobrar certos limites por emissor.”

Em especial, cumpre ressaltar o risco intrínseco ao investimento realizado pelo investidor qualificado em um fundo de investimento. Tendo em vista que o FIDC ostenta natureza de condomínio, além de eventual redução do patrimônio em função da inadimplência dos devedores dos direitos creditórios adquiridos, os investidores também podem responder pelas dívidas do fundo, na esteira do que preceitua o artigo 1.315 do Código Civil<sup>18</sup>.

### **1.2.2 Dos negócios jurídicos celebrados e da estrutura geral da operação**

---

<sup>17</sup> Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I – instituições financeiras;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;

V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;

VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VII – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

§1º Poderão ser admitidos, como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

<sup>18</sup>Art. 1.315. O condômino é obrigado, na proporção de sua parte, a concorrer para as despesas de conservação ou divisão da coisa, e a suportar os ônus a que estiver sujeita.

A securitização de créditos desponta como operação complexa, formada por diversos negócios jurídicos interligados. Quanto maior a complexidade da operação, maior será o número de negócios jurídicos celebrados, com as mais diversas formatações, sobretudo em face da flexibilidade própria do instituto. Contudo, a estrutura geral da operação pode ser reconstituída a partir da celebração de dois negócios jurídicos base: (i) a cessão de crédito da originadora ao veículo de propósito específico, com a consequente segregação do ativo, e a (ii) emissão de títulos ou valores mobiliários, para posterior subscrição pelos investidores, antecipando o pagamento dos créditos à originadora.

No presente capítulo, torna-se imprescindível a análise pormenorizada desses dois negócios jurídicos, com vistas a adequadamente diferenciá-los de outras formatações similares, já pavimentando a vindoura discussão acerca da natureza da securitização de créditos públicos e suas eventuais limitações pela Lei de Responsabilidade Fiscal.

Em primeiro lugar, cumpre tecer comentários relativos à cessão de crédito. Trata-se de negócio jurídico fundamental à operação de securitização. Tal negócio jurídico encontra previsão legal nos artigos 286 e seguintes do Código Civil, a ele incidindo também regulação por parte do Conselho Monetário Nacional, uma vez que, nesse caso específico, opera-se no âmbito do sistema financeiro nacional. Corresponde à transferência ao veículo de propósito específico, feita pela cedente (originadora), do direito ao recebimento de determinado valor de seus devedores (e dos direitos acessórios).

A cessão de crédito tem como maior efeito a segregação do patrimônio da originadora para o veículo de propósito específico, com alteração subjetiva da obrigação<sup>19</sup>. Assim, realizado o negócio, o cessionário adquire, além do poder formal de exigir o cumprimento da obrigação por parte do devedor cedido, o próprio direito à prestação, incluídos o direito a danos moratórios e por inadimplemento (CAMINHA, 2004, p. 78). Pode ter como objeto qualquer crédito, uma vez que a regra em matéria de direitos patrimoniais é a negociabilidade, além de ser celebrada a título gratuito ou oneroso.

Todavia, como negócio instrumental à operação de securitização, a cessão de crédito tem na onerosidade elemento fundamental para o alcance de sua finalidade

---

<sup>19</sup> A segregação do ativo pode ser interna ou externa. Na primeira, a emissão de valores mobiliários é feita pelo próprio originador, com vinculação ao ativo que lhe serve de lastro por meio de constituição de garantias. Trata-se, na verdade, de simples emissão de títulos com garantia determinada que, em que pese apresentar todas as características de uma operação de securitização, falta-lhe um elemento estrutural. Por outro lado, a segregação externa é caracterizada pela cessão de créditos a um veículo de propósito específico, apartando-se efetivamente o lastro da securitização do patrimônio do originador, como vem ocorrendo nas securitizações de créditos públicos. (CAMINHA, 2004, p. 106)

(GAGGINI, 2003, p. 44-45), sobretudo por ser através do pagamento da cessão que a originadora consegue antecipar os recursos referentes ao crédito cedido, a partir da subscrição dos valores mobiliários emitidos pelo veículo de propósito específico.

Em acréscimo, destacam-se as formalidades necessárias ao aperfeiçoamento do pacto, previstas no artigo 288 e 290 do Código Civil. Exige-se, como fator de eficácia perante terceiros, a celebração do negócio mediante instrumento público, ou particular que se revista das formalidades do § 1º do artigo 654. Além disso, para que a cessão tenha eficácia em relação ao devedor, é necessária sua notificação acerca do negócio ou, ao menos, sua declaração de ciência, mediante escrito público ou particular. Nesse ponto, diante da enorme gama de contratos a serem securitizados, bem como do enorme número de devedores, torna-se inviável a notificação de todos eles, situação que poderia se constituir em entrave às operações.

Para resolver a situação, é possível que seja incluso, no próprio contrato que será posteriormente securitizado, cláusula cientificando o devedor de que seu crédito poderá ser objeto de futura cessão, antecipando a ciência da operação (GAGGINI, 2003). Noutro prisma, pode se delegar ao cedente as funções de agente arrecadador dos créditos cedidos, de modo que o pagamento possa ser feito diretamente ao credor originário (CAMINHA, 2004).

Realizada a cessão do crédito, o veículo de propósito específico emite valores mobiliários no mercado, que serão subscritos pelos investidores interessados. No caso de a operação ter como intermediário Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, haverá disponibilização de quotas para posterior integralização pelos investidores, cuja disciplina legal, contudo, segue o mesmo regramento da distribuição de valores mobiliários.

É nessa fase que efetivamente ocorre a securitização, com a transformação do crédito em títulos negociáveis. Como discorrido anteriormente, na securitização de base imobiliária, por exemplo, há emissão de títulos específicos, como o certificado de recebíveis imobiliários – CRI e, posteriormente, as LCIs. Contudo, de maneira geral, a debênture passou a ostentar a posição de principal título emitido para concretizar a operação (CAMINHA, 2004, p. 109), em virtude de sua flexibilidade, podendo ser emitida conforme as necessidades de cada operação, sobretudo no que toca a termo, garantia e forma de remuneração, sendo espécie de valor mobiliário bastante reconhecida no mercado, o que traz maior segurança aos investidores. Seu conceito geral pode ser assim exprimido:

“As debêntures constituem valores mobiliários (artigo 2º, Inciso I da Lei nº 6.385/1976, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001) que conferem aos seus titulares um direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições estabelecidas na escritura de emissão e no

certificado, se houver (artigo 52 da Lei nº 6.404/1976, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001).

Assim, a configuração da debênture como um título de crédito decorre dos próprios termos da lei. A palavra “debênture”, ainda que decorrente de prática financeira inglesa, é de procedência latina, designando o *devere*, a dívida pecuniária; trata-se, a debênture, de documento comprobatório de uma dívida da companhia. A debênture, dessa forma, designa o direito de crédito de seu titular contra a companhia emissora, em razão de um empréstimo por ela contraído.” (EIZIRIK, GAAL, *et al.*, 2011, p. 68)

Importante ressaltar que quando o fluxo financeiro a ser cedido não for conhecido com segurança, um importante instrumento disponível ao cedente é subscrever valores mobiliários subordinados, sejam eles debêntures ou cotas de FIDCs. Como explica Eduardo Salomão Neto:

“As cotas dos fundos de recebíveis podem ser de classe sênior ou subordinada. O caráter distintivo das cotas subordinadas é só receberem rendimentos quando e se paga integralmente a remuneração estipulada para as cotas seniores, bem como a possibilidade de serem integralizadas e resgatadas pela transferência de direitos creditórios ainda não realizados. Em virtude disso, são usadas pelas instituições financeiras que promovem o fundo para dar garantias de liquidez para os demais cotistas. Ao adquirirem cotas subordinadas, além da cessão onerosa descrita no parágrafo anterior, cedem ao fundo pacote adicional de créditos através da integralização com eles de cotas subordinadas. Se os créditos cedidos apresentarem níveis altos de inadimplemento, o excesso aumenta a segurança dos investidores ordinários (os cotistas seniores) de que receberão o valor de resgate de suas cotas.” (SALOMÃO NETO, 2014)

Nesse contexto, uma visão panorâmica da securitização nos conduz à elaboração do seguinte esquema geral, sem prejuízo da eventual presença de outros agentes igualmente importantes para o bom caminhar da operação, como o auditor independente, o agente fiduciário, as agências de *rating* e a seguradora<sup>20</sup>:

(a) Cessão de Direitos  
creditórios

---

<sup>20</sup> Acreditamos que para o propósito do presente trabalho, não seria adequado traçar as devidas considerações acerca desses agentes.



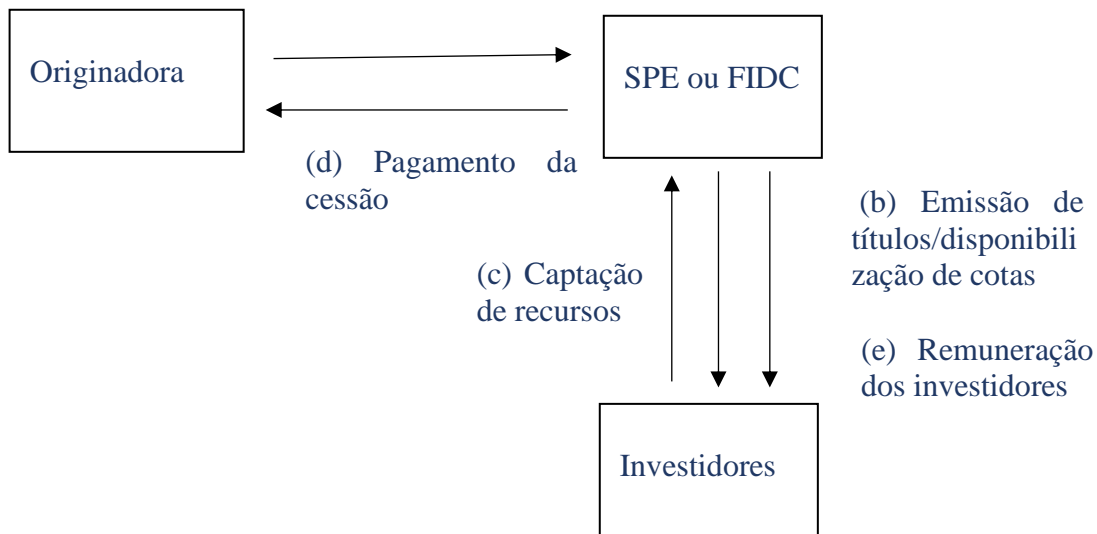


FIGURA 1 – Estrutura genérica da securitização de créditos

Fonte: Elaborado pelo autor

Em síntese, a sociedade originadora, por meio de uma operação de cessão, (a) transfere seus direitos creditórios ao veículo de propósito específico, que pode ostentar a forma de sociedade de propósito específico ou de fundo de investimento em direitos creditórios, como permite a atual legislação. O VPE, por sua vez, (b) coloca no mercado valores mobiliários, para posterior titularização pelos investidores, de forma a (c) angariar recursos. Com a receita obtida, o veículo realiza o (d) pagamento à originadora, correspondente à cessão realizada.

### 1.3 Vantagens e riscos da securitização

Como instrumento destinado a viabilizar maior circulação de riquezas, via captação prematura de recursos, a securitização favorece o contexto de desintermediação financeira, na medida em que busca angariar valores sem necessidade de intermediação de instituição financeira, com apelo direto ao mercado de capitais.

Dentre as vantagens na utilização do expediente, Kleber Pacheco de Castro e José Roberto Afonso trazem, a partir da literatura nacional estrangeira, rol que elenca oito itens:

“• [a securitização] facilita a criação de mercados de créditos financeiros. Na ausência deste tipo de operação, apenas acordos bilaterais seriam possíveis, como, por exemplo, o empréstimo bancário. Com a negociação dos créditos a terceiros, haveria um

natural crescimento do mercado de crédito, com mais tomadores e mais ofertantes;

- quando lastreada em ativos, é capaz de reduzir o risco de liquidez do mercado de crédito, evitando crises financeiras severas. A redução de risco, por sua vez, implica em redução do custo de financiamento;
- aumenta a dispersão dos ativos financeiros. Como usualmente são vários os cessionários participantes da operação envolvendo um ativo, desconcentra-se na prática a propriedade deste;
- incrementa a propensão a poupar da economia como um todo, haja vista a criação de um mercado para aplicações financeiras que proporciona retornos atrativos – normalmente acima da média;
- ao eliminar intermediários (bancos e agentes financeiros especializados), a securitização de ativos reduz custos de transação. O processo conecta a atividade de tomada de crédito com o mercado de capitais, facilitando a negociação entre tomadores e ofertantes de crédito, o que, quase sempre, significa menos custos para realizar a operação;
- diversifica o risco em diferentes níveis, que são atribuídos a diferentes agentes, atuando em sentido oposto ao tradicional sistema bancário de crédito, que concentra todo o risco em seus representantes, inviabilizando muitas vezes a expansão das empréstimos. O resultado disso é uma melhor alocação dos riscos e dos recursos no mercado, promovendo o fortalecimento do mercado financeiro;
- reduz o foco sobre a propriedade, uma vez que há efetivamente a transferência do direito sobre esta (na forma de ativos) para terceiros, tornando o cedente um administrador ou custodiante de recursos gerados pela operação. A propriedade, neste caso, seria de todos os investidores envolvidos na operação. Filosoficamente, admite-se a partir daí que o capitalismo deixaria de ser um capitalismo de propriedades, mas de administração de recursos; e
- absorve/reduz o impacto de recessões econômicas. A facilidade para acessar o mercado de crédito seria um amenizador de momentos de crise. Evidências históricas mostradas pelo autor corroboram esta tese." (DE CASTRO e AFONSO, 2018)

Os autores, de igual maneira, procuram trazer os riscos inerentes à operação que, desde a crise do subprime americano em 2008, preocupam a comunidade internacional. Isso porque o mecanismo seria responsável pela criação de um risco

sistêmico no mercado financeiro. Assim, os possíveis riscos no manejo da securitização podem ser agrupados em sete grupos:

- ”• risco de pré-pagamento, que está associado à possibilidade de antecipação do pagamento da remuneração do investidor, antes da data de vencimento prevista. Neste caso, o cessionário (investidor) teria alguma perda dos juros a que teria direito caso o pagamento se desse na data correta;
- risco da taxa de juros, que está associado à possibilidade de haver um descasamento entre a taxa utilizada na captação dos recursos e taxa utilizada no pagamento destes recursos. Por exemplo, uma operação pode ter um ativo remunerado a taxas pré-fixadas enquanto seu passivo é corrigido a taxas pós-fixadas. Neste caso, se houve um choque (aumento) dos juros na economia, a operação estará comprometida, pois a obrigação de remuneração aos investidores crescerá muito frente aos ativos securitizados;
- risco da taxa de câmbio, que está associado a possibilidade de haver um descasamento entre as moedas que estão atreladas ao ativo e passivo da operação. Ou seja, tal risco só se dará quando os recebíveis da operação foram indexados por alguma moeda estrangeira. Em caso de grande desvalorização da moeda nacional frente a estrangeira, haveria um aumento da obrigação do agente securitizador;
- risco operacional, que está associado aos riscos inerentes ao negócio. São eles: fraudes, demandas trabalhistas, falhas de sistemas de informação, falhas de gerenciamento, práticas inadequadas relativas a clientes, entre outros.”<sup>21</sup>

Diante de tal panorama geral das operações de securitização, passaremos a investigar a experiência prática realizada pelo Estado brasileiro em seu manejo, sobretudo no escopo de delimitar sua natureza jurídica, à luz das determinações da Lei de Responsabilidade Fiscal.

## **2.A SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS PELO SETOR PÚBLICO**

Conforme dados do Banco Central, o déficit primário consolidado do Brasil, em 2018, alcançou o valor de R\$ 108 bilhões, o que representa 1,57% do PIB. Apesar

---

<sup>21</sup> Os autores ainda trazem o risco de liquidez e o risco de seleção adversa de portfólio. O primeiro se verifica quando os títulos emitidos não encontram mercado secundário relevante, o que os torna pouco atrativos, diminuindo, assim, sua liquidez. No segundo caso, por vezes, seleciona-se os bons ativos para realização do negócio, enquanto aqueles de menor qualidade são mantidos em carteira.

da diminuição em relação ao exercício anterior, no qual o resultado fiscal fechou o ano negativo em R\$ 124,4 bilhões (1,9% do PIB), a trajetória ainda é preocupante. A Dívida Bruta do governo atingiu a cifra de R\$ 5,3 trilhões, valor que representa 76,7% do PIB. Em meio ao quadro de fragilidade fiscal, florescem discussões acerca do eventual caminho a ser pavimentado para reverter a atual situação.<sup>22</sup>

As reformas da previdência e a tributária despontam como medidas estruturais, cujo escopo de recuperação das contas públicas só pode ser atingido a longo prazo, exigindo-se, ainda, vigoroso esforço político no sentido de se compatibilizar os interesses envolvidos, além de se preservar a força normativa de nossa Constituição Cidadã, especialmente no que toca ao núcleo essencial dos direitos sociais.

Nesse contexto, no campo das propostas que pretendem apresentar solução com impacto a menor prazo, a securitização da dívida pública exsurge como nova fronteira de atuação do Poder Público, instrumento próprio do mercado de capitais que vêm sendo amplamente utilizado por estados e municípios. E, se de um lado o apelo a ferramentas inovadoras ganha força no atual quadro de desajuste fiscal, de outro, crescem os questionamentos acerca do risco envolvido nessas operações.<sup>23</sup>

---

<sup>22</sup> Dados retirados diretamente do portal do Banco Central.

<sup>23</sup> A título ilustrativo, além dos questionamentos levantados pelo TCU, conforme retratado pelo Acórdão nº 772.16, que trata de operações realizadas pelos municípios de Belo Horizonte, Nova Iguaçu e Distrito Federal, citamos os seguintes expedientes em curso, a respeito de operações realizadas pelos mais diversos entes federativos do Brasil:

- No Rio de Janeiro, o Ministério Público do Estado ajuizou Ação Civil Pública, que tramita sob os autos nº 0297334-52.2017.8.19.0001, contra a Companhia Fluminense de Securitização (CFSEC S/A) sob o fundamento de que suas operações seriam ilegais e constitucionalmente proibidas, além de terem como consequência o aumento do endividamento público estadual. (<https://www.mprj.mp.br/web/guest/home/-/detalhe-noticia/visualizar/51301>)
- O Tribunal de Contas do Estado de Pernambuco suspendeu pregão da Prefeitura de Recife, cujo objeto é a operacionalização da empresa destinada a lançar debêntures no mercado de títulos lastreadas na dívida ativa do município. (<http://www.tce.pe.gov.br/internet/index.php/lista-noticias/143-junho/2375-tce-suspende-pregao-da-prefeitura-do-recife>)
- O Tribunal de Contas do Estado do Rio Grande do Sul deferiu cautelar à representação do Parquet de Contas junto àquele Tribunal (TC 11474-0200/16-6), suspendendo o funcionamento da INVESTPOA, criada para operar mecanismo semelhante. (<http://www.febrafite.org.br/wp-content/uploads/2016/11/decisao0911POA.pdf>)
- O mesmo fez o TCE do Paraná, suspendendo operações de cessão de direitos creditórios pela empresa PRSEC S/A. (<https://www1.tce.pr.gov.br/multimedia/2016/9/pdf/00302647.pdf>)

A maior celeuma, sem dúvidas, diz respeito à eventual caracterização jurídica da securitização como operação de crédito, nos termos do disposto no artigo 29, inciso III combinado com o artigo 37 da LRF, cujo efeito imediato seria a submissão da operação às restrições, limites e condições presentes nesse diploma, bem como nas Resoluções nº 40/2001 e 43/2001 do Senado Federal.

Parece-nos razoável, nesse ponto, construir sólidas balizas em torno do conceito de operação de crédito, do ponto de vista jurídico, permitindo efetiva contraposição – ou aproximação – com as operações de securitização.

Assim, levando-se em conta a relevância da transferência substancial ou não de riscos do ativo ao adquirente – apta a caracterizar presença de garantias da originadora ao adimplemento do crédito – poder-se-ia vislumbrar a aproximação da securitização de ativos do setor público com uma simples operação de alienação de ativos ou como uma efetiva operação de crédito, no espírito, inclusive, do disposto no Projeto de Lei nº 459/2017. Mas não é só isso, há diversas outras questões que gravitam a matéria, suscitando diversas dúvidas acerca não só da constitucionalidade do ajuste, como do efetivo compromisso firmado pelo Poder Público.

## 2.1 Da natureza jurídica da securitização de ativos pelo setor público

O Estado e o capital não são fenômenos distintos, surgindo ambos da crença pós-feudal no progresso e no conseqüente mito compartilhado do crédito e do mercado. Derivado do latim *credere*, crédito simboliza confiança, o credo de que o dinheiro, a produtividade e a propriedade crescerão.

Do ponto de vista jurídico, a noção de crédito, no seio de uma relação obrigacional, traduz o direito subjetivo do sujeito ativo em exigir contraprestação de caráter patrimonial, o que, no presente contexto, relaciona-se intimamente com a

- 
- Do mesmo modo, diversas representações foram apresentadas junto ao Tribunal de Contas do Município de Salvador (Processo 05098-17 - Protocolado em 06/07/2017), Ministério Público Federal (00030462/2017 - Protocolado em 06/07/2017) e Ministério Público do Estado da Bahia (MP/BA 3.9.135644/2017 - Protocolado em 05/07/2017), questionando a criação da Companhia de Desenvolvimento e Mobilização de Ativos de Salvador – CDEMS.
  - O *Parquet* de Contas mineiro apresentou representação junto ao TCE/MG visando à suspensão de novas transferências patrimoniais de bens da Prefeitura de Belo Horizonte para a empresa PBH Ativos S/A, além da proibição de se emitir novas debêntures. (<http://www.otempo.com.br/capa/pol%C3%ADtica/mp-de-contas-pede-suspens%C3%A3o-de-repasses-para-pbh-ativos-1.1537706>)
  - Em São Paulo, tramita Ação Popular ajuizada contra a Companhia Paulista de Securitização - CPSEC, sob os autos nº 1039132-29.2016.8.26.0053, além de representação protocolada no Tribunal de Contas do Estado pelo Sindicato dos Agentes Fiscais de Rendas – SINAFFRESP, que tramita sob os autos de nº 24428.026.16.

noção de empréstimo. Para Geraldo Ataliba, a operação de crédito abrange quaisquer operações que envolvam a utilização de recursos de outrem por um período de tempo, de modo a extrapolarem-se as noções de mútuo e de comodato (ATALIBA, 1973).

O regime jurídico dessas operações, quando celebradas pelo Poder Público, é tratado tanto pela Constituição quanto pela legislação infraconstitucional.

Já no artigo 22, VIII, a Constituição reservou à União competência privativa para legislar sobre política de crédito, câmbio, seguros e transferência de valores. Ao Senado, conforme estabelece o artigo 52, incisos V a IX<sup>24</sup>, destacam-se competências relativas ao estabelecimento de limites globais e condições para operações de crédito, além de autorizações para operações externas de natureza financeira, o que foi materializado pelas Resoluções de nº 40 e 43, ambas de 2001, além da Resolução nº 48/2007.

Além disso, conforme estabelece o mandamento do artigo 163, da Constituição Federal<sup>25</sup>, a Lei de Responsabilidade Fiscal, em seu artigo 29, inciso III, traz o seguinte conceito para as operações de crédito:

“Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições:

---

<sup>24</sup> Art. 52. Compete privativamente ao Senado Federal:

(...)

V - autorizar operações externas de natureza financeira, de interesse da União, dos Estados, do Distrito Federal, dos Territórios e dos Municípios;

VI - fixar, por proposta do Presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios;

VII - dispor sobre limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo Poder Público federal;

VIII - dispor sobre limites e condições para a concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno;

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

<sup>25</sup> Art. 163. Lei complementar disporá sobre:

(...)

II - dívida pública externa e interna, incluída a das autarquias, fundações e demais entidades controladas pelo Poder Público;

III - concessão de garantias pelas entidades públicas;

IV - emissão e resgate de títulos da dívida pública;



(...)

III - operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros;"

Como se pode perceber, a lei traz um conceito amplo para o termo, não o restringindo à operação de mútuo convencional. Diante disso, para alguns autores, o dispositivo reclamaria do intérprete atenção redobrada para, em frente à multiplicidade de negócios aptos a caracterizar operação de crédito, não adotar postura discricionária que inclua quaisquer operações na definição elencada, sobretudo diante da expressão "outras operações assemelhadas". Para Heleno Taveira Torres:

"Questão tormentosa, portanto, reside na utilização da expressão 'e outras operações assemelhadas', o que permitiria a compreensão de que se está diante de definição exemplificativa, e não taxativa. Contudo, esta é mesmo regra limitativa da autonomia dos Estados, com afetação às finanças públicas dos entes estatais, com efeito sobre o próprio federalismo fiscal, o que impede qualquer recurso a interpretações ampliativas ou capazes de acrescer limites que a LRF não constitui. Com 'outras operações assemelhadas', somente pode-se entender aquilo que se mantenha em conexão material ou causal com contratos de 'mútuo', de 'abertura de crédito', de 'emissão e aceite de título', de 'aquisição financiada de bens', de 'recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços', de 'arrendamento mercantil' ou 'uso de derivativos financeiros'. Ou seja, somente terá o condão de se afirmar como 'operação de crédito' vedada pela LRF, ainda que na forma de 'novação', 'refinanciamento' ou 'postergação', alguma operação que mantenha identidade ou semelhança com estas modalidades, devido ao caráter taxativo e vinculante dos atos e negócios jurídicos defesos pela LRF."

Em igual sentido, elucida o artigo 37, acerca das operações equiparadas às de crédito:

Art. 37. Equiparam-se a operações de crédito e estão vedados:

I - captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido, sem prejuízo do disposto no § 7º do art. 150 da Constituição;

II - recebimento antecipado de valores de empresa em que o Poder Público detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto, salvo lucros e dividendos, na forma da legislação;

III - assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de título de crédito, não se aplicando esta vedação a empresas estatais dependentes;

IV - assunção de obrigação, sem autorização orçamentária, com fornecedores para pagamento a *posteriori* de bens e serviços.

Para balizar a interpretação do instituto, diante das múltiplas configurações de negócios passíveis de serem enquadrados como operação de crédito, Heleno Taveira Torres propõe sua leitura a partir de três elementos: (i) a confiança, (ii) o capital e (iii) o tempo. (TORRES, 2014, p. 448)

Sobre o mesmo tema, o Manual de Demonstrativos Fiscais editado pela Secretaria do Tesouro Nacional dispõe:

“Em regra, as operações de crédito possuem pelo menos uma das seguintes **características**:

a) Envolvem o **reconhecimento**, por parte do setor público, **de um passivo**, que equivale a um aumento do endividamento público com impactos no montante da dívida pública e na capacidade de endividamento do ente;

b) Pressupõem a **existência de risco de não adimplemento** de obrigações que, em geral, materializa-se na forma de cobrança de juros explícitos ou implícitos, deságio e demais encargos financeiros, tendo como consequência uma redução do Patrimônio Líquido do ente que equivale a um aumento do valor original da dívida e

c) **Diferimento no tempo**, uma vez que, em regra, as operações de crédito envolvem o recebimento de recursos financeiros, bens, ou prestação de serviços, os quais terão como contrapartida a incorporação de uma dívida a ser quitada em momento futuro.” (STN, 2014)

Para melhor compreender a questão, no que toca à caracterização da securitização como operação de crédito, Luis Felipe Vidal Arellano adentra à análise do Pronunciamento nº 38 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis que dispõe que a baixa contábil de um instrumento financeiro ocorre tão somente quando haja transferência substancial de todos os riscos e benefícios da propriedade do ativo financeiro, de forma que tal transferência deve ser avaliada em função do fluxo de caixa esperado da entidade, antes e depois da operação. (ARELLANO, 2019, p. 302 e 303). Nesse ponto, no tocante à securitização, o autor ressalta que:

“No caso de operações que envolvam a subscrição de debêntures ou cotas subordinadas, entende-se que haveria retenção substancial dos riscos e que, portanto, não seria adequada a baixa dos créditos transferidos no ativo da entidade originadora. Isso, porém, nem sempre será verdadeiro, visto que a cessão pode envolver transferência substancial do risco mesmo em face da existência de ordem de preferência de pagamento. Tratar-se-á, portanto, de uma questão a ser avaliada a cada caso, em face do tamanho das debêntures/cotas subordinadas em relação à obrigação de pagamento às debêntures/cotas seniores. Se, em função das variáveis concretas, for altamente improvável a ausência de pagamento das debêntures/cotas seniores, recaindo todo o risco sobre o detentor das debêntures/cotas subordinadas, então, deve-se inequivocamente manter o registro do instrumento financeiro no ativo da entidade cedente.”

Esse “reforço de crédito” é o que torna mais complexa a distinção entre a securitização e as operações de crédito. Para o autor, mesmo diante da subscrição pelo cedente de debêntures ou cotas subordinadas, não haveria que se falar em operação de crédito, uma vez que o risco do cessionário não é o risco de inadimplência do cedente, que sequer teria corresponsabilidade pela solvência dos créditos. O risco, a bem da verdade, seria de inadimplência dos devedores dos créditos cedidos. Por outro lado, caso haja compromisso de aportes adicionais em caso de aumento da inadimplência dos créditos, restaria clara a garantia integral de solvência dos créditos pela originadora, caracterizando-se como operação de crédito.

Tomando como base a definitividade da cessão e a ausência de garantias ao adimplemento do crédito, a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional – PGFN, por meio dos Pareceres PGFN/CAF/Nº 1975/2012 e PGFN/CAF nº 1579/2014 afastou a ideia de que a securitização se enquadraria como operação de crédito.

De igual forma, o artigo 37 da LRF, ao equiparar à operação de crédito a captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição, cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido, não seria passível de subsunção às operações de securitização, na medida em que os créditos securitizados pelos entes públicos, em

sua maioria, são oriundos de parcelamentos tributários, isto é, já se encontram constituídos e com seus respectivos fatos geradores verificados.<sup>26</sup>

Essas noções parecem ter sido adotadas pela Resolução nº 11/2015 do Senado Federal, que deu nova redação ao artigo 5º da Res. Nº 43/2001, posteriormente modificada pela Res. Nº 17/2015. Ao vedar cessão de fluxos de recebimentos de direitos creditórios que não sejam definitivas ou que envolvam a concessão de garantias de solvência dos créditos em relação ao adquirente, o Senado parece ter clareado tanto a questão relativa à transferência do risco, melhor delimitando a fronteira entre operação de crédito e alienação de ativos. Inclusive, a Comissão de Assuntos Econômicos – CAE, no Parecer CAE nº 463/2016, em resposta a aviso do Tribunal de Contas da União, acerca do Acórdão 772/2016, deixou clara a intenção de facilitar as operações de securitização. Na linha do que argumenta o Relator, o Senador Lindbergh Farias, nem mesmo o reforço de crédito, via subscrição de cotas subordinadas, seria suficiente para caracterizar uma operação de crédito, devendo ser levada em conta a proporcionalidade da garantia ofertada. Somente se for manifestamente excessiva, estaria configurada operação de crédito.

Nesse panorama, conforme argumenta Luis Felipe Arellano, ainda que a securitização, do ponto de vista econômico e contábil, possa se aproximar de uma operação de crédito, do ponto de vista jurídico, não haveria como extrair tal conclusão, nos termos do preconizado pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Havendo transferência aos investidores, ainda que não integral, dos riscos e benefícios intrínsecos aos ativos, a operação se caracterizaria como alienação de ativos. (ARELLANO, 2019)

É o que também defende Erick Tavares Ribeiro, que não vislumbra assunção de compromisso financeiro por parte do Estado em operações de securitização, tampouco de endividamento:

“Fica muito claro que, qualquer que seja a modalidade escolhida, o originador não assume qualquer espécie de endividamento, uma vez que não se torna devedor, seja do veículo, seja dos investidores que adquirem os títulos. Com a segregação de um ativo do seu patrimônio, o cedente dos créditos não se torna responsável pelo pagamento aos investidores.

---

<sup>26</sup> Para José Roberto Afonso e Kleber Pacheco de Castro: “Se há certa incerteza quanto à caracterização da operação de securitização como operação de crédito, parece menos problemático o debate em torno da concepção de “antecipação de receita orçamentária”. Esta modalidade de receita – que é restringida pela LRF – é levantada como ponto fraco da securitização por alguns críticos do projeto. Ocorre que é infundada a alegação de antecipação, haja vista que tratar-se de um fluxo de recursos que deveria ter sido recebido no passado, mas que não se efetivou.”

Em decorrência da cessão de créditos, o Estado (inclusive seus fundos de previdência) não se responsabiliza nem mesmo pelo repasse do fluxo de capitais.

A operação, deste modo, pode ser descrita como uma operação com ativos, como uma alienação de um específico ativo (no caso, o fluxo a receber decorrente de um direito de crédito), à semelhança do que poderia ocorrer com outros ativos do Estado: títulos federais, automóveis, mobiliário antigo. Apenas se transforma uma riqueza estática em dinâmica.

A securitização, assim, aparece como instituto jurídico que congrega uma série de instrumentos adequados à circulação dos créditos.

Não há, portanto, que se cogitar de responsabilidade do ente público cedente, de garantia de pagamento do fluxo adquirido pelos investidores ou de contração de dívida. Tem-se somente alienação do ativo." (RIBEIRO, 2014)

De outro lado, diversos órgãos de controle, setores da sociedade civil e da comunidade jurídica em geral questionam não só a constitucionalidade, como também os eventuais prejuízos que a operação pode causar.

Parcela da doutrina, por exemplo, defende interpretação mais ampliada da Lei de Responsabilidade Fiscal, de maneira a se estender o conteúdo da expressão "compromisso financeiro" e "outras operações assemelhadas". Seria o necessário diante da impossibilidade de o legislador prever todas as hipóteses do gênero, que costumam crescer nos períodos de frustração de receita. O espírito da LRF, assim, seria de limitar o comprometimento de receitas futuras, garantindo a hígidez financeira e a própria estabilidade econômica do país, a partir de um conceito de operação de crédito muito mais amplo e abrangente. (OLIVEIRA, 2016)

Dessa forma, seria irrelevante, por exemplo, se os fatos geradores já ocorreram. A bem da verdade, a arrecadação futura seria objeto de troca intertemporal, por meio da qual seu valor futuro é entregue de forma antecipada, com alto valor de deságio. O que interessaria à LRF seria a essência da troca financeira intertemporal, independentemente do desenho jurídico da operação. E, reconhecida a securitização como operação de crédito, deve-se prestigiar a dicção do artigo 32 da Lei de Responsabilidade Fiscal, que exige autorização do Ministério da Fazenda para que os entes federativos contraiam empréstimos.

Em acréscimo, conclui Júlio Marcelo de Oliveira:

"Destaque-se ainda que tais operações de crédito, ainda que compatíveis com a capacidade de endividamento do ente, quando

feitas em contexto de elevada taxa de juros, como o atual, implica necessariamente elevado deságio em relação ao valor original dos créditos. Desse modo, a arrecadação obtida no presente será muito pequena em relação ao fluxo de caixa futuro, transferindo grande parcela de riqueza do estado para os investidores e para as instituições responsáveis pela intermediação financeira, quando todo o trabalho de cobrança dos créditos continuará sendo responsabilidade do ente estatal.”<sup>27</sup> (OLIVEIRA, 2016)

Para Arellano, contudo, não se pode afirmar que a existência de deságio, por si só, configure operação de crédito, pois não significaria prejuízos ao cedente, sobretudo em face da cessão de créditos pendentes de pagamento e de difícil recuperação. (ARELLANO, 2019) De outro lado, parte da doutrina entende que o deságio intrínseco à operação seria espécie de benefício fiscal transversal, na medida em que, por meio da desvalorização do ativo, ocorreria o perdão parcial da dívida de parte dos devedores. (SOUZA NETO, 2018)

Além disso, a baixa recuperabilidade do crédito refletiria em enormes deságios, chegando a ser superior a 95% dos valores inscritos em dívida, o que não representaria vantajosidade a longo prazo para o Poder Público (ANACLETO, 2015). A questão, a bem da verdade, merece reflexão mais profunda, inclusive, a partir de um olhar estrutural sobre a eficiência do sistema tributário nacional, marcado por volumosas renúncias fiscais<sup>28</sup> e programas de parcelamento tributário<sup>29</sup>, cujo devido aprofundamento destoaria do objetivo do presente trabalho.

É aqui que também a situação ganharia contornos mais drásticos no que toca ao desrespeito ao princípio da isonomia, uma vez que os direitos creditórios cedidos seriam oriundos de parcelamentos a longo prazo, dentro de programas de incentivo, o que favoreceria o contribuinte inadimplente, que poderia, inclusive, tornar-se investidor de sua própria dívida com a Fazenda.

Nesse sentido, destacam-se também as críticas relativas à falta de transparência nos projetos de lei dos entes federativos que autorizam tais operações, que ao não serem submetidos ao devido escrutínio público antes de sua aprovação,

---

<sup>28</sup> Somente em 2019, a estimativa é que persistam algo em torno de R\$ 376 bilhões em renúncias fiscais no nível da União (<https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/09/20/governo-estima-conceder-r-376-bi-em-incentivos-fiscais-em-2019.ghtml>).

<sup>29</sup> Como se pode ler em <https://oglobo.globo.com/economia/novo-refis-o-31-programa-de-parcelamentos-especiais-em-17-anos-21419078>, foram mais de 30 programas de reparcelamento desde a Lei de Responsabilidade Fiscal, o que provoca certa reflexão sobre eventual política em favor da inadimplência deliberada de tributos.

acabam por suscitar diversas dúvidas acerca do montante do fluxo de caixa futuro de que se está abrindo mão. (OLIVEIRA e SCARPINO JR, 2015)

Outro problema diz respeito à securitização como política de Estado, não só de governo, visando a mitigar eventuais prejuízos intergeracionais. Mesmo se se tratar de mera alienação de ativos, chama atenção em que medida o artigo 44 da LRF<sup>30</sup> terá concretude, ao evitar que os recursos sejam usados para despesas de custeio, em tempos de malfadada flexibilização da própria regra de ouro.<sup>31</sup>

Em acréscimo, outras questões polêmicas surgem acerca da securitização. Órgãos de classe da Advocacia Pública sempre apresentaram diversas inconsistências nas operações. Tomando por conta a noção do crédito tributário ser inalienável, indisponível e cobrado mediante atividade administrativa plenamente vinculada, não haveria como alienar o direito autônomo a ele ligado. Isso porque não há como separar juridicamente tal direito do direito à percepção do fluxo financeiro. (OLIVEIRA, 2016)

Assim, permanecendo os poderes de cobrança do crédito com a respectiva procuradoria do ente cedente, colocar-se-ia em xeque a definitividade da cessão. E, conforme já defendido pela PGFN, no bojo do Parecer nº 1505/2015<sup>32</sup> a cobrança da dívida ativa é atividade típica de Estado, impossível de ser delegada a particulares, sob pena de violação ao artigo 131, §3º da Constituição<sup>33</sup>.

---

30 Art. 44. É vedada a aplicação da receita de capital derivada da alienação de bens e direitos que integram o patrimônio público para o financiamento de despesa corrente, salvo se destinada por lei aos regimes de previdência social, geral e próprio dos servidores públicos.

<sup>31</sup> Conforme aponta o relator do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2019, Dalirio Beber, no Parecer 8/2018 da Comissão Mista de Planos, Orçamentos Públicos e Fiscalização (CMO): "A dívida pública está sendo alimentada com gastos que meramente se exaurem em si mesmos, sem agregar valor, seja na forma de bens, seja na de conhecimento. Estamos nos endividando para pagar pessoal, benefícios e juros e manter isenções tributárias". Disponível em: [http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra?codteor=1676406&filename=PAR+1+CMO+%3D%3E+PLN+2/2018+CN](http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1676406&filename=PAR+1+CMO+%3D%3E+PLN+2/2018+CN).

<sup>32</sup> Responsável por analisar a constitucionalidade do Projeto de Lei Complementar de nº 181, de 2015 e Projeto de Lei de nº 3.777, de 2015, que dispõem sobre a cessão de créditos inscritos em dívida ativa da União a instituições de direito privado e dão outras providências, situação parecida em grande medida com a tratada pelo PLP 459.

<sup>33</sup> Art. 131. A Advocacia-Geral da União é a instituição que, diretamente ou através de órgão vinculado, representa a União, judicial e extrajudicialmente, cabendo-lhe, nos termos da lei complementar que dispuser sobre sua organização e funcionamento, as atividades de consultoria e assessoramento jurídico do Poder Executivo.

(...)

§ 3º - Na execução da dívida ativa de natureza tributária, a representação da União cabe à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, observado o disposto em lei.



Para Arellano, trata-se de indevida confusão, cuja base remonta à falta de técnica em distinguir a leitura dos fenômenos do cotidiano a partir das diferentes lentes apresentadas por ciências distintas, isto é, a ciência do Direito e da Contabilidade<sup>34</sup>. Daí as severas críticas do autor às Instruções de Procedimentos Contábeis IPC 13, que concluem pela impossibilidade da cessão de fluxo de recebíveis com retenção da titularidade do crédito e da cobrança, sem que sejam retidos riscos substanciais, extraindo indevidamente conclusões jurídicas de fatos meramente contábeis. Assim, seria plenamente possível conferir caráter autônomo do direito creditório, separado do crédito em si.

A matéria, como se pode ver, carrega inúmeras divergências na doutrina, demandando contínuo estudo e aprofundamento. Nesse sentido, o PLP nº 459/2017 parece fornecer maior segurança jurídica aos gestores, apesar de, a nosso sentir, merecer reflexão mais aprofundada sob o prisma do sistema tributário em geral.

## **2.2 O Projeto de Lei Complementar nº 459, de 2017**

O Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 204 de 2016, de autoria do Senador José Serra (PSDB/SP), convertido na Câmara para PLP nº 459/2017, permite “[...] aos entes da federação, mediante autorização legislativa, ceder direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários, objeto de parcelamentos administrativos ou judiciais, inscritos ou não em dívida ativa, a pessoas jurídicas de direito privado”.

Por meio de referido projeto, não haveria mais necessidade de um intermediário para executar a operação, como o veículo de propósito específico ou fundo de investimento. Além disso, não haveria conversão do crédito em títulos ou cotas, mas sim sua alienação direta e definitiva pela pessoa jurídica de direito público ao investidor particular, com aplicação de deságio. O projeto prevê, ainda, que as operações não imponham qualquer ônus futuro não sejam caracterizadas como operação de crédito, mas sim como alienação de ativos.

---

<sup>34</sup> Como afirma o autor: “os objetivos da Contabilidade não coincidem com os objetivos do Direito. A Contabilidade é o conjunto de conhecimentos e técnicas voltados ao registro de fatos com impacto sobre o patrimônio de uma organização. Seu interesse principal é na geração de informações, por meio de relatórios, que reflitam da maneira mais fiel o possível o valor do patrimônio da organização em todas as suas componentes, bem como o resultado de suas atividades. O Direito, por sua vez, tem como um de seus valores fundamentais a ideia de segurança e de estabilização das expectativas na sociedade, visando à pacificação dos conflitos. Neste contexto, embora se tratem de ramos do conhecimento que com frequência se cruzam, não é correto, do ponto de vista metodológico, pretender extrair de procedimentos contábeis consequências definitivas em matéria jurídica. Esse equívoco, muito comum na área do direito financeiro, comercial, econômico e tributário, tende a conduzir a conclusões juridicamente erradas, baseadas em uma petição de princípio (petitio principii)” (ARELLANO, 2019, p. 327).

Aqui já começariam os problemas, em virtude de contradição com outro trecho da proposta, que prevê que a cessão se dê apenas sobre o “direito autônomo ao recebimento do crédito”. Volta ao debate a possibilidade de se cingir o direito creditório do crédito em si. Aqui ganha força o debate sobre a eventual distinção entre o crédito em si e o direito autônomo a seu recebimento, o que, se para Arellano advém de confusão entre o Direito e a Contabilidade, para Júlio Marcelo de Oliveira, como já dito, não seria possível tal separação.

Diante disso, haveria realmente definitividade da cessão?

O questionamento ganha força na medida em que a cobrança continuaria a ser feita pelos órgãos de Advocacia Pública<sup>35</sup>, isso porque a privatização da dívida ativa, como explanado anteriormente, esbarraria no princípio da indisponibilidade do interesse público, na medida em que os créditos nela inscritos gozam de indisponibilidade e inalienabilidade, ressalvados os casos previstos no artigo 150, § 6º da Constituição, restando possível apenas a cessão do fluxo financeiro.

Ponto polêmico, da mesma maneira, seria a vinculação da receita de impostos à remuneração dos investidores, em descumprimento ao artigo 167, inciso IV da Constituição Federal. Ao alienar recebíveis futuros, oriundos de parcelamentos tributários, por exemplo, o cedente automaticamente vincularia o fluxo financeiro tributário ao pagamento dos investidores. Poder-se-ia advogar em torno da classificação da operação como ARO – antecipação de receita orçamentária, uma das exceções constitucionais. Contudo, como salienta Pedro Henrique Gomes Sales:

“...se encararmos a securitização como uma ARO, incorreremos em dois problemas: (i) voltaremos a cometer as falhas apontadas pelo TCU, quando o órgão afirmara, anteriormente, que a securitização é uma operação de crédito (ARO) mascarada para fugir ao controle do endividamento e (ii) teríamos de aceitar que um determinado Chefe do Poder Executivo teria ingerência sobre créditos tributários futuros

---

<sup>35</sup> Sobre esse ponto, em especial, cabe destacar o posicionamento de Antônio Velloso Carneiro: “Falando em amarras, o projeto prevê que a cobrança do crédito caberá ao próprio governo, o que de tão lesivo ao interesse público chega a ser inconstitucional. Por que manter a procuradoria pública atolada com o trabalho de uma cobrança que não beneficiará o governo, e sim o investidor privado? E mais, ao reter a prerrogativa de cobrança, o governo assume dever fiduciário perante o investidor, que cobrará indenização se a procuradoria for omissa ou desidiosa na cobrança, o que é provável por causa do desinteresse econômico do órgão público formalmente encarregado pela cobrança.

O investidor, por outro lado, não poderá turbinar a cobrança com seus próprios assessores, perdendo-se todo o potencial trabalho de advogados especializados, firmas de investigação patrimonial ou negociadores profissionais, por exemplo. Como via de regra defendem interesses indisponíveis, as procuradorias não têm experiência na negociação de acordos, que é a ferramenta básica da indústria da cobrança. Enfim, nenhum investidor será louco de ficar na mão de advogados públicos que, por lei, não lhe devem satisfação. E, se o louco aparecer, é certo que cobrará mais deságio ainda.”

que venceriam, eventualmente, no mandato de seu sucessor<sup>36</sup>.”  
(RAMOS SALES, 2016)

Igualmente, ganha relevo o debate sobre a vinculação de receitas, no que tange à destinação de valores a entes subnacionais e às despesas em Ações e Serviços Públicos de Saúde (ASPS) e Manutenção e Desenvolvimento do Ensino (MDE). Nesse ponto, o projeto apresenta proposta no sentido de se preservar a base de cálculo dessas vinculações, além de não abranger percentuais de crédito que pertençam a outros entes da federação, o que, ao menos em tese, não frustraria as obrigações constitucionais com saúde, educação e transferências a demais entes.

Para aqueles que se simpatizam em certa medida com o projeto, haveria subutilização do potencial do instituto por ele regulado. Ao contemplar apenas créditos objetos de parcelamentos, o tamanho do ativo a ser securitizado se reduz fortemente em comparação à totalidade da dívida ativa. O objeto de securitização do projeto de lei abrangeria apenas 6,8% de seu potencial, considerando o estoque do governo central (DE CASTRO e AFONSO, 2018).

Em acréscimo, a segurança jurídica seria reforçada pela atualização dos valores do crédito segundo a taxa Selic, usada pelo mercado privado, ao invés de se prestigiar os critérios originais aplicados à dívida ativa e aos demais créditos tributários. Além disso, não há previsão no projeto sobre eventual cancelamento da inscrição em dívida ativa dos créditos cedidos. (CARNEIRO, 2017) (DE CASTRO e AFONSO, 2018)

Ademais, não haveria clareza sobre o deságio envolvido na operação, que pode variar de 5% a 10%, até 65%, conforme mostra José Roberto Afonso. Em contrapartida, há aqueles que projetam valores próximos de 95%, como dito anteriormente.

A falta de precisão em relação ao percentual liga-se intimamente à qualidade da dívida ativa cedida, no que diz respeito à expectativa de seu recolhimento. Como o projeto apenas prevê a securitização de créditos objetos de parcelamento, o grau de

---

<sup>36</sup> Vale dizer que Arellano, entretanto, não compartilha do mesmo entendimento no que toca à cessão de direitos creditórios com vencimento em exercícios posteriores ao término do mandato do atual governante: “Não dividimos a opinião quanto à limitação da cessão de créditos relativos a exercícios posteriores ao encerramento do mandato do chefe do Poder Executivo como regra geral. Primeiramente, é preciso observar que tal regra se encontra expressa apenas quanto à participação governamental obrigatória, nas modalidades de royalties, participações especiais e compensações financeiras, no resultado da exploração de petróleo e gás natural, de recursos hídricos para fins de energia elétrica e de outros recursos minerais (artigo 5º, VI, a e b da Resolução SF n. 43/2001), não se aplicando automaticamente para as demais espécies de cessão de créditos. No mais, não é verdade que qualquer cessão comprometa o equilíbrio intergeracional, sendo certo que há aplicações para os recursos antecipados que poderão gerar resultados para as gerações vindouras, sendo esse o aspecto essencial a se observar.” (ARELLANO, 2019, p. 331)

sua recuperabilidade ganha força, o que, se de um lado impacta na redução da dívida líquida, conforme o governo recupera importante parcela de seu orçamento passado (DE CASTRO e AFONSO, 2018), de outro, provoca questionamentos de cunho intergeracional.

A questão que se coloca é: a operação, do ponto de vista financeiro, seria realmente vantajosa para o Poder Público? A questão ganha contornos interessantes em face da proposta de redação do Art. 39 –A, § 4<sup>o</sup><sup>37</sup>, que dispõe que o cedente não poderá prejudicar os demais entes que se beneficiariam da parcela do crédito cedido. Sobre o tema, vejamos a seguinte situação hipotética:

“Tomemos, como exemplo, um estado fictício que possui créditos de ICMS em desfavor de um determinado estabelecimento varejista que atua no ramo de peças automobilísticas. O empreendimento tinha um débito junto à fazenda estadual e aderiu a um programa de parcelamento. A dívida do contribuinte, devidamente novada, deveria ser paga em cinquenta prestações de dois mil reais. Dessa forma, a expectativa do tesouro deste estado fictício é agregar aos cofres locais o montante de cem mil reais em cinquenta meses. É sabido que um quarto deste valor deve ser repassado aos municípios. Logo, a expectativa de arrecadação efetiva é de setenta e cinco mil reais.

Aprovado o programa de securitização, o estado poderá antecipar o valor a receber, o que ocorrerá sob forte deságio. Claro, para justificar o abandono de investimento em renda fixa com uma taxa básica de juros de 14,25%, sem nenhum risco, o investidor não vai querer comprar o risco do inadimplemento pagando um preço alto. Vale lembrar a máxima de que o banco nunca perde.

No intuito de ilustrar a dimensão do prejuízo, imaginemos uma operação levada a efeito com deságio de 50%. É evidente que estamos tratando de uma perda bastante substancial, mas não é só isso – diga-se de passagem. Cabe lembrar aqui a ocorrência de um segundo prejuízo. De acordo com o que dispõe o Projeto, o ente cedente não pode prejudicar os demais entes subnacionais que receberiam a partilha do crédito cedido. Em bom português: quem cede os direitos creditórios assume o deságio sozinho. A regra é, em alguma medida, salutar para não vulnerar ainda mais as finanças dos municípios brasileiros. Salutar, mas cruel para fins de viabilidade do negócio.

---

<sup>37</sup> Art. 39 –A, § 4<sup>o</sup>, dispõe que A cessão de direitos creditórios não poderá abranger percentuais do crédito que, por força de regras constitucionais de repartição, pertenceriam a outros entes da Federação e a fundos constitucionais.

O estado fictício que receberia cem mil reais a título de ICMS parcelado iria apropriar-se, efetivamente, de setenta e cinco mil reais. Entretanto, após ceder o crédito com deságio de 50%, vai receber apenas cinquenta mil reais. Não se pode perder de vista que apenas vinte e cinco mil reais serão integrados ao tesouro local, dado o dever legal do ente cedente em proceder ao repasse integral da transferência constitucional devida às municipalidades. Partir de uma expectativa de apropriação de setenta e cinco mil reais e lograr arrecadar apenas vinte e cinco mil é uma realidade dura.

Matematicamente, ao menos com relação aos tributos partilháveis, demonstramos que a “venda” dos ativos a receber é quase uma entrega desesperada. Isso porque o ente perde duas vezes: a primeira no deságio e a segunda no dever de promover o repasse cheio da transferência. Após verificar que a cessão terá os efeitos próprios de uma dilapidação, vamos examinar a natureza daquilo que será vendido a preços módicos.

O alvo do programa de securitização, nos termos do PLS 204/16, será o estoque de créditos inscritos em dívida ativa objeto de parcelamento judicial e administrativo. Ora, antes de vender alguma coisa, importa saber a qualidade do que se vende. E aqui mais uma surpresa: a proposta é vender o que há de bom no estoque de recebíveis, uma vez que a taxa de inadimplemento de parcelamentos é baixa. Trata-se de um crédito que é recuperado em grande medida. Essa é uma conclusão óbvia, já que o inadimplemento do parcelamento gera o vencimento antecipado da dívida e a perda das benesses concedidas.

Não bastasse a “entrega” do valor negociado a preço vil, a proposta ainda trata da venda de crédito bom e não de créditos podres, estes assim chamados quando se mostram passíveis de enquadramento em hipóteses de remota possibilidade de recuperação. Por fim, registramos que o site do Senado aponta que 1631 internautas opinaram contra a Proposição e apenas 16 mostraram-se favoráveis. Os números são expressivos e fazem valer o brocardo *A voz do povo é a voz de Deus.*” (RAMOS SALES, 2016)

Dessa forma, exige-se a necessária cautela, agregando à análise da securitização a reflexão da viabilidade econômico-financeira da medida, que propõe a troca de arrecadações momentaneamente elevadas pelo não recebimento futuro de significativas parcelas de créditos tributários, o que deve ser levado à escrutínio republicano, com as devidas projeções submetidas ao controle social.

## **CONCLUSÕES**

A securitização de recebíveis representa um importante instrumento de mobilização de recursos na atual trajetória de evolução da sociedade capitalista. Sua função econômica pode ser sintetizada a partir de três grandes pilares: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento. Do ponto de vista jurídico, para sua concretização, são necessários diversos negócios jurídicos, com destaque para a cessão de créditos, mediante deságio, e consequente segregação de ativos entre a originadora e uma sociedade de propósito específico ou fundo de investimento em direitos creditórios. A partir desse veículo, há emissão de debêntures no mercado ou integralização de cotas do fundo por investidores, antecipando o recebimento da receita pelo ente originador.

Diante da perspectiva de frustração de receita dos entes públicos, aliada à baixa recuperabilidade de seus créditos e ao contínuo crescimento de obrigações de fazer, a securitização de créditos tornou-se medida interessante ao Poder Público. Contudo, seu uso é alvo de muitas críticas, em especial em função da incerteza quanto sua caracterização como operação de crédito e seu impacto intergeracional. Nesse sentido, a controvérsia reside na eventual transferência do risco ligado ao pagamento dos ativos, isto é, à presença ou não da responsabilidade do cedente pelo adimplemento do fluxo financeiro cedido, cuja discussão engloba tanto aspectos do Direito quanto da Contabilidade. Daí ser possível caracterizar o negócio como operação de crédito ou alienação de ativos.

Sobre esse aspecto, há certa celeuma em relação à amplitude do termo *operação de crédito*, consagrado na Lei de Responsabilidade Fiscal. Inclusive, diante da indisponibilidade e inalienabilidade do crédito inscrito em dívida ativa, parcela dos estudiosos acredita que não seria possível ao Poder Público proceder à sua cessão, considerando, ainda, ser artificial a distinção entre o direito à percepção do fluxo financeiro e o crédito em si. Esse nos parece ser um dos pontos que merecem maior aprofundamento.

Nesse sentido, até mesmo o PLP nº 459/2017 não parece fornecer subsídios jurídicos suficientes para garantir a segurança jurídica tão almejada na definição da operação. Se por um lado consagra como alienação de ativos as cessões em que há transferência total dos riscos pelo inadimplemento dos créditos, por outro restringe a cessão ao direito autônomo ao recebimento do crédito, o que geraria questionamentos acerca da própria definitividade da cessão, retomando a relevância da distinção entre crédito e direito creditório. Tais questionamentos ganham ainda mais força diante da competência para cobrança dos créditos, que permaneceria com os respectivos órgãos de advocacia pública.

Por outro lado, se do ponto de vista jurídico a operação carece de clareza, discussão de igual relevância diz respeito ao comprometimento intergeracional do orçamento público, por exemplo, a partir dos vultosos deságios aplicados à operação.

Assim, deve haver adequada mensuração entre os valores recebidos em antecipação e o fluxo financeiro que posteriormente remunerará o investidor, de forma que a operação, no longo prazo, não se torne demasiadamente desvantajosa para o Poder Público, agregando à análise reflexão sistêmica acerca do sistema tributário em geral, em especial quanto à qualidade e recuperabilidade do crédito cedido, às renúncias de receita e aos parcelamentos tributários. Para tanto, parece-nos razoável submeter o projeto de lei em questão a maior escrutínio público, com vistas a agregar maiores elementos à sua análise e a garantir a transparência na Administração Pública.

## **BIBLIOGRAFIA**

ANACLETO, S. Proposta de privatizar a Dívida Ativa não é boa solução para crise. **Conjur**, 2015. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2015-dez-19/simone-anacleto-privatizar-divida-ativa-nao-solucao-crise>>.

ARELLANO, L. F. V. **Crédito público, operações estruturadas e endividamento: a preservação e a construção do patrimônio público sob a perspectiva intergeracional e inter-regional**. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2019.

ATALIBA, G. **Empréstimos públicos e seu regime jurídico**. São Paulo: RT, 1973.

AVELINO, L. F. C. **Aspectos jurídicos da securitização no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, University of São Paulo. São Paulo. 2014.

BRASIL, T. C. U. Acórdão nº 772/2016. **Tribunal de Contas da União**, 2016. Disponível em:  
<<https://contas.tcu.gov.br/pesquisaJurisprudencia/#/detalhamento/11/1658520090.PROC/%2520DTRELEVANCIA%2520desc%2520C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/false/1/false>>.

CAMINHA, U. **A securitização função econômica e regime jurídico**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo. 2004.

CAMINHA, U. **Securitização**. São Paulo: Saraiva, 2005.

CAMINHA, U. Notas sobre a securitização. In: JÚNIOR, F. S. D. S. **Direito, Gestão e prática: mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2013. Cap. 5, p. 207-265.

CARNEIRO, A. V. Governo precisa conhecer mercado antes de regular securitização de dívida ativa. **Conjur**, 2017. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2017-dez-21/antonio-veloso-securitizacao-divida-ativa-exige-regras-claras>>.



CHAVES, N. C. **Direito empresarial: securitização de crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

DE CASTRO, K. P.; AFONSO, J. R. R. Securitização de recebíveis: uma avaliação de créditos tributários e dívida ativa no setor público brasileiro. **Economic Analysis of Law Review**, vol. 9, n. 2, agosto 2018. 5-34.

EIZIRIK, N. et al. **Mercado de Capitais – Regime Jurídico**. 3ª. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FAVERO JUNIOR, O. Z. **Securitização de ativos e transferência de risco: evidências do mercado de capitais brasileiro**. Dissertação (Mestrado) - FEA-USP. São Paulo. 2014.

GAGGINI, F. S. **Securitização de recebíveis**. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

HUNT, E. K.; LAUTZENHEISER, M. **História do pensamento econômico**. 3ª ed. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

LEÃES, L. G. D. B. O conceito de security. In: LEÃES, L. G. D. B. **Direito Comercial: textos e pretextos**. São Paulo: João Bushatsky, 1976. p. 237-267.

OLIVEIRA, J. M. Securitização da dívida ativa enfraquece a responsabilidade fiscal. **Conjur**, 2016. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2016-out-27/contas-vista-securitizacao-divida-ativa-enfraquece-responsabilidade-fiscal>>.

OLIVEIRA, R. T.; SCARPINO JR, L. E. Securitização da dívida ativa não pode ser simples política de governo. **Conjur**, 2015. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2015-jul-11/diario-classe-securitizacao-divida-ativa-nao-politica-governo>>.

PGFN. **Parecer PGFN/CAF nº 1975/2012 - Procuradoria Geral da Fazenda Nacional**. Brasília: [s.n.]. 2012.

PGFN. **Parecer PGFN/CAF nº 1579/2014 - Procuradoria Geral da Fazenda Nacional**. Brasília: [s.n.]. 2014.

PGFN. **Parecer PGFN/CDA nº 1505/2015 - Procuradoria Geral da Fazenda Nacional**. Brasília: [s.n.]. 2015.

RAMOS SALES, P. H. PLS 204/16 e o mito da securitização da dívida pública: um mau negócio à vista. **JOTA**, 2016. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/pls-20416-e-o-mito-da-securitizacao-da-divida-publica-um-mau-negocio-vista-15102016>>. Acesso em: julho 2019.

RIBEIRO, E. T. Autonomia e Federalismo: a securitização de ativos como alternativa para a obtenção de receita por Estados e Municípios. **Revista de Direito da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, v. 68, 2014.

SALOMÃO NETO, E. **Direito Bancário**. São Paulo: Atlas, 2014.

SENADO FEDERAL, C. A. E. **Parecer CAE nº 463/2016. Relator Senador Lindbergh Farias**. Brasília: [s.n.]. 2016.

SOUZA NETO, J. F. Securitização, regra de ouro e o capital: A inconstitucionalidade das operações de securitização e cessão da Dívida Ativa. **JOTA**, 2018. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/contraditorio/securitizacao-regra-de-ouro-e-o-capital-10092018#sdfootnote1sym>>. Acesso em: julho 2019.

STN, S. D. T. N. **Manual de Demonstrativos Fiscais: Aplicado à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios**. 6 ed. ed. Brasília: [s.n.], 2014.

TORRES, H. T. **Direito Constitucional Financeiro: Teoria da Constituição Financeira**. São Paulo: RT, 2014.