

UNIVERSIDADE DE RIBEIRÃO PRETO
Faculdade de Direito
Mestrado em Direitos Coletivos e Cidadania

MARÍLIA DE MORAES PERES

**A BOA GOVERNANÇA E A SECURITIZAÇÃO DA DÍVIDA
ATIVA: UMA ANÁLISE CONTEXTUAL SOBRE SUAS
POSSIBILIDADES E VIABILIDADES JURÍDICAS**

RIBEIRÃO PRETO

2020

MARÍLIA DE MORAES PERES

**A BOA GOVERNANÇA E A SECURITIZAÇÃO DA DÍVIDA
ATIVA: UMA ANÁLISE CONTEXTUAL SOBRE SUAS
POSSIBILIDADES E VIABILIDADES JURÍDICAS**

Dissertação apresentada ao Programa de Mestrado em Direitos Coletivos e Cidadania da Universidade de Ribeirão Preto, como exigência parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Rafael Tomaz de Oliveira

RIBEIRÃO PRETO

2020

Ficha catalográfica

Ficha catalográfica preparada pelo Centro de Processamento
Técnico da Biblioteca Central da UNAERP

- Universidade de Ribeirão Preto –

Peres, Marília de Moraes, 1973-

P437b A boa governança e a securitização da dívida ativa: uma análise
contextual sobre suas possibilidades e viabilidades jurídicas / Marília
de Moraes Peres. - - Ribeirão Preto, 2019.
150 f.

Orientador: Prof. Dr. Rafael Tomaz de Oliveira.

Dissertação (mestrado) - Universidade de Ribeirão Preto,
UNAERP, Direitos coletivos e Cidadania. Ribeirão Preto, 2019.

MARÍLIA DE MORAES PERES

**A BOA GOVERNANÇA E A SECURITIZAÇÃO DA DÍVIDA ATIVA: UMA
ANÁLISE CONTEXTUAL SOBRE SUAS POSSIBILIDADES E VIABILIDADES
JURÍDICAS.**

Dissertação de Mestrado apresentada ao
Programa de Pós-Graduação em Direito
da Universidade de Ribeirão Preto para
obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direitos Coletivos e Cidadania

Data da defesa: 23 de junho de 2020

Resultado: Aprovado

BANCA EXAMINADORA



Prof. Dr. Rafael Tomaz de Oliveira
Presidente/ UNAERP – Universidade de Ribeirão Preto



Profa. Dra. Clarissa Tassinari
UNISINOS – Universidade do Vale do Rio dos Sinos



Prof. Dr. Juvêncio Borges Silva
UNAERP – Universidade de Ribeirão Preto

RIBEIRÃO PRETO
2020

DEDICATÓRIA

Aos meus pais Cássio e Margarida por toda a dedicação, apoio e carinho em todos os momentos da minha vida.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço, de todo meu coração, ao meu Professor e Orientador Rafael Tomaz de Oliveira pelos ensinamentos em sala de aula, pelas fantásticas indicações de livros e autores, por me entender ou, pelo menos tentar me entender, assim como pela paciência, apoio e dedicação durante a confecção deste trabalho. Do mesmo modo, agradeço a ele por ter participado, ao meu lado, do III Congresso Ibero-americano de Intervenção Social.

Ao Professor Juvêncio Borges Silva pelo empenho e atenção que me foi dada durante o curso, assim como pela sua nobre atuação no artigo “A Cidadania Financeira na Sociedade de Consumo e da Globalização Hegemônica”.

Ao Professor Sebastião Sérgio da Silveira por sua paciência e carinho, não só comigo, como com meus colegas do Curso de pós-graduação.

Ao Professor Ricardo dos Reis Silveira pela ajuda em artigos e congresso. Da mesma maneira, agradeço-o pelas críticas durante o exame de qualificação que contribuíram para elaboração final dessa dissertação.

Ao Professor Nuno Manuel Morgadinho S. Coelho pela participação na banca de qualificação, que com muita sabedoria, me demonstrou alguns pontos que muito enriqueceram esse trabalho.

Agradeço também aos Professores Lucas de Souza Lehfeld, Maria Cristina Vidotte B. Tárrega, Adalberto Simão Filho e outros que, cada um a sua maneira, muito me ensinaram e contribuíram para meu crescimento pessoal e profissional.

Aos colegas que estiveram ao meu lado, apoiando, ouvindo e me socorrendo quando mais precisava.

Aos meus filhos Ricardo e Marcelo e ao meu marido Ricardo pela paciência e pelas ausências em momentos preciosos e, também, por todo o carinho e dedicação de sempre.

RESUMO

A presente pesquisa teve por objetivo analisar se, dentro de um padrão de boa governança, como um direito coletivo por excelência, a questão da securitização da dívida ativa, que vem sendo implementada em Estados e Municípios e, futuramente, em âmbito federal, com a possível aprovação do PLP 459 de 2017, afiguraria como uma boa ou má política. O motivo que leva a essa investigação deve-se ao fato de que existem poucos trabalhos na área do direito já que apresenta uma interface com a economia, representando um estudo que ultrapassa o cunho jurídico e, evidentemente, contempla áreas conexas, que estão associadas ao nível econômico, filosófico e sociológico. Para a realização desse trabalho, utilizou-se o método analítico indutivo e dedutivo, uma vez que, ora parte-se de um aspecto mais geral, de conceitos globais, chegando a situações mais específicas, e ora parte-se de aspectos específicos para conceitos gerais, dentro de um contexto de análise científica. Pela presente pesquisa foi possível constatar que ainda pairam dúvidas sobre a viabilidade jurídica da securitização da dívida ativa, uma vez que os preceitos da Lei de Responsabilidade Fiscal devem ser observados, além de sua implementação se assemelhar a uma operação de crédito. Em relação a ser uma boa ou uma má política, irá depender do contexto. Se o numerário público dispensado para a viabilidade da operação e a quantia de valores securitizados forem módicos, servindo para a realização de políticas públicas que foquem e amparem as futuras gerações, com um olhar à sustentabilidade financeira, esta iniciativa sustentável poderia ser uma boa política de Estado. Caso contrário, ela estaria dilapidando o montante dos créditos da dívida ativa para atender a necessidades momentâneas, gerando um conflito intergeracional, ofendendo o interesse coletivo e a cidadania.

Palavras-chave: Interesse coletivo. Securitização. Cidadania. Dívida ativa

ABSTRACT

This research aimed to analyze whether, within a standard of good governance, as a collective right par excellence, the issue of securitization of active debt, which has been implemented in States and Municipalities and, in the future, at the federal level, with the possible approval of PLP 459 of 2017, would appear as a good or bad policy. The reason for this investigation is due to the fact that there are few studies in the area of law since it presents an interface with the economy, representing a study that goes beyond the legal nature and, of course, includes related areas, which are associated with the economic, philosophical and sociological level. For the accomplishment of this work, the inductive and deductive analytical method was used, since it starts from a more general aspect, from global concepts, arriving at more specific situations, and sometimes from specific aspects to concepts general, within a context of scientific analysis. Through this research it was possible to verify that there are still doubts about the legal viability of securitizing the active debt, since the precepts of the Fiscal Responsibility Law must be observed, in addition to its implementation resembling a credit operation. Whether it is a good policy or a bad policy will depend on the context. If the public cash dispensed for the viability of the operation and the amount of securitized values are modest, serving to carry out public policies that focus and support future generations, with a view to financial sustainability, this sustainable initiative could be a good policy of State. Otherwise, it would be dilapidating the amount of debt claims to meet momentary needs, generating an intergenerational conflict, offending the collective interest and citizenship.

Keywords: Collective interest. Securitization. Citizenship. Active debt

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
1 A CRISE SISTÊMICA DO <i>SUBPRIME</i> – 2008	18
1.1 BREVE PROCESSO HISTÓRICO DA REALIDADE DOS ESTADOS UNIDOS ATÉ A CRISE DE 2008.....	19
1.2 <i>GLASS-STEAGALL ACT</i> E A SEPARAÇÃO DOS BANCOS E INSTITUIÇÕES DE INVESTIMENTOS.....	20
1.3 BRETTON-WOODS.....	24
1.4 O DESENLAR DA CRISE DE 2008	27
1.5 SECURITIZAÇÃO – O CAMINHO ATÉ A CRISE	30
1.6 REGULAÇÃO NORTE-AMERICANA PÓS-CRISE DE 2008.....	35
1.7 CONSIDERAÇÕES.....	39
2 SECURITIZAÇÃO NO BRASIL	40
2.1 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO – SFN - E A SECURITIZAÇÃO.....	41
2.2 CESSÃO DE CRÉDITO	43
2.3 SECURITIZAÇÃO	46
2.4 VEÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECÍFICO	49
2.4.1 <i>Trusts</i>	49
2.4.2 Sociedades de propósito específico – SPE	53
2.4.3 Debêntures	55
2.5 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS	57
2.6 SECURITIZAÇÃO DOS DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO ..	59
2.7 SECURITIZAÇÃO DOS RECEBÍVEIS DE <i>ROYALTIES</i> DO PETRÓLEO.....	61
2.8 CONSIDERAÇÕES.....	66
3 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS DA DÍVIDA ATIVA.....	68
3.1 DÍVIDA ATIVA	69
3.1.1 Crédito Tributário.....	71

3.1.2 Obrigação Tributária e o dever fundamental de pagar tributos	73
3.2 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS TRIBUTÁRIOS E NÃO TRIBUTÁRIOS DA DÍVIDA ATIVA NA LEGISLAÇÃO PÁTRIA	76
3.2.1 Projeto de Lei Federal - PLP 459/2017 – PLS 204/2016	77
3.2.1.1 Deságio	79
3.2.1.2 Ponderações da Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil sobre o PLS 204/2016	82
3.2.2 Lei nº 13.723, de 29 de setembro de 2009 – Estado de São Paulo	83
3.2.3 Lei Estadual nº 18.873 de 19 de junho de 2015 – Estado de Goiás	88
3.2.4 O Caso de Porto Alegre - Lei Municipal nº 11.991/15	90
3.2.5 O Desenho da Operação e o Preço da Cessão no Caso do FIDC-NP BH	94
3.2.6 Lei Complementar nº 2720 de 25 de junho de 2015, do Município de Ribeirão Preto	96
3.3 SECURITIZAÇÃO, OPERAÇÃO DE CRÉDITO E A REGRA DE OURO (<i>GOLDEN RULE</i>).....	101
3.3.1 A Visão do Tribunal de Contas sobre o enquadramento da securitização como operação de crédito	105
3.3.2 A Resolução Nº 33/2006 do Senado Federal.....	107
3.3.3 Securitização, Operação de crédito e Derivativos.....	109
4 A BOA GOVERNANÇA E O EXERCÍCIO DA CIDADANIA	115
4.1 A CIDADANIA EM TEMPOS ARISTOTÉLICOS: UMA DIGRESSÃO	116
4.2 CIDADANIA PARTICIPATIVA E CIDADANIA FISCAL NO DIREITO FINANCEIRO	120
4.3 CIDADANIA FISCAL E A SECURITIZAÇÃO DA DÍVIDA ATIVA	124
4.4 DESTINAÇÃO DOS RECURSOS SECURITIZADOS E A SOLIDARIEDADE INTERGERACIONAL	127
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	136
REFERÊNCIAS.....	142

INTRODUÇÃO

A presente pesquisa tem por objetivo analisar se, dentro de um padrão de boa governança, a securitização da dívida ativa, que vem sendo operada em vários Estados e Municípios, seria uma boa ou uma má política.

A boa governança é um autoevidente direito de índole coletiva, uma vez que interessa a toda comunidade política, indistintamente, já que não tem uma titularidade definida, mas que todos os integrantes da comunidade política consideram importante ter um bom governo, sadio, que se preocupa com a coisa pública.

A escolha do tema foi devido à escassa existência de estudos jurídicos sobre a securitização da dívida ativa. Sendo a dívida ativa composta por créditos públicos, tributários ou não tributários, sua manipulação envolve toda a sociedade. Com a possibilidade de aprovação, pela Câmara dos Deputados, do PLP 459 de 2017, que autorizaria todos os entes federados a securitizar seus direitos creditórios da dívida ativa, aspectos relacionados à violação ou não da Lei de Responsabilidade Fiscal; a ausência de previsão de teto na legislação pertinente, tanto para o deságio a ser operacionalizado, como pelos custos de efetivação da operação; a dispersão de riscos que circunda os investidores e os cidadãos que dependem de um cenário econômico equilibrado; a destinação dos recursos securitizados; a gestão responsável dos dirigentes governamentais, além da possibilidade de conflitos intergeracionais precisam ser melhor investigados.

Uma boa política econômica amparada por legislação lúcida e bem estruturada é um dos caminhos que os Estados devem observar para o desenvolvimento perspicaz e duradouro. A história está repleta de acontecimentos nos quais a desatenção ou os interesses escusos, dos dirigentes das nações, vieram a ocasionar graves perdas econômicas e sociais para todas, ou quase todas, as camadas que compõem uma sociedade, causando, muitas vezes, prejuízos inestimados e de difícil reparação.

A boa governança requer que cuidados sejam minuciosamente verificados, no intuito de evitar que determinadas ações, coloquem em risco o equilíbrio social. Sem querer partir do ponto de uma sociedade em perfeita harmonia, mas tendo por objetivo dar atenção à diminuição da desigualdade social, os regentes estatais deveriam estar sistematicamente atentos às consequências de suas ações.

Tendo como inspiração a cidadania exercida diretamente como em tempos Aristotélicos, baseando-se na realidade da democracia participativa, com a conseqüente cidadania participativa, tem-se que as relações sujeito/Estado necessitam encurtar os caminhos entre si, passando a fazer uma leitura diversa das atividades da gestão financeira pública.

As áreas econômicas e financeiras são de suma importância, uma vez que sem uma economia formalizada e rotativa pouco se faz para a realização dos interesses coletivos como educação, saúde, segurança e infraestrutura. Isso significa dizer que os demais setores da sociedade são dependentes das finanças e da economia.

Tendo como finalidade o bem comum e o interesse coletivo, essa presente dissertação tem como premissa avaliar uma das muitas articulações financeiras passíveis de viabilizar projetos e, também, de desconstruir a estabilidade. Estamos a falar da securitização, uma espécie de operação financeira que propicia o adiantamento de recebíveis, ou seja, os ativos ilíquidos transformados em títulos negociáveis no mercado financeiro e de capitais.

Nos Estados Unidos da América, parte dessas operações foram consideradas as desencadeadoras da crise de 2008, cujos reflexos se sentiram por todo o globo. Aquela que ficou conhecida como crise do subprime, deixou grande número de pessoas sem a propriedade de sua moradia, sem emprego e sem perspectiva. Porém, o desenvolvimento dessa crise só foi viabilizado devido à ausência de uma normatização eficaz. O regramento que havia se estabelecido após o crash da bolsa de Nova York em 1929 e dos reflexos da Segunda Guerra Mundial foram paulatinamente desarranjados, proporcionando um ambiente favorável para que os agentes financeiros utilizassem o mercado da maneira que lhes conviesse.

As lições deixadas pela crise, obrigaram os governantes a atentar ao assunto, além de reformular o cenário, possuindo uma legislação mais zelosa, com a instituição pelos norte-americanos, do chamado *Dodd-Frank Act*. Do mesmo modo, outros Estados vêm normatizando a questão.

Em âmbito nacional, a securitização representa uma realidade, tendo como propósito viabilizar projetos como nas esferas agrícolas e imobiliárias. Nessas e outras áreas, a operação conta com uma ordem legal bem sistematizada. Outros campos também utilizam a securitização, no intuito de possibilitar a realização de suas atividades.

Contudo, a área crítica que mais se pretende elucidar é em relação aos créditos públicos passíveis de securitização, em especial, os créditos inscritos em dívida ativa. Há

alguns anos, Estados e Municípios vêm editando controversas leis, criando Sociedades de Propósito Específico para o atendimento desse fim, além de securitizar os recebíveis da dívida ativa.

Todavia, a questão ainda se encontra nebulosa, dúvidas pairam sobre se a operação da securitização seria uma típica operação de crédito prevista na Lei de Responsabilidade Fiscal. Do mesmo modo, essa antecipação poderia estar ensejando um conflito intergeracional, uma vez que recebíveis que adentrariam aos cofres futuramente passariam a ser angariados no presente. Outra questão ligada a este assunto diz respeito ao dispêndio público, como deságio, juros e custas, para a realização da operação, que poderia estar na contramão do interesse coletivo. Esses e outros fatores, tal qual a destinação dos recursos obtidos, vem causando insegurança jurídica. Ou seja, tratando-se de uma realidade, na qual os entes públicos se veem com uma escassez de caixa e dificuldades de recebimento de créditos já constituídos, a operação da securitização pode vir a ser um meio de amortizar o déficit existente, além de proporcionar novas realizações estatais. Porém, anteriormente, a vir enaltecer a operação, será necessário ponderar se os desdobramentos gerados estariam nos conformes dos ditames da pátria e do atendimento ao real interesse coletivo.

Em atenção às características peculiares do crédito tributário, que diferente de outros direitos creditórios passíveis de securitização, são adquiridos não por uma faculdade do contribuinte, mas sim pela obrigação tributária, além do dever fundamental de pagar tributos, sendo bens públicos indisponíveis com fim de realização dos interesses coletivos. Faz-se necessário atentar a essa espécie de securitização.

Desse modo, tem-se como objetivo principal a possibilidade jurídica da securitização da dívida ativa e seus reflexos. Além das legislações Estaduais e Municipais existentes, o Congresso Nacional está para editar uma Lei Complementar que irá permitir que os entes federados securitem os direitos creditórios da dívida ativa, sem incorrer nas questões levantadas que levaram a muitas ações jurídicas. Todavia, o projeto de lei é superficial, omitindo fatores importantes que devem ensejar uma dilapidação nos valores dos direitos creditórios da dívida ativa, além de que essa autorização poderia estar contrariando diretrizes constitucionais e, entre outros, o princípio da supremacia do interesse público, no qual o interesse coletivo fica sobreposto ao interesse particular.

Dessa forma, outros pontos relevantes também deverão ser elucidados, independentemente da estrita legalidade. No entanto, pondera-se sobre os desdobramentos atuais e futuros que essas operações possam acarretar; se os entes

públicos estariam contribuindo para um desequilíbrio financeiro inesperado; se haveria uma transferência de capital público, oriundo do contribuinte ou devedor, aos investidores; se a destinação dos recursos obtidos estariam em conformidade com interesses coletivos atuais e futuros; e se a boa governança amparada pelo exercício da cidadania poderia operar de modo que as consequências da securitização sejam benéficas, visto que ela se torna, a cada dia, uma realidade mais presente.

No decorrer dessa pesquisa, propõe-se elucidar sobre a realidade dos regramentos existentes. Embora não seja possível avaliar os inúmeros diplomas editados em solo nacional, a ponderação acerca de alguns deles já demonstra como a atividade e a normatização vem sendo estabelecida no país. A dívida ativa composta por créditos tributários e não tributários, públicos, encontra-se abrangida pela Lei de Responsabilidade Fiscal. As operações de crédito e as operações de crédito por antecipação de receita (ARO) devem observar aos ditames existentes na legislação. O enquadramento da securitização como uma dessas espécies de operação, restringiria sua viabilidade. Portanto, será avaliado a real possibilidade jurídica do adiantamento desses recebíveis, como colocados nas leis locais, e ponderado acerca das possíveis sequelas a serem deixadas para as próximas gerações.

Como parte do exercício de cidadania inerente aos nacionais, a discussão do tema é deveras pertinente. O que, na atualidade, pode parecer uma salvaguarda, pode trazer consequências pouco vislumbradas no futuro.

Desse modo, a exploração do tema aliado a uma reflexão sobre a boa governança, no sentido da precaução e prevenção, sem menosprezar o quadro crítico das contas públicas, se fazem de oportuna relevância no presente.

O método utilizado para percorrer o caminho até as conclusões finais foi o analítico indutivo e dedutivo, uma vez que, ora parte-se de um aspecto mais geral para um específico, e ora de um específico, como o caso particular da crise do subprime descrito no capítulo 1º, para um aspecto mais geral que são os efeitos gerados pela securitização naquele cenário.

Como forma de trazer um raciocínio completo e estruturado a dissertação será dividida em quatro capítulos distintos.

No primeiro capítulo serão contemplados aspectos da realidade normativa norte-americana e os desenlaces da crise de 2008. A motivação para o envolvimento deste capítulo, na presente pesquisa se dá devido às alterações normativas que os norte-americanos tiveram desde a crise de 1929. Verificou-se que o mercado financeiro, quando

encontra um ambiente de frouxidão legislativa, se aproveita no intuito de criar artifícios, através da engenharia financeira, que ocasionam em um ilusório cenário de crescimento seguido pelo crash de bolhas especulativas, que repercutem em momentos de graves crises econômicas, atingindo, principalmente, as camadas médias e baixas da população.

Com a dispersão de riscos, proporcionada pela securitização, o quadro se torna ainda mais agravante, uma vez que a crise gerada em determinada localidade pode atingir mercados no mundo inteiro desencadeando uma crise sistêmica de graves consequências. Já que a securitização da dívida ativa envolve o mesmo processo de dispersão dos riscos dos direitos creditórios, só que mais preocupante devido ao tratamento de créditos públicos com fins de realização dos interesses coletivos, entendemos ser necessária a pesquisa do processo norte-americano.

No segundo capítulo, haverá uma exploração da regulamentação, ou que ampara ou que versa, diretamente, sobre a securitização em solo nacional. Do mesmo modo, serão abordados alguns aspectos que rodeiam a questão, assim como o modo como vem sendo tratada pelo sistema financeiro, pelo direito e seus desdobramentos.

Sendo uma operação composta de um conjunto de negócios jurídicos é pertinente que esses pontos sejam analisados. Exemplificando, tem-se a cessão de crédito prevista no código civil, as sociedades de propósitos específicos e a legislação que alude sobre as debêntures. A securitização em áreas específicas como a do agronegócio e imobiliária também serão apreciadas, mas não esgotadas. Como o foco principal da pesquisa se dá na securitização da dívida ativa, alguns diplomas normativos que expõem acerca da securitização não foram examinados. Contudo, tal capítulo é oportuno porque serve de alicerce para toda a operação da securitização que se realiza também em âmbito público.

Já no terceiro capítulo optou-se por fazer um enquadramento no ponto principal do trabalho, ou seja, na securitização da dívida ativa. Trazendo o assunto para dentro do campo do direito público, projetando as principais questões do nosso estágio de desenvolvimento, com estudos de casos, leis específicas municipais, estaduais e o presente projeto de lei que irá regulamentar a matéria em âmbito federal (PLP 459 de 2017), serão examinados itens que circundam a securitização de direitos creditórios da dívida ativa. Trata-se de um capítulo de mera importância devido a seriedade de securitização de um crédito que advém de uma limitação de liberdade devido ao dever fundamental de pagar tributos, de uma obrigação (obrigação tributária) e não de uma faculdade ou pacto entre as partes, que é indisponível e que tem por fim a realização das necessidades coletivas. Tópicos como o enquadramento da securitização como operação

de crédito na definição da Lei de Responsabilidade Fiscal, a securitização e os derivativos, o entendimento do Tribunal de Contas da União, a visão do Senado Federal, entre outros, serão apresentados e averiguados, tendo como objetivo sanar as dúvidas que pairam sobre esse processo.

Por fim, no quarto capítulo, a opção se deu por um balanço final acerca da boa governança, além do exercício da cidadania imersa na justiça intergeracional, sustentabilidade financeira e destinação dos recursos obtidos com a securitização.

Como parte do fechamento desta pesquisa, tem-se uma reflexão a partir dos dados estudados nos capítulos anteriores.

Tratando-se de uma operação que requer uma série de conjuntos normativos, como a cessão de crédito contida no código civil, a legislação específica, a observância aos princípios constitucionais e a lei de responsabilidade fiscal, além da securitização, mesmo que tenha cunho econômico e financeiro, o foco dessa presente dissertação será dado aos aspectos jurídicos que ela apresenta, que estão relacionados à boa governança.

1 A CRISE SISTÊMICA DO *SUBPRIME* – 2008

Uma euforia de mercado, novas construções, juros baixos, crédito fácil. Tudo parecia caminhar para um crescimento sem fim. O comércio acelerado, o mercado imobiliário em franco crescimento, bancos propiciando atraentes negócios para seus clientes. A economia estava a todo vapor.

Em poucos anos os preços dos imóveis nos Estados Unidos alcançaram níveis jamais vistos. O rápido aumento nos preços fazia com que as pessoas acreditassem que eles jamais pudessem cair. Um jogo inteligente e lucrativo ao alcance de todos. As instituições financeiras ofereciam créditos, novas hipotecas, sendo possível trocar as antigas por novas e ainda ganhar um dinheiro.

Os juros baixos e uma enxurrada de créditos fácil propiciaram um otimismo no mercado imobiliário. Poucos podiam compreender que este cenário não duraria para sempre. Milhares de pessoas utilizaram suas últimas reservas para melhorar a qualidade de suas moradias. Novas dívidas foram contraídas e as instituições financeiras revestidas de uma inexplicável miopia incentivavam e ofertavam cada vez mais o uso do crédito e da aquisição da casa própria. O ápice do negócio ocorreu quando a facilidade de se obter uma hipoteca foi tão desmedida que as instituições deixaram de se preocupar com a liquidez e capacidade de adimplência dos compradores de imóveis.

No imaginário da população comum os imóveis jamais cairiam de preços e sempre teriam liquidez, fato que, se houvesse algum problema com o pagamento das hipotecas o imóvel poderia ser vendido e a dívida sanada.

Quando toda essa facilidade e euforia chegou nas baixas camadas da população, os agentes do mercado financeiro despencaram inúmeras hipotecas sem tomar o devido cuidado com seu adimplemento. Estas hipotecas eram conhecidas como *subprime*, ou seja, hipotecas de alto risco oferecidas a clientes que não possuíam bom histórico de crédito. Pessoas que não conseguiam de outra forma contrair empréstimos passaram a ter essa possibilidade às custas de uma taxa de juros mais elevada. Mesmo com uma duvidosa capacidade de adimplemento, os agentes financeiros não se importavam porque dessas hipotecas faziam novos produtos e distribuíam pelo mercado nacional e internacional, quer dizer: securitizavam os papéis. Acreditavam que não corriam riscos ou, que pelo menos, seriam diminutos.

O cenário que vem a seguir, embora previsível, foi menosprezado por todos os autores participantes desta ciranda econômica. Nem os agentes financeiros, nem o

governo norte-americano, economistas e nem os tomadores de crédito puderam ou foram eficientes em prever o caos que *Wall Street* havia ocasionado ao mundo.

1.1 BREVE PROCESSO HISTÓRICO DA REALIDADE DOS ESTADOS UNIDOS ATÉ A CRISE DE 2008

O período que antecede o *crash* da bolsa de valores de Nova York em 1929 foi marcado por uma economia de capital especulativo no mercado de ações. O crédito fácil, barato e o mercado desregulamentado formavam um cenário propício para novas criações dos setores econômicos e facilitavam investimentos em formato piramidal. Após a grande queda da bolsa de 1929, que fora ocasionada por uma bolha especulativa e, diante de um cenário de depressão da economia norte-americana, o Presidente eleito Franklin Delano Roosevelt, em 1933, resolve atuar de modo a reduzir o desemprego e a pobreza, reconduzir a economia trazendo-a aos níveis considerados normais e reformar o sistema financeiro e bancário a fim de evitar que os eventos pré-crise pudessem voltar a ocorrer. O Presidente propõe o que foi chamado de *New deal* o que consistia em uma série de atos objetivando a minoração do desemprego e o retorno a uma economia e sistema financeiro estável. O *New deal*, embora tenha enfrentado críticas e oposições, ampliou o papel de atuação do Estado no sistema financeiro regulando vários setores da economia¹.

Os anos seguintes foram marcados pelos acontecimentos da II Guerra Mundial. A economia norte-americana acabou sendo beneficiada graças às necessidades geradas pela guerra na Europa, porém com vistas ao fim da guerra, um acordo multilateral é assinado pelos países mais desenvolvidos e viria a estabelecer a política econômica e monetária entre as nações. Desta forma, com o acordo de Bretton Woods em 1944, o câmbio passa a ser fixo, atrelado ao dólar e lastreado em ouro.

A partir dos anos 70 novas crises começam a surgir no cenário e a pressão aumenta sobre as políticas de controles públicos. Em 1971 o câmbio volta a ser flutuante e o dólar é desindexado do ouro.

¹ CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as grandes crises sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929, 2008)**. 2011. 199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pped/defesas/01-Raul_Murilo_Chaves_Curvo.pdf. Acesso 12 jun. de 2019.

1.2 GLASS-STEAGALL ACT E A SEPARAÇÃO DOS BANCOS E INSTITUIÇÕES DE INVESTIMENTOS

No final da década de 1920 e no início da década seguinte ocorreram frequentes crises bancárias (1929, 1930, 1931 e 1933). O Presidente Roosevelt, eleito em 1930, com as propostas do *New Deal* inicia o processo de reformas regulatórias nos setores financeiros. Apesar do *New Deal* encontrar forte resistência da Suprema Corte, com declarações de inconstitucionalidade em seu primórdio, típico caso de ativismo judicial às avessas², algumas dessas reformas tinham como premissa a separação dos bancos comerciais dos bancos de investimentos, além de conceder garantias aos pequenos investidores sobre possíveis perdas³.

Assim surgia a Lei Bancária de 1933 (*Banking Act*) que ficou conhecida como *Glass-Steagall Act*, graças aos democratas Carter Glass, Senador da Virgínia que havia sido secretário do Tesouro e, ao Deputado do Alabama Henry Steagall então Presidente do Comitê de Bancos e Moeda do Congresso. Foram esses dois autores que propuseram as leis que acabaram consolidando a Lei Bancária. Dentre as inovações da nova legislação estava a criação do FIDC (*Federal Deposit Insurance Corporation*), “instituição que garantiria os depósitos bancários por meio de um fundo que seria formado por dinheiro recolhido dos bancos.”⁴

Conforme explica Cintra, o *Glass-Steagall Act* e o *Securities Exchange Act* estruturaram o setor financeiro ancorando-o em três princípios:

a) restrições à competição entre instituições financeiras, o que resultou numa estrutura segmentada; b) proteção estatal que inclui o sistema de seguro dos depósitos e mecanismos de supervisão; c) transparência na gestão dos negócios.⁵

² STRECK, Lenio Luiz. **A Interpretação da Constituição no Brasil: Breve Balanço Crítico**. Revista Paradigma, Ribeirão Preto-SP, a. XVII, n. 21, p. 2-35, jan./dez. 2012. ISSN 2318, p. 11

³ NEAL, Larry; WHITEN, Eugene N. **The Glass-Steagall Act in Historical Perspective**, Quarterly Review of Economics and Finance 52(2), p. 23.

⁴URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. **O Sistema Financeiro dos EUA: Da Glass-Steagall à Lei Dodd-Frank**. 2015. 245 f. Tese (Doutorado)-Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós Graduação em Economia, 2015, p.102. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/TESE_VERSO_FINAL_Arthur_Gualberto_Urpie.pdf. Acesso em: 25 jun. 2019.

⁵ CINTRA, M. A. M. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 1, p. 111-139. Disponível em <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643148>. Acesso em: 11 fev. 2020., p. 111

Pela segmentação houve a separação do setor bancário em bancos comerciais e bancos de investimentos. Pela transparência, em 1934 o *Securities Exchange Act* exigiu que as empresas que negociavam papéis nas bolsas de valores prestassem contas detalhadas e assim exigindo que a SEC⁶ garantisse os títulos negociáveis.

Importante salientar que a segmentação gerada pela Lei Bancária proibia que os bancos de investimento, com uma regulação mais frouxa que os bancos comerciais, tivessem estreita relação tanto com os próprios bancos comerciais como com as *Saving & Loans*, que eram as instituições que captavam recursos através da poupança para operacionalizar os empréstimos imobiliários de longo prazo por meio do sistema hipotecário.

Outra medida estabelecida pela Lei Bancária foi a Regulação Q, que fixou um teto “para as taxas de juros sobre depósitos a prazo captados em empréstimos concedidos pelos bancos.”⁷. Além disso, interditou-se a remuneração dos depósitos à vista, no propósito de que fossem remunerados com juros.

A segmentação bancária exigiu que fossem criados ou realocados os entes reguladores. Naquele período havia inúmeros órgãos com a finalidade de regular o setor financeiro que segundo Uripia consistia em:

três reguladores bancários federais – o Federal Reserve, o FDIC e o OCC (Office of the Comptroller of the Currency, do Departamento do Tesouro); reguladores estaduais (como os estados regulavam as Segurados, havia no sistema financeiro americano outros 50 reguladores diferentes); a SEC (Securities Exchange Commission), que regula os Bancos de investimento e outras instituições atuantes nos mercados de títulos; a CFTC (Commodity Futures Trading Commission), que regula os poucos derivativos que são objeto de regulação, já que a maioria não é coberta por nenhuma regra regulatória. É importante salientar que o Banking Acts deu ao Federal Reserve Board novos poderes regulatórios para assumir um papel ativo no fornecimento de oferta de moeda através das operações de open market e requerimentos de reservas.⁸

Ressalta-se que essas instituições tinham o objetivo de regular os bancos comerciais, enquanto os bancos de investimento seguiam com pouca ou nenhuma

⁶ U.S. *Securities and Exchange Commission*. Agência criada em tendo como missão a proteção dos investidores; manter os mercados justos, organizados e eficientes; e facilitar a formação de capital. <https://www.sec.gov/about.shtml>.

⁷ CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos EUA: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)**. 1997.317 f. Tese (Doutorado) Universidade de Campinas -UNICAMP, Campinas, SP. 1997, p. 18.

⁸URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. **O Sistema Financeiro dos EUA: Da Glass-Steagall à Lei Dodd-Frank**. 2015. 245 f. Tese (Doutorado)-Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós Graduação em Economia, 2015, p.105. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/TESE_VERSO_FINAL_Arthur_Gualberto_Uripia.pdf. Acesso em: 25 jun. 2019.

regulação. Tal fato causava um panorama anticompetitivo, restando assim, diferentes categorias de instituições em que as *Savings & Loans* se especializaram no crédito hipotecário residencial e enquanto os bancos comerciais ficavam com os empréstimos de capital de giro, restava às financeiras o crédito pessoal e o financiamento do consumo.⁹

O resultado alcançado pela Lei Bancária proporcionou quarenta anos de estabilidade financeira nos Estados Unidos. Embora o sucesso obtido, a lei passa a ser questionada no início dos anos 1970. Já em meados da década de 1960, a inflação ocasionada pela travessia da guerra do Vietnã entra em tendência de alta, fazendo com que os juros se elevem cada vez mais. Porém, as restrições ocasionadas pelo *Glass-Steagall Act* passam a ser um entrave na sobrevivência das instituições. Ademais, o mercado começa a moldar-se e a buscar novos rumos tentando contornar as limitações existentes. Neste sentido Curvo ao expor Minsky:

Para Minsky, certamente a revogação do Glass-Steagall Act não seria de todo imprevisto, pois sempre compreendeu a possibilidade da regulação tornar-se periodicamente insuficiente, pois sua própria existência tende a incentivar a busca, por parte das instituições financeiras, de inovações capazes de contorná-la. Trata-se de uma corrida sem fim entre a norma do regulador e inovação do regulado. No cenário em que o regulado conseguisse neutralizar o regulador, a hipótese da instabilidade financeira se faria presente. Em um cenário ainda mais pernicioso, o regulado poderia ser politicamente poderoso, a ponto de conseguir controlar o regulador ou até ser o próprio “regulador.” Portanto Minsky não atribuía à ação pública regulatória ou estatal à capacidade de estabilizar definitivamente os mercados financeiros.¹⁰

O teto dos juros impostos pela Regulação Q em uma realidade de aumento da taxa de juros, acabou se tornando um obstáculo para as instituições de depósitos.¹¹ Assim, os recursos destas instituições passam a ser transferidos para os mercados monetários (*money Market*) em que se poderia obter maiores taxas de juros. Outras inovações financeiras foram criadas como os Certificados de Depósitos (CDs) elaborados pelo

⁹ CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos EUA: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)**. 1997. 317 f. Tese (Doutorado) Universidade de Campinas -UNICAMP, Campinas, SP., 1997, p. 18.

¹⁰ CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as grandes crises sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929, 2008)**. 2011.199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011, p. 51-42. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pped/defesas/01-Raul_Murilo_Chaves_Curvo.pdf. Acesso 12 jun. de 2019.

¹¹ Apenas as instituições que captavam depósitos tinham seus passivos segurados. Estas eram constituídas pelos bancos comerciais, que podiam captar depósitos à vista e a prazo; pelas instituições de poupança formadas pelas associações de poupança e empréstimos (*savings and loan associations- S&Ls*); pelos bancos de poupança mútua (*mutual saving banks*) e; pelas cooperativas de crédito (*credit unions*), citado em CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos EUA: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)**. 1997.317f. Tese (Doutorado) Universidade de Campinas -UNICAMP, Campinas, SP., 1997, p. 17.

Citibank e comercializados no mercado europeu, sendo uma alternativa para que investidores americanos, através de filiais bancárias na Europa, pudessem recorrer a um produto de maior rentabilidade, uma vez que, não estavam sujeitos às restrições internas.¹²

O avanço da tecnologia e inovações financeiras foram surgindo no mercado monetário, alterando assim sua dinâmica. Cita-se como por exemplo, os MMMFs (*Money Market mutual funds*) que eram fundos que propiciavam uma taxa de juros acima do teto estipulado.

Os novos instrumentos acabaram aprofundando a desintermediação das instituições financeiras que afetavam tanto os bancos comerciais como as instituições de poupança, embora de maneira distinta. Enquanto as instituições de depósitos e os bancos pequenos perdiam seus depósitos, os grandes bancos comerciais viam seu passivo ameaçado devido às altas taxas de juros que deviam pela introdução dos CDs. Além disso, haviam perdido seu monopólio sobre os empréstimos de curto prazo, ligados às corporações que associadas às companhias financeiras começaram a emitir *comercial papers*.¹³ Outras variações de produtos financeiros foram mais intensamente utilizadas, entre elas o próprio processo de securitização que será mais claramente abordado no decorrer desta pesquisa.

No âmbito das alterações ocorridas no período pós meados da década de 1960 estão inseridas as mudanças nos estatutos, além das interpretações judiciais e administrativas. Os bancos começam a se interessar por novos produtos que estavam sendo utilizados por empresas de valores mobiliários como, por exemplo, o financiamento de veículos. Algumas leis passaram a adicionar novas classes de papéis aos títulos elegíveis para os bancos. Outro exemplo de alteração estatutária foi com o *Bank Holding Company Act* em 1956 que vedava a atuação de empresas de holding bancárias através de filiais em atividades não bancárias, exceto se estas funções tivessem uma “íntima relação” com as atividades bancárias. Contudo, o *OCC*¹⁴ era o ente regulador e o *Fed* possuía poderes para implementar e interpretar as minúcias do *Bank Holding Company Act* que fez com que as interpretações fossem favoráveis aos bancos, ampliando, desse modo, as atividades dos bancos comerciais, além de permitir que se

¹² CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos EUA: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)**. 1997. 317f. Tese (Doutorado) Universidade de Campinas -UNICAMP,Campinas, SP., 1997, p. 21.

¹³ *Ibid.*, p. 22.

¹⁴ *Office of the Comptroller of the Currency*.

envolvessem em áreas semelhantes às dos títulos de valores mobiliários. Muitas dessas decisões acabaram sendo aprovadas pelos tribunais.¹⁵

Decorridas inúmeras mudanças estatutárias e com a ocorrência de diferentes interpretações judiciais e administrativas nos anos 1970, 1980 e 1990, havendo uma forte pressão sobre as proibições geradas pelo *Glass-Steagall Act.*, O *Gramm-Leach-Bliley Act* passa a eliminar as limitações antes existentes, suprimindo as seções 20 e 32 do *Glass-Steagall* que obstruíam a unidade entre as instituições bancárias e as de valores mobiliários. Do mesmo modo, possibilitou que as empresas de holding bancário pudessem atuar e controlar as instituições de valores mobiliários passando a operar em uma vasta gama de atividades financeiras.¹⁶

Embora alguns pontos do *Glass-Steagall Act* não tenham sido definitivamente revogados, o *Gramm-Leach-Bliley Act* extinguiu muitas de suas restrições. Anos mais tarde, com o desenrolar da crise de 2008, permanece a questão sobre se este fator teria contribuído de forma significativa para o estouro da bolha das hipotecas *subprime*.

1.3 BRETTON-WOODS

Após a devastação da Segunda Guerra Mundial e uma circulação financeira desregulamentada e caótica, mostrou-se necessário repensar uma nova estrutura do padrão monetário internacional. Keynes pelo lado britânico e White pelo Norte-americano haviam proposto um plano capaz de recompor a ordem econômica entre os Estados.

Em 1944 na cidade de Bretton Woods é selado o acordo entre os representantes da Aliança das Nações Unidas. Para que o padrão monetário internacional pudesse circular de modo mais seguro e uniforme foi adotado o sistema de divisas ouro-dólar. A moeda a ser utilizada seria o dólar que, por sua vez, estaria lastreada no ouro. Vale dizer que antes de Bretton Woods utilizava-se o padrão ouro como sistema de conversibilidade. Contudo, no período entre guerras, a falta de cooperação internacional, desvalorizações, ataques especulativos e desestabilidades financeiras provocaram um afastamento do padrão-ouro que era rígido demais para suportar os acontecimentos e mudanças do momento.

¹⁵ CARPENTER, David H; MURPHY, Edward V; MURPHY, M. Maureen. **The Glass-Steagall Act: A Legal and Policy Analysis.** 2016. Congressional Research Service 7-5700 www.crs.gov R44349, p. 10.

¹⁶ *Ibid.*, p. 15.

O sistema de Bretton Woods desenhou as novas bases da economia mundial. Segundo Miranda, este sistema tinha como objetivo “evitar a repetição das iniciativas nacionalistas, simbolizadas pelas desvalorizações cambiais competitivas, consideradas responsáveis pela crise dos anos 1930.”¹⁷ O novo sistema que passa a ser utilizado, apesar de ainda ter relação com ouro, afasta os preceitos da rigidez do antigo padrão. Alguns importantes pontos traçados pelo acordo internacional foram: a flexibilidade do câmbio, embora dentro de um patamar pré-estabelecido devendo ficar por volta de 1% para até 10% em situações especiais,¹⁸ o que foi chamado de “desequilíbrio fundamental,” desde que aprovadas pelo FMI. Além disso, o padrão “dólar-ouro” foi estruturado, as moedas nacionais deveriam estar em paridade com o dólar que por sua vez estaria lastreado em ouro, valendo US\$ 35,00 a onça de ouro (troy)¹⁹; controles sobre os movimentos de capital internacional; a criação do Fundo Monetário Internacional e do Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento que mais tarde se tornara o Banco Mundial. Conforme expõe Eichengreen:

O Sistema de Bretton Woods afastou-se em três aspectos fundamentais do padrão ouro-divisas. O câmbio fixo tornou-se ajustável, sujeito a condições específicas (a saber, a existência do que era conhecido como “desequilíbrio fundamental”). Aceitavam-se controles para limitar os fluxos de capital internacionais. E uma nova instituição, o Fundo Monetário Internacional, foi criada para monitorar as políticas econômicas nacionais e oferecer financiamento para equilibrar os balanços de pagamentos de países em situação de risco.²⁰

Os objetivos do sistema consistiam na implementação de medidas que viabilizassem a “liberação do comércio, a estabilização monetária e a reconstrução das nações afetadas.”²¹ Para os norte-americanos o grande objetivo do acordo seria o restabelecimento do comércio multilateral, assim como a necessidade de estabilização do sistema monetário internacional seria o veículo para o avanço comercial.

O sistema foi possível porque o período foi traçado por uma grande colaboração internacional,²² ainda que subsistisse um sentimento de soberania dos Estados. A

¹⁷ MIRANDA, Luiz Ricardo. A regulação das relações econômicas Internacionais, **Justiça do Direito**, v. 30, N.3, p. 402-421, set/dez. 2016, p. 406.

¹⁸ EICHENGREEN, Barry J. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000, p. 136.

¹⁹ OLIVEIRA, Giuliano C; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. **O Sistema de Bretton Woods e a Dinâmica do Sistema Monetário Internacional Contemporâneo**. PESQUISA & DEBATE, SP, volume 19, número 2 (34) pp. 195-219, 2008, p. 203.

²⁰ EICHENGREEN, *Op. Cit.*, p. 131.

²¹ MIRANDA, *Op. Cit.*, p. 406.

²² EICHENGREEN, *Op. Cit.*, p. 182.

tolerância entre os países possibilitou que o sistema funcionasse beneficentemente para a estabilidade monetária internacional. Contudo, o dólar como moeda de circulação internacional selou a posição hegemônica dos norte-americanos, uma vez que, a distribuição de divisas dependia das decisões internas do banco central americano.

A dependência do sistema em relação ao dólar para atender as suas necessidades de liquidez potenciou a condição hegemônica dos Estados Unidos no cenário econômico mundial. A condição de emissores da moeda central selou a condição de potência econômica mundial dos Estados Unidos a despeito do “paradoxo de Triffin”²⁶, haja vista a completa autonomia deste país em relação ao equilíbrio interno, uma vez que o externo passou a estar garantido num horizonte intertemporal, situação que viria a persistir mesmo depois do abandono da convertibilidade. Conforme já discutido, este processo aprofundou as assimetrias do sistema monetário internacional, em completo desacordo com o Plano Keynes.²³

Com uma posição privilegiada dos Estados Unidos, o acordo de Bretton Woods dependia de uma grande cooperação internacional. No entanto, quando novos acontecimentos surgem no cenário, como a Guerra do Vietnã vivenciada pelos americanos e a crise da libra em 1967, pelos ingleses, os objetivos domésticos passam a ser priorizados.²⁴

Ainda que essa diminuição da cooperação internacional não seja o único motivo, o acordo encontra seu fim em agosto de 1971, na Conferência de Smithsonian, Washington. Por parte de uma decisão unilateral dos Estados Unidos, o dólar não mais está ancorado ao ouro na relação US\$ 35,00 por onça *troy* e a moeda americana deixa de ter um padrão ouro-dólar, passando para o padrão dólar-flexível, podendo flutuar conforme os ditames da própria política interna.

Desse modo, o sistema monetário internacional de Bretton Woods acabou sendo transformado em um sistema internacional de “*laissez-faire*” baseado “por um padrão de acumulação sob dominância do capital portador de juros, ao invés do capital produtivo-industrial.”²⁵

²³ OLIVEIRA, Giuliano C; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. O Sistema de Bretton Woods e a Dinâmica do Sistema Monetário Internacional Contemporâneo. **PESQUISA & DEBATE**, SP, volume 19, número 2 (34) pp. 195-219, p. 206-207.

²⁴ *Ibid.* p. 207.

²⁵ *Ibid.* p. 216.

1.4 O DESENROLAR DA CRISE DE 2008

Nas décadas de 1980 e 1990, os Estados Unidos haviam passado por quatro importantes crises: 1987, o *crash* do mercado de ações; 1994, com o colapso das hipotecas residenciais; 1996, a bolha do “ponto.com”; e 1998, a crise do *Long Term Capital (LTCM)*²⁶.

Apesar das inúmeras crises ocorridas após os anos 1970, parecia que nos primórdios do século XXI, o legado deixado pela crise de 1929 e as crises sucessivas dos anos 80 e 90 havia sido esquecido ou simplesmente e convenientemente ignorado.

No início deste século, em virtude dos acontecimentos de onze de setembro e da guerra do Iraque, os Estados Unidos baixaram sua taxa de juros ao nível de 1% ao ano, tornando os empréstimos altamente atrativos. O período foi marcado por um forte crescimento do setor imobiliário. Produtos financeiros foram criados possibilitando que mesmo famílias sem histórico de crédito adquirissem um imóvel. O crédito farto e barato proporcionou uma valorização abrupta dos imóveis:

Nos últimos dez anos, o mercado imobiliário norte-americano atravessou seu mais longo período de valorização em 5 décadas. Entre 1997 e 2006, os preços dos imóveis se elevaram de forma contínua, chegando mesmo a triplicar de valor (Gráfico 1). Esse processo foi, em boa medida, impulsionado pelo aumento do crédito imobiliário americano, que esteve apoiado em taxas de juros relativamente baixas, particularmente após os atentados terroristas de 11 de setembro de 2001.²⁷

A retomada dos juros ocorre nos anos subsequentes com uma escalada paulatina, ascendendo 0,25% por período e chegando a 5,25% em 2006²⁸. Mesmo com a elevação dos juros, no período pré-crise a sensação que se tinha era de otimismo com a crença na contínua valorização dos bens imobiliários. “A elevação do preço das residências teve um impacto sobre o patrimônio das famílias de forma semelhante à valorização das ações ao longo dos anos 1990²⁹”. Essa sensação ligada à estrutura de financiamento conduziu a um aumento do consumo em geral.

²⁶ CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as grandes crises sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929, 2008)**. 2011. 199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pped/defesas/01-Raul_Murilo_Chaves_Curvo.pdf. Acesso 12 jun. de 2019.

²⁷ BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues, Torres Filho, Ernani Teixeira. Analisando a Crise do Subprime. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, dez. 2008, p. 134.

²⁸ CURVO, *Op.Cit.*, p. 143.

²⁹ CAGNIN, R. **O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008**. Estudos Avançados, 23(66), 147-168, 2009, p.158.

As residências foram utilizadas como garantia colateral de novas linhas de crédito. O *cash-out* possibilitava extrair o *home equity*. Desta forma, com o refinanciamento das antigas hipotecas e com os juros baixos essa transação se tornava vantajosa (ao menos aparentemente).³⁰

O sistema hipotecário norte-americano ainda permitia que uma hipoteca fosse adquirida com o aporte de 10% do valor do imóvel. Com a alta valorização do setor, tornou-se um bom negócio vender o antigo imóvel hipotecado, uma vez que tivera grande elevação no seu preço, além de obter uma nova hipoteca sobre um imóvel mais oneroso aportando somente os 10% de entrada.³¹ Outros tipos de hipoteca permitiam empréstimos de 100% do valor do bem e até mesmo um valor superior. Acreditava-se que os preços sempre subiriam, que a elevação seria certa e a queda dos valores muito improvável.

Do outro lado as instituições financeiras aproveitaram os baixos juros para aumentar sua lucratividade. Após um período de manutenção da inflação em que as instituições auferiam lucro pelos meios tradicionais do funcionamento bancário, ou seja, pela captação de recursos através de depósitos e empréstimos, o meio desfrutado para a obtenção do lucro foi mediante a criação de taxas. Desta maneira, novos produtos propiciavam que os bancos cobrassem cada vez mais taxas. A euforia do mercado e a avidez pela maior captação de lucros e taxas estimulou as instituições a buscar novos consumidores. Uma complexa engenharia financeira viabilizou que as hipotecas fossem vendidas às camadas mais baixas da população, mesmo com pouco ou nenhum histórico de crédito. Novos consumidores adquiriam imóveis por intermédio das hipotecas que ficaram conhecidas como *subprime* e, inclusive, os chamados “ninjas,” que eram pessoas que tinham histórico de crédito insatisfatório sem qualquer possibilidade de garantia. Todos participaram da euforia imobiliária. Essas hipotecas *subprime*, que praticamente não tinham a menor garantia, ou seja, crédito podre, acabaram sendo distribuídas, após o processo de securitização, aos investidores de todo globo. Através da securitização as instituições podiam cobrar cada vez mais taxas e ainda acreditavam não estar correndo riscos.

[...] a hipoteca de 100%, em que o banco empresta 100%, ou mais, do valor da casa. Uma hipoteca irrecorrível de 100% é que os economistas chamam de opção. Se o preço baixar, ele não tem nada a perder: o prestamista pode

³⁰ CAGNIN, R. **O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008**. Estudos Avançados, 23(66), 147-168, 2009, p. 159.

³¹ CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as grandes crises sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929, 2008)** 2011. 199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011, p.146. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pped/defesas/01-Raul_Murilo_Chaves_Curvo.pdf. Acesso 12 jun. de 2019.

entregar a chave da casa ao credor e ir embora a qualquer momento. Isso significa que quanto maior a casa, tanto mais dinheiro o prestamista pode ganhar potencialmente. O resultado é que os compradores da hipoteca se sentiam tentados a buscar casas mais caras do que suas posses permitiam. E como os banqueiros e os originadores das hipotecas de qualquer modo cobravam suas taxas, pouco incentivo os tinham para parar com esta libertinagem.³²

Os tomadores de crédito acreditavam fazer um bom negócio, ainda que as taxas de remuneração fossem maiores para os empréstimos *subprime* do que para os tradicionais empréstimos *primes*, eram menores do que as taxas dos empréstimos comuns, além de que o imóvel adquirido era a garantia se acaso o contraente não pudesse arcar com os pagamentos futuros. Nessa situação, bastaria vender o imóvel e adimplir com a obrigação. O problema que não pôde ser visualizado naquele momento era de que se o preço do imóvel caísse o empréstimo se tornaria mais oneroso do que o próprio bem colateral. Desta forma, o sistema criado dependia da manutenção da taxa de juros e ascensão dos valores dos imóveis.

A maior parte dos empréstimos possuía uma taxa de juros flutuante. O próprio Greenspan então Presidente do *Federal Reserve* havia aconselhado os tomadores a optar por este tipo de taxa flutuante. As taxas variáveis haviam se tornado as mais atraentes quando os juros baixaram fortemente para 1% em 2003, mas não fazia sentido após aquele momento, uma vez que os juros haviam chegado a um patamar tão baixo que a única tendência seria a de subida.³³ Então quando os juros subiram de 1% em 2001 para quase 10% em 2007, muitas famílias viram suas dívidas inflar, ultrapassando o valor da residência. A saída era a venda do imóvel ou simplesmente sua entrega às financeiras que poderiam vendê-lo e obter lucro se o valor do imóvel tivesse tido alguma valorização. Mas a mudança repentina no cenário provocou uma enxurrada de imóveis à venda o que fez com que perdessem valor rapidamente.

Com a queda do valor dos imóveis e a economia já em vias de adentrar em recessão, muitos compradores não conseguiam pagar os empréstimos contraídos. O valor do imóvel passou a ser menor do que o valor da hipoteca, e os investidores ao redor do mundo que haviam adquirido os títulos securitizados lastreados, em parte, por hipotecas *subprime* perderam seus investimentos. Em setembro de 2008, um dos grandes bancos americanos, o *Lehman Brothers*, declarou falência, as bolsas mundiais tiveram quedas

³² STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre**: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. Companhia das Letras. E-book kindle, posição 1845.

³³ *Ibid.*, posição 1885.

expressivas e um efeito cascata foi ocasionado. Na sequência outros bancos e empresas entraram em processo falimentar, o desemprego disparou, dificultando a possibilidade de adimplência das hipotecas. O resultado disso tudo foi uma grande crise global.

1.5 SECURITIZAÇÃO – O CAMINHO ATÉ A CRISE

Toda concessão de crédito envolve um risco inerente. Para o credor este risco está associado ao não pagamento da dívida. Em época de instabilidade a ameaça gerada pelo crédito de médio e longo prazo é aumentada. Para contornar a situação e correr menores perigos, a instituição financeira transforma sua carteira de empréstimo em títulos negociáveis no mercado secundário, passando a ser somente a administradora dos títulos mediante recebimento de comissões. Desse modo, a técnica se traduz em converter dívidas em títulos negociáveis no mercado de capitais, conforme explica Cintra:

Esse processo ficou conhecido como securitização das dívidas. A securitização é, portanto, o resultado de um duplo movimento: de um lado, os credores líquidos procuram evitar os passivos bancários e de outro lado, os devedores buscam os mercados de capitais como alternativa mais barata de endividamento e capitalização. Como resultado, os bancos transformaram ativos não-negociáveis em títulos negociáveis no mercado.³⁴

A securitização de hipotecas, tem seu início no final da década de 1960, representando um processo que transforma carteiras de crédito imobiliário em títulos negociáveis. Mas o primórdio de sua evolução data do início dos anos 30, após a recessão de 1929.

Visando incentivar o setor privado para a captação de recursos para moradia o *National Housing Act (NHA)* cria o *Federal Housing Administration (FHA)*. Essa entidade possuía como responsabilidade gerir um fundo de seguros para hipotecas.³⁵ As hipotecas que eram geradas *S&Ls (saving & Loans)* e outras entidades passaram a ser seguradas, o que proporcionou uma maior confiança no setor com a respectiva captação de fundos. Além do *FHA*, outras instituições³⁶ foram criadas com intuito de garantir as

³⁴ CINTRA, M. A. M. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 1, p. 111-139, 11 fev. 2016., p. 25

³⁵ CAGNIN, Rafael Fagundes. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. 2007.121p. Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, p. 32.

³⁶ Foram criadas instituições como *Federal Savings and Loan Insurance Corporation (FSLIC)* e o *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*.

hipotecas. Na mesma época foram permitidos que entidades privadas atuassem no mercado secundário de hipotecas emitindo títulos de dívida.

Em 1938, foi formada a *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*, que objetivava ampliar o mercado secundário de hipotecas com intuito de trazer maior liquidez às mesmas. A *Fannie Mae* emitia títulos de dívida que estavam segurados pela *FHA*. Em 1968 é fundado o *Housing and Urban Development Act (HUD)*, a *Fannie Mae* é privatizada, embora mantivesse um caráter público, passando a emitir títulos na bolsa de valores de hipotecas convencionais, sem seguro público. No decorrer do tempo outras agências voltadas ao mercado secundário e seguradoras privadas foram estabelecidas.

Nas décadas de 1960 e 1970, o cenário macroeconômico é alterado, a conjuntura do momento fez com que a inflação fosse acelerada e os juros se elevassem. Para complicar, havia uma regulação (Regulação Q) que limitava as taxas de juros cobradas pelas hipotecas. Assim, este conjunto de fatores tornou mais difícil captar recursos pelas *S&Ls*.³⁷

Para enfrentar o problema e com mudanças circunstanciais de liberalização e queda do teto da taxa de juros sobre as hipotecas, o governo passa a apoiar a securitização.

O sistema de securitização das hipotecas residenciais ou *mortgage backed securities* (MBS) foi implantado com garantias governamentais explícitas ou implícitas através, entre outros, de quatro importantes instituições: a *Federal Housing Administration (FHA)*; *Government National Mortgage Association (Ginnie Mae)*; *Federal National Mortgage Association (Fannie Mae)*; e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac)*. A *FHA* e a *Ginnie Mae* eram instituições públicas enquanto a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* se constituíam de empresas privadas com capital na bolsa de valores.³⁸

Essas agências captavam recursos no mercado a juros baixos para financiar as hipotecas. Posteriormente, esses empréstimos eram agrupados e transformados em títulos negociáveis no mercado de capitais. Se os papéis obtivessem uma alta classificação de risco poderiam ser adquiridos pelos fundos de pensão e seguradoras como se fossem títulos garantidos pelo governo.

³⁷ CAGNIN, Rafael Fagundes. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. 2007. 121p. Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, 2007, p. 35.

³⁸ CAGNIN, R. O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008. **Estudos Avançados**, 23(66), 147-168, 2009, p. 154.

As *MBSs* passam a ser emitidas, também, por outras entidades privadas. O setor bancário possuía bastante interesse neste mercado devido à possibilidade de arrecadação de taxas e comissões ao longo da cadeia entre o tomador do empréstimo e o investidor.³⁹

A securitização tinha como premissa a diversificação. Os papéis produzidos em determinado local poderiam ser distribuídos ao longo da grande cadeia financeira. Desse modo, as operações se internacionalizavam.

Essa diversificação afastava os credores dos tomadores de crédito e impossibilitava que renegociações apropriadas e razoáveis, do ponto de vista da realidade financeira do tomador, fossem realizadas. Ao contrário, tornou mais difícil para que os já endividados pudessem adimplir suas obrigações.

Com as hipotecas sendo vendidas e revendidas e com o desaparecimento da sensibilidade do banqueiro local, a responsabilidade pela administração das hipotecas (o recebimento dos pagamentos e a distribuição do dinheiro entre os diferentes e longínquos detentores dos papéis) foi atribuída a um novo ator: o serviço hipotecário. Os detentores das hipotecas temiam que o serviço hipotecário pudesse ser muito leniente com os tomadores de empréstimos. Em consequência, os investidores impuseram restrições que tornavam mais difícil a renegociação. O resultado foi um chocante desperdício de dinheiro e um desgaste desnecessário junto às comunidades.⁴⁰

No período antecedente à crise, os títulos gerados pela securitização operavam com uma classificação de risco AAA. As agências de risco eram as responsáveis por avaliar a segurança dos produtos que certificavam. Contudo, mesmo que se pudesse observar que os papéis não carregavam tanta segurança assim, recebiam a mais alta classificação. Stiglitz⁴¹ avalia a situação de forma curiosa, mostrando que o desempenho dessas agências havia sido duvidoso em períodos anteriores. O autor ainda avalia a conexão existente entre as agências de risco e as instituições financeiras que ao final eram as contratantes dos serviços das mesmas. Ainda observa, que as próprias agências prestavam serviços de consultoria aos emitentes dos papéis demonstrando o caminho para a obtenção de notas altas, fazendo com que de maneira rápida as instituições aprendessem.

Como os lotes de hipotecas eram divididos em *tranches* com diferentes possibilidades de riscos, as agências entendiam que a subordinação entre elas traria

³⁹ CAGNIN, Rafael Fagundes. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. 2007. 121p. Dissertação Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, 2007, p. 38.

⁴⁰ STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre**: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. Companhia das Letras. E-book kindle, posição 2051.

⁴¹ *Ibid.*, posição 1979.

segurança. As *tranches* com maior risco (*equity*) pagavam lucros maiores aos investidores e se acaso ocorresse um processo de inadimplência neste fundo de hipotecas a responsabilidade cairia sobre o fundo de nível superior e assim sucessivamente. A *tranche* superior chamada *sênior* seria sempre a última a ser atingida e por isso recebia a classificação AAA, AA e A. Já a *tranche* na sequência de risco mediano ou *mezzanine* receberia a classificação BBB, BB e B⁴². E, por fim, a *tranche* formada pelas hipotecas *subprimes* que eram submetidas a uma diversificação, eram repassadas a um fundo *CDO* (*Collateralized Debt Obligations*) que era também composto por outros títulos como créditos estudantis e recebíveis de cartão de crédito. Muitos desses títulos que compunham o *CDO* possuíam uma classificação de risco acima de A e, dessa maneira, os operadores formavam o *pool* de modo que o fundo recebesse uma classificação alta, contendo em seu interior títulos de hipotecas *subprime*⁴³.

Embora tenham viabilizado a ampliação da liquidez no mercado de crédito e do endividamento de famílias, empresas e instituições financeiras, essas inovações financeiras potencializaram o risco de crise sistêmica. Isso porque, os contratos são amplamente interconectados, envolvendo diversos participantes e segmentos do mercado financeiro, configurando uma verdadeira pirâmide de crédito. Igualmente, afetaram a qualidade da avaliação e o monitoramento dos devedores pelas instituições originadoras dos empréstimos, pois essas ao transferir o risco de crédito deixam de realizar o monitoramento e acompanhamento efetivo do devedor.⁴⁴

O processo de securitização já tinha enfrentado problemas na década de 1990, quando os técnicos da *Freddie Mac* criaram o *CMO* (*Collateralized Mortgage Obligation*), um produto em que os lotes de hipotecas eram divididos em *tranches* e classificados conforme os riscos que representavam, podendo ser superiores, médios ou inferiores.⁴⁵ Os inferiores eram também chamados de “lixo tóxico.” Dessa forma, os lotes superiores pagavam uma pequena rentabilidade enquanto o lote de maior risco oferecia uma rentabilidade superior. No decorrer da década de 1990, os *tranches* passam a ser

⁴² BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues, Torres Filho, Ernani Teixeira. Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 129-159, DEZ. 2008, p. 141-142.

⁴³ CAGNIN, Rafael Fagundes. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. 2007. 121p. Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, p. 69-70.

⁴⁴ FREITAS, M. C. P. de; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.28, n.3 (111), p.414-33, 2008, p. 418.

⁴⁵ CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)**. 2011.199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011, p. 136.

segmentados em inúmeras categorias e, apesar da popularidade alcançada no período, em 1994 rompe-se uma bolha gerando perdas na faixa de 55 bilhões de dólares.⁴⁶

A crise de 2008 não foi diferente, as hipotecas securitizadas com notas altas conferidas pelas agências de classificação de risco foram comercializadas no mercado de capitais. A globalização favoreceu a expansão dessa comercialização e investidores de diversos pontos do planeta passaram a adquirir os títulos lastreados nas hipotecas norte-americanas. Esses investidores não tinham a real consciência da ameaça que estes papéis representavam, afinal eram títulos acompanhados de altas notas das agências de *rating*.

Contudo, os títulos estavam formados por hipotecas *subprime* sem qualquer garantia, e ao primeiro sinal de recessão, os contraentes não conseguiram adimplir com seus empréstimos. Sendo assim, a saída estava na venda do imóvel hipotecado que com o valor obtido se pagaria a hipoteca. Com uma quantidade maior de imóveis no mercado, o preço começa a descer e o valor do imóvel passa a ser inferior ao valor da hipoteca. Além do mais, não havia muitos interessados na compra naquele momento, resultando em inadimplemento dos empréstimos contraídos. A crise de 2008, tem seu início marcado em setembro daquele ano com a falência do *Leman Brothers*.

Quando os preços dos imóveis nos Estados Unidos entram em tendência de queda e os compradores se veem sem possibilidade de quitar as parcelas de suas hipotecas, um efeito cascata passa a ser desenvolvido no mercado financeiro tanto interno, da economia americana, como internacional devido à diversificação dos investimentos e investidores. A grande cadeia gerada pela securitização das hipotecas e seus títulos implodiu a economia em diversos setores. Grandes bancos e instituições financeiras passam a revelar enormes perdas monetárias. Muitas dessas instituições acabaram sendo resgatadas pelos seus respectivos governos como foi o caso do Citigroup que terminou sendo amparado pelo governo norte-americano. Em outros casos o resgate acabou vindo de seus próprios acionistas como ocorreu com o banco alemão *IKB Deutsche Industrie Bank AG*⁴⁷. Todavia, a crise arrasta para a falência inúmeras instituições e ocasiona um período de forte recessão na economia internacional.

Ao final, uma grande massa de capital advinda dos contribuintes norte-americanos foi direcionada ao resgate das instituições que, à época, foram consideradas grandes

⁴⁶CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)**. 2011. 199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011, p. 138.

⁴⁷ CECHIN, Alicia; MONTOYA, Marco Antônio. Origem, causas e impactos da crise financeira de 2008. **Teoria e Evidência Econômica** - Ano 23, n. 48, p. 150-171, jan./jun. 2017, p. 162.

demais para falir (*too big, too fail*). Os dirigentes daquela nação, temeram que a ausência do resgate governamental pudesse agravar ainda mais o quadro da economia. Todavia, fortes críticas foram remetidas às ações tomadas naquele momento. Enquanto inúmeros cidadãos perdiam suas moradias, economias e emprego, o Estado injetava valores astronômicos nas instituições que haviam corroborado com o implemento da crise.

Com a forte crítica da opinião pública e as considerações sobre a motivação que ocasionou a bolha do mercado imobiliário, o governo dos Estados Unidos, mais uma vez, decide por implementar a legislação e limitar a liberdade de ação das instituições financeiras.

1.6 REGULAÇÃO NORTE-AMERICANA PÓS-CRISE DE 2008

Após a queda da bolsa de Nova York, em 1929, e a grande recessão que se instalou nos anos seguintes, emergiu a necessidade de uma regulação mais estruturada para o setor financeiro. O *New Deal* viabilizou uma série de novas regulamentações para evitar que a cena do mercado se repetisse nos anos seguintes. Ademais, era indispensável que se criasse uma perspectiva para a recuperação da economia e atenção às deficiências do setor imobiliário.

Os anos se passaram e atos como o *New Deal*, *Glass-Steagall* e *Bretton Woods* proporcionaram um período de certa estabilidade financeira. Todavia, com mudanças no cenário, muitas dessas regulamentações restaram-se alteradas ou revogadas trazendo uma maior flexibilidade e liberdade ao mercado financeiro e de capitais. O reflexo se deu em um ambiente propício à comercialização de novos produtos financeiros, assim, explicando Cagnin:

A expansão do crédito bancário, por exemplo, está condicionada à possibilidade de securitização e venda das carteiras que os bancos não desejam manter em seu balanço nos mercados de títulos, em que os compradores estão contando com a possibilidade de utilizar derivativos para transferirem os riscos aos quais não desejam estar expostos. Dessa maneira instabilidade ou crise em um mercado ganha maior possibilidade de afetar o sistema financeiro como um todo em um ambiente desregulamentado e liberalizado.⁴⁸

⁴⁸ CAGNIN, Rafael Fagundes. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. 2007. 121p. Dissertação (Mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, p. 88-89.

Quando a crise de 2008 eclode deixando um rastro de desemprego, falências e recessão à ordem internacional, os Estados Unidos se viram obrigados a retomar uma regulamentação que trouxesse uma melhor estrutura e equilíbrio econômico.

Em 21 de julho de 2010, o Congresso Nacional Norte-Americano promulgou a *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Act*, lei que ficou conhecida como *Dodd-Frank Act*. A desregulamentação que havia se seguido em anos anteriores à crise de 2008 e os abusos cometidos pelo mercado financeiro, desencadeando a pior crise da história dos Estados Unidos após 1929, acrescidos das políticas governamentais de salvamento das instituições financeiras, levaram os órgãos estatais a repensar a regulação do sistema financeiro daquele país privilegiando os contribuintes e os consumidores de produtos financeiros. Desse modo, o diploma legal se inicia com a seguinte frase:

An Act - To promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end “too big to fail”, to protect the American taxpayer by ending bailouts, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes⁴⁹

O *Dodd-Frank Act* é uma legislação complexa, composta por quase mil páginas que tem por objetivo regular as principais questões que fomentaram a crise. Seu propósito é de evitar que o dinheiro do contribuinte norte-americano volte a amparar as ações temerárias do setor financeiro que ocasionaram a crise de 2008.

Entre os assuntos que compõem a lei estão o controle do risco sistêmico, a remuneração dos executivos financeiros, as questões relacionadas às agências classificadoras de risco, proteção dos consumidores de produtos financeiros, mercado de derivativos de balcão,⁵⁰ e a securitização de créditos.

A peça central do *Dodd-Frank Act* foi a criação do Conselho de Supervisão da Estabilidade Financeira (*Financial Stability Oversight Council (FSOC)*). O objetivo do *FSOC* consiste no agrupamento de informações, tendo como intuito monitorar possíveis riscos sobre a estabilidade financeira, possuindo autoridade para identificar as instituições financeiras que possam contribuir com um risco sistêmico.⁵¹ Se observados quaisquer

⁴⁹ *Public Law 111-2013 – July 21, 2010*. Preâmbulo. Disponível em: <https://uscode.house.gov/statutes/pl/111/203.pdf>.

⁵⁰ RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de Crédito: Aspectos Jurídicos**. 2015. 304 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, - São Paulo, 2015, p. 232.

⁵¹ The centerpiece of the Dodd-Frank legislation is the creation of the Financial Stability Oversight Council (FSOC). It has the objective of providing collective accountability for identifying risks and responding to emerging threats to financial stability. The Council has the mandate and authority to identify all systemically important institutions, both financial and nonfinancial, that contribute excessive risk to the

mecanismos que possam causar um desequilíbrio relevante, modos de defesa são ampliados ou trazidos sob a guarda do *Federal Reserve*.⁵² Possui poder de expedir adicionais regulamentações objetivando evitar as lacunas regulatórias, assim como as existentes antes da crise. Dessa maneira, as instituições financeiras são supervisionadas pelo órgão estatal.

A princípio, o diploma estipula que as instituições bancárias com ativos iguais ou superiores a US\$ 50 bilhões já seriam classificadas como relevantes a um possível risco sistêmico. Mas isso não impede que as demais instituições bancárias ou não-bancárias sofram restrições sobre suas atividades a depender do grau de risco que elas possam apresentar.

Um dos assuntos mais discutidos no Senado norte-americano e posteriormente incluído na legislação *Dodd-Frank* foi o que ficou conhecido como *Volcker Rule*. Consiste em uma estratégica disposição objetivando reconquistar os preceitos do *Glass-Steagall Act*. A regra limita que uma série de atividades sejam realizadas pelas instituições que contam com o seguro sobre os depósitos. Assim, as entidades bancárias que operam com a “rede de proteção constituída pelo acesso ao empréstador de última instância (guichês de liquidez) ou ao seguro de depósitos não poderiam mais realizar transações de compra e venda em carteira própria (*property trading*).”⁵³ A intenção dessa limitação é de evitar que o capital do contribuinte seja utilizado para o resgate de instituições que praticam atividades de alto risco no mercado financeiro.

A legislação traz inúmeras outras disposições que recaem sobre a realidade do mercado financeiro. A Emenda Collins estabelece que especificações avançadas pelo Comitê da Basileia sejam niveladas pelos reguladores norte-americanos, fazendo com que a concepção dos coeficientes de capital estejam em igualdade com o restante do mundo.⁵⁴ O mercado de derivativos deverá ser operado com maior transparência evitando a negociação de papéis sem possibilidade de pagamento, tornando-o mais estável como um todo.

operation of the financial system and to avoid the regulatory gaps that existed before the recent crisis, to help minimize the risk of a nonbank financial firm threatening the stability of the financial system. KREGEL, Jan. United States Financial Regulation: **The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act in Current and Historical Perspective**, p. 23

⁵² AMBIMA. **Reforma Financeira norte-americana: A Lei Dodd/Frank**. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. _ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011. 44 p.; 25 cm. - (Perspectivas), p. 20.

⁵³ *Ibid.*, p. 23.

⁵⁴ *Ibid.*, p. 23.

As agências de *rating*, que tiveram especial participação na crise de 2008 classificando com boas notas instrumentos securitizados contendo hipotecas *subprime* com duvidosa capacidade de adimplemento, passam a ter a obrigação de expor os métodos de avaliação de forma transparente. A lei, ainda, exclui essas agências da proteção da Primeira Emenda, não mais lhes conferindo a garantia de liberdade de expressão.

Outra questão se encontra na *risk retention* dos papéis securitizados. As emissoras deverão reter 5% desses instrumentos em suas próprias carteiras a fim de fazer com que as instituições participem e retenham algum risco, ou seja, aquilo que se denomina *having skin in the game*. Contudo, a lei traz algumas exceções sobre papéis que não apresentam características de risco⁵⁵.

O *Dodd-Frank act* regula, além dos pontos já abordados, questões como a remuneração dos executivos e fundos de *hedge*. Outra interessante temática trazida pela legislação estadunidense diz respeito à proteção do consumidor de produtos financeiros. Foi criado o *Bureau of Consumer Financial Protection, BCFP*, uma agência governamental que tem por finalidade proteger os consumidores de práticas injustas, enganosas ou abusivas cometidas pelo mercado. Para tanto a agência é responsável por executar medidas contra instituições que estejam agindo em desacordo com a lei.

Não só o consumidor comum é contemplado pela legislação, já que a lei ampara, do mesmo modo, o agente, agente fiduciário ou o representante que age em nome do indivíduo. A agência tem poderes amplos e autônomos de supervisão e imposição de procedimentos, pois sua presidência é exercida por indicação do Presidente norte-americano.⁵⁶

A agência entra no cenário financeiro com o objetivo de evitar que investidores sejam atraídos para produtos de baixa qualidade remuneratória. Dessa forma, fornece informações necessárias sobre os produtos financeiros, além de ter por finalidade a fiscalização das normas federais.⁵⁷

⁵⁵ KREGEL, Jan. **United States Financial Regulation: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act in Current and Historical Perspective**, p. 41-42.

⁵⁶ AMBINA, **Reforma Financeira norte-americana: A Lei Dodd/Frank**. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. _ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011. 44 p.; 25 cm. - (Perspectivas), p. 30.

⁵⁷ RODRIGUES, Rodrigo Alves, **Derivativos de Crédito: Aspectos Jurídicos**. 2015.304 f. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, - São Paulo, 2015, p. 235.

1.7 CONSIDERAÇÕES

O histórico de crises no globo terrestre tem sido constante. Apesar dessa presente pesquisa contemplar apenas a Crise Sistêmica de 2008 e pincelar poucas das crises ocorridas nos últimos cem anos, essas oscilações de mercado acompanham o caminhar do homem desde muito antes. Mas um ponto a ser considerado é a forte presença do mercado financeiro, ligada à insuficiência legislativa e às inovações em atrativos produtos financeiros.

Embora possa haver algumas divergências, a maior parte da doutrina tem entendido que a grande crise de 2008 fora ocasionada pela introdução das hipotecas *subprime*, securitizadas e distribuídas ao longo da cadeia.

Em 1929, o mundo já havia experimentado os dissabores de um mercado pouco ou mal regulamentado, fato que acabou obrigando com que as autoridades apertassem o nó frouxo das leis daquela atualidade. O *glass-steagall Act*, como importante instrumento de controle dos operadores financeiros propiciou momentos de estabilidade, mas mudanças constantes no cenário tendem a desequilibrar as estruturas desenvolvidas, clamando por alterações da realidade.

Mesmo com os ensinamentos do passado, a súplica pela desregulamentação se mostrou mais eficiente do que prudente. O setor público veio a atender os anseios do mercado. As inovações financeiras que surgiram períodos antes da eclosão da crise de 2008, as lacunas legais e o relaxamento das decisões das autoridades atropelaram a sensatez e colocaram em risco as economias públicas e particulares de nações e cidadãos.

A história tem mostrado que a prevenção e a rigidez das normas minoram a criatividade na exploração dos mercados especulativos e propiciam um ambiente de maior segurança em investimentos. Em uma estrutura que reside a interdependência das relações econômicas, necessário se faz manter a parcimônia porque nas crises não são só os investidores é que perdem, mas sim, a coletividade como um todo.

2 SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

Após rememorar o período e os sistemas que ocasionaram a grande crise do início deste século, foi possível perceber que os especuladores encontraram um terreno fértil para que pudessem desenvolver estruturas que operassem totalmente ao seu favor, sem ponderar até que ponto a capacidade financeira dos investidores poderia girar a estrutura. Como visto no capítulo anterior, os Estados Unidos da América atravessaram o século XX, regulamentando, desregulamentando e normatizando as transações e as manobras do mercado financeiro. Em cada momento em que se pôde perceber que a normatização se encontrava insuficiente para a contenção dos avanços arriscados de produtos financeiros, eclodia uma nova crise.

A securitização foi um dos artifícios utilizados para que os papéis negociados com pouca ou nenhuma capacidade de adimplemento fossem distribuídos por vários setores do mercado financeiro norte-americano e internacional. A distribuição dos riscos representados por esses títulos levou os reflexos da crise a fronteiras longínquas e a um efeito cascata que estremeceu economias robustas.

No Brasil, a securitização é uma realidade. Entre uma estrutura altamente regulamentada, vários diplomas normatizam essa engenhosa operação que, se bem estruturada, pode ser eficaz e conveniente a vários setores da economia. O objetivo desse capítulo se encontra na elucidação de como a legislação pátria tem tratado o tema e quais os mercados que ela se encaixa e se realiza.

Este capítulo tem por foco ilustrar os preceitos da securitização e como ela se dá no ambiente nacional. Para que possa ter uma compreensão lúcida sobre o instituto, se faz necessário explanar como funcionam os meios para seja possível sua concretização.

Como se verá a seguir, a securitização é um conjunto de negócios jurídicos que agregados transformam créditos, lastreados em dívidas, em papéis negociáveis no mercado de capitais. Quer dizer que o processo de securitização possibilita que recebíveis futuros sejam obtidos no presente. Sua base de formação está em segregar os ativos securitizáveis do agente econômico originador dos créditos - quer dizer do credor - dos bens que compõem seu patrimônio e posteriormente emitir títulos lastreados nesses ativos, que serão negociados no mercado de valores mobiliários. Portanto, sua existência demanda um conjunto normativo bem estabelecido que promova um ambiente favorável para sua configuração e persistência. Com foco na composição desse processo será

abordado o universo econômico normativo configurado, até o momento, no território nacional. Desse modo serão explanados desde a composição do sistema financeiro brasileiro até as atuais legislações que versam acerca da securitização no âmbito doméstico, passando pela cessão de crédito, instituto do direito civil que serve de base para a securitização, além dos veículos de propósito específico, títulos comercializados e leis específicas que versam sobre o assunto.

2.1 SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO – SFN - E A SECURITIZAÇÃO

Sobre o sistema financeiro Nacional, a Constituição, em seu art. 192, dispõe que:

O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

José Afonso da Silva explica que no diploma constitucional existem dois sistemas financeiros, um público disciplinado pelos arts. 163 a 169, que cuida das finanças públicas e orçamentos e um outro sistema chamado de *parapúblico*, exposto no art. 192, qual possui atribuições sobre as “instituições creditícias, públicas ou privadas, de seguro, previdência (privada) e capitalização, todas sob o estrito controle do Poder Público (art. 192).”⁵⁸

Outra observação do autor, acima referido, é em relação ao texto constitucional que diz que será “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade” mantendo, assim, as instituições privadas “vinculadas ao cumprimento de funções sociais bem caracterizadas.”⁵⁹

Estruturado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, o sistema financeiro é composto pelo Conselho Monetário Nacional, Banco Central do Brasil, Banco do Brasil S.A., Banco Nacional do Desenvolvimento e demais instituições financeiras.

No topo encontra-se o Conselho Monetário Nacional (CMN). A partir dele subdividem-se quatro subsistemas: a) Banco Central do Brasil como órgão fiscalizador. Sua competência abrange a fiscalização de todas as instituições do mercado financeiro e

⁵⁸ SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 37ª ed. Ver. E atual. (até a Emenda Constitucional n. 76, de 28.11.2013) Malheiros, São Paulo, 2014, p. 837.

⁵⁹ *Ibid.*, p. 837.

edição de atos normativos procedentes do Conselho Monetário Nacional; b) Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Sob essa comissão estão as instituições integrantes do sistema brasileiro de distribuição de títulos e valores mobiliários, entre elas estão os bancos de investimentos, corretoras e distribuidoras de títulos e investimentos, bolsas de mercadorias e futuros, bolsas de valores, entre outras, Uinie Caminha lembra que essas instituições sob a fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários também se sujeitam aos regramentos emanados pelo Banco Central do Brasil; c) Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) que engloba as sociedades de capitalização; e d) Secretaria da Previdência Complementar (SPC) englobando as entidades fechadas de previdência complementar.⁶⁰

É o sistema financeiro nacional que irá regulamentar e fiscalizar as movimentações do mercado. Observe que nem sempre são instituições financeiras que irão operacionalizar a securitização. Todavia, a securitização se insere no sistema financeiro sob o ponto de vista funcional, cabendo ao SFN regular as funções praticadas pela securitização. Como descreve Caminha, a securitização tem, ao menos, três funções que se encaixa nas atribuições do Sistema Financeiro Nacional, sendo: “a mobilização de fundos, a transferência de recursos no tempo e no espaço e o controle a alocação de riscos.”⁶¹

Por tais razões, muitas operações de securitização, além da própria legislação, serão regulamentadas por Resoluções emitidas pelo Conselho Monetário Nacional e Instruções Normativas da Comissão de Valores Mobiliários.

Apesar de o Brasil possuir um Sistema Financeiro bem estruturado, visando minimizar os riscos de mercado, nem sempre será possível prever e contornar todas as formas criativas de movimentação monetária. Desse modo, observa Saddi:

O poder de inspecionar e de requerer informações é praticamente ilimitado. O Banco Central supervisiona o Sistema Financeiro com base em estatísticas frequentes, o que, contudo, não impede desvios, como alguns variados e criativos mecanismos elaborados pelo mercado e por fraudadores para contornar as exigências legais. O papel da inspeção dos bancos varia segundo os processos regulatórios, seja mediante auditoria (por meio de auditoria supervisora), seja por requerimentos de dados. Boa parte da inspeção é prudencial, ou seja, trata-se de avaliar a qualidade do portfólio do banco e dos

⁶⁰ CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p 12.

⁶¹ *Ibid.*, p 16.

ativos. Tais processos vêm avançando com a implementação da Inspeção Geral Consolidada – IGC.⁶²

Embora seja de suma importância o SFN, necessário se faz atentar às inovações do mercado financeiro, principalmente quando tratar-se de estruturas complexas de crédito e dispersão de riscos, algo aprendido tardiamente após o rompimento da bolha que ocasionou a crise de 2008.

2.2 CESSÃO DE CRÉDITO

A cessão de crédito é um instituto jurídico previsto nos arts. 286 a 298 do Código Civil. Consiste em um negócio jurídico consensual e bilateral, no qual direitos creditórios pertencentes a um cedente são transferidos a um cessionário, independentemente da anuência do devedor.

Nesse negócio jurídico o credor original, denominado cedente, transmite a um terceiro (cessionário) direitos sobre determinado crédito. O cessionário, que não participou da relação jurídica primária, passa a assumir os direitos creditórios antes pertencentes ao cedente, enquanto o sujeito passivo da relação, o devedor, permanece inalterado.

Segundo Caio Mário, ocorre uma “alteração subjetiva da obrigação, indiretamente realizada, porque se completa por via de transladação da força obrigatória, de um sujeito ativo para outro sujeito ativo, mantendo-se o *vinculum iuris* originário.”⁶³ Na cessão de crédito os acessórios e as garantias acompanham o principal a menos que haja estipulação em sentido contrário.

Desse modo, o negócio jurídico da cessão de crédito poderá ser gratuito ou oneroso. O gratuito se equipara à doação⁶⁴ enquanto o oneroso implica algum tipo de remuneração. A cessão poderá ser total ou parcial, ou seja, o cedente deve ser capaz de tanto transmitir a totalidade dos créditos como ceder somente parte deles. Sendo a transmissão parcial, o cedente poderia permanecer na relação contratual continuando como credor de uma parcela, não cedida, dos créditos, como pode também transferir a um

⁶² CARDOZO, José Eduardo M.; QUEIROZ, João Eduardo L.; SANTOS, Márcia Walquiria Batista dos. **Direito Administrativo Econômico**. São Paulo – Atlas. 2001. SADDI, Jairo A **Intervenção no Mercado Financeiro**. Artigo, p. 787.

⁶³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil, vol. II. Teoria Geral das Obrigações**. 26. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 351.

⁶⁴ ROQUE, Pamela Romeu. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 25.

outro cessionário a parcela remanescente. Observa-se que existe a possibilidade da cessão dos créditos a mais de um cessionário. Pode ser também convencional, legal ou judicial, devendo haver livre convenção entre as partes, por força da lei ou judicial quando decorre da decisão de um magistrado, sendo muito comum em casos de transmissão aos herdeiros ou legatários dos direitos creditórios pertencentes ao falecido. Outra classificação pertinente à cessão de crédito é a cessão *pro soluto* ou *pro solvendo*. A *pro soluto* se dá quando o cedente transfere o crédito, tendo por objetivo a solução de uma obrigação preexistente⁶⁵, já que com a transmissão o cedente torna-se exonerado da obrigação prévia. A *pro solvendo* ocorre quando a transferência objetiva a extinção de uma obrigação preexistente, contudo, tal obrigação não se extinguirá imediatamente, somente, conforme o crédito cedido for realmente sendo cobrado.⁶⁶ Assim, coexistem tanto a obrigação primitiva quanto a obrigação cedida.

De maneira geral é totalmente possível a cessão de crédito, já que são poucas as situações em que exista uma vedação a tal transmissão. O código civil traz como objeção à cessão de crédito a oposição à própria natureza da obrigação, da lei ou convenção entre as partes. Caio Mário cita como exemplo, entre outros, da própria natureza da obrigação os acessórios que não podem ser objeto de transladação sem que haja a transferência do principal e as obrigações de direitos personalíssimos⁶⁷. No tocante à vedação legal tem-se como exemplo os créditos já penhorados previstos no artigo 298 do Código Civil e a herança de pessoa viva⁶⁸ que não pode ser objeto de contrato nos conformes do artigo 426, do aludido código. Maria Helena Diniz⁶⁹ recorda que os créditos tributários podem ser objeto de cessão, desde que estejam presentes os requisitos legais. Ainda no contexto dos impedimentos da cessão do crédito está a convenção entre as partes. É prudente que a cláusula proibitiva conste do instrumento da obrigação, pois se ausente não poderá ser oposta ao terceiro de boa-fé.⁷⁰

Embora a cessão de crédito não exija uma forma prescrita, sendo um negócio não solene, somente produz eficácia contra terceiros se celebrada por instrumento público ou

⁶⁵ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil, vol. II. Teoria Geral das Obrigações**. 26. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 354.

⁶⁶ DINIZ, Maria Helena, **Curso de Direito Civil Brasileiro**, vol., 2: teoria geral das obrigações. 29ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 476.

⁶⁷ PEREIRA, *Op. Cit.*, p. 354.

⁶⁸ DINIZ, *Op. Cit.*, p. 479.

⁶⁹ DINIZ, *Op. Cit.*, p. 480.

⁷⁰ Código Civil, art. 286 - O credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; **a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação.**

particular revestido das solenidades do § 1º do art. 654, do código civil. Ou seja, deve conter indicação do lugar em que foi passado, qualificação do outorgante e outorgado, data, objetivo com a designação e extensão dos poderes conferidos.

Havendo hipoteca atrelada ao crédito cedido, o cessionário terá o direito de fazer averbar a cessão no registro do imóvel.

Ressalta-se que a cessão terá eficácia contra o devedor se este tiver sido notificado nos conformes do artigo 290 do Código Civil. A notificação é o meio pelo qual o devedor toma ciência da transferência do credor. Isso significa que uma vez notificado ele deverá efetuar o pagamento ao novo credor, cessionário, e não mais ao antigo, o cedente. Tal notificação poderá ser efetuada por qualquer meio expresso ou mesmo deverá ser presumida, bastando que o devedor se declare ciente da cessão.

O devedor cientificado da cessão poderá recusar pagar a prestação ao cedente, uma vez que este não mais figura no polo da ativo do negócio realizado. Sua obrigação passa a ser em relação ao cessionário que poderá exercer os atos conservatórios do direito cedido.⁷¹

Havendo várias cessões do mesmo crédito irá prevalecer aquela que efetivamente se completar com a tradição do título do crédito cedido. Nesse caso, o devedor deverá pagar ao cessionário que, em caso de o crédito constar de escritura pública, primeiramente notificá-lo. Caso contrário terá que adimplir a obrigação ao cessionário que lhe apresentar o título do crédito. O devedor não notificado poderá pagar ao credor primitivo ou aquele que lhe apresentar o título da obrigação cedida⁷².

Com a sub-rogação de credores facultará ao devedor opor as exceções ao cessionário, inclusive àquelas que haviam contra o cedente à época da cessão. Não pode, o devedor, opor ao cessionário exceção relativa ao cedente que seja posterior à cessão.

Na cessão de créditos a título oneroso o cedente é o responsável pela existência da dívida perante o cessionário. Na cessão gratuita tal fato não ocorre, a não ser se essa houver sido procedida de má-fé. Embora haja a responsabilização do cedente pela existência da dívida objeto da cessão, o cedente não responde pela solvência do devedor, salvo se houver estipulação em sentido contrário. Nesse caso, sua responsabilidade limita-se ao valor do crédito recebido pelo cessionário quando da cessão, incluindo seus respectivos juros. Do mesmo modo, se responsável for o cedente pela solvência do

⁷¹ Código Civil, art. 293.

⁷² PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil, vol. II. Teoria Geral das Obrigações.** 26. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 366.

devedor, deverá ressarcir ao cessionário as despesas da cessão e cobrança que houverem sido efetuadas.

Por fim, o código civil veda a cessão do crédito penhorado por ser um bem insuscetível de alienação. O devedor que não tiver ciência da penhora e efetuar o pagamento exonera-se da obrigação. Uma vez ciente, o agente passivo não poderá pagar nem ao cedente e nem ao cessionário, sob pena de ter que efetuar novo pagamento ao terceiro exequente. O credor que cedeu o crédito sob um bem penhorado responderá perante o terceiro.⁷³

Como descrito neste tópico, a cessão de crédito é uma possibilidade de transferência de direitos creditórios de um agente ativo para outro agente ativo sem a necessidade de anuência do devedor. Esse instituto é um dos meios utilizados para a realização da operação de securitização, como será visto no tópico subsequente. Uinie Caminha explica que na fase inicial do processo de securitização é a cessão de crédito o negócio jurídico que irá estruturar e segregar o patrimônio que servirá de lastro para a securitização⁷⁴. Um dos problemas apontados pela autora quanto à cessão de crédito e a securitização é a notificação dos devedores. Ao passo que a securitização envolve uma vasta gama de créditos com uma pluralidade de devedores, notificá-los se torna deveras dificultoso e dispendioso. Contudo, a autora⁷⁵ aponta a possibilidade “de delegar ao cedente as funções de agente arrecadador dos créditos cedidos, de forma que o pagamento possa ser feito pelo devedor ao credor originário.”

Ainda que alguns pontos da cessão de crédito pareçam dificultar a securitização, esse é justamente o instrumento que a Resolução do Bacen 2.686 de 2000, utiliza para operacionalizar a securitização. Assim, o artigo 1º da Resolução expressa “autorizar a cessão de créditos oriundos de operações praticadas por bancos múltiplos (...)” Desse modo, na sequência desta pesquisa será apresentado o conceito e o procedimento do que vem a ser uma operação de securitização.

2.3 SECURITIZAÇÃO

⁷³ PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil, vol. II. Teoria Geral das Obrigações**. 26. Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 364.

⁷⁴ CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p. 79.

⁷⁵ *Ibid.*, p. 80.

Pela ótica jurídica a securitização é um processo que envolve diversos negócios jurídicos. Nesse prisma, Unie Caminha traz a seguinte definição: a “securitização é uma operação complexa, composta de diversos negócios jurídicos interligados pelo nexo do escopo: cada um deles visa ao fim comum de viabilizar a operação como um todo.”⁷⁶

Do ponto de vista econômico, a securitização objetiva diminuir os riscos que o credor sofre sobre uma gama de ativos futuros, diluindo esses créditos entre outros investidores interessados nos juros por ela gerada. Do mesmo modo, possibilita a antecipação dos créditos e a desintermediação do financiamento. Caminha⁷⁷ expõe que a securitização sob o enfoque econômico se resume a três aspectos: “mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento.”

Dessa forma, tem-se na securitização o devedor, o credor - originador, o veículo de propósito específico e os investidores. O devedor é o sujeito contraente da dívida para com o originador. O originador é o sujeito que detém uma gama de ativos, sendo credor de vários devedores. Para que esse credor não fique com uma carteira de créditos inoperante por determinado período, ele pode ceder esses créditos a terceiros. Todavia, esses créditos devem ser segregados do patrimônio do originador, não se sujeitando, desse modo, às responsabilidades dos bens do cedente, não permanecendo como ativos passíveis de serem objeto de penhor. O meio de segregação dos ativos se dá através dos veículos de propósito específico que podem ser um *trust*, um fundo ou uma sociedade de propósito específico. É esse veículo que irá agrupar os ativos e emitir os títulos a serem negociados no mercado de capitais.

O processo de securitização é composto por várias fases, que embora não estáticas, em sua maioria possuem em comum: ativos a serem securitizados; um veículo de propósito específico – nos Estados Unidos muito utilizada a figura do *trust*. No Brasil tem-se usado as sociedades de propósito específico; a emissão de títulos negociáveis; e uma agência de classificação de riscos.⁷⁸

O percurso normativo da securitização no Brasil se dá a partir de regras estabelecidas pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). São atos normativos, de certa forma, incompletos porque versam somente sobre alguns tipos de ativos. Sendo ainda escassa a normatização da securitização em solo nacional, seu

⁷⁶ CAMINHA, Unie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p. 79, p. 100

⁷⁷ *Ibid*, p. 38.

⁷⁸ CAMINHA, *op.cit*, p. 100/101 – A estrutura apresentada se baseia na obra de Jeffery Barrat, *Financing projects through the capital markets: a South East Asia Perspective*.

processo inicial acabou regido por normas dos direitos civil e comercial, assim como, contemplando os institutos da cessão de créditos e da constituição das sociedades de propósito específico.

Ferreira⁷⁹ recorda que no Brasil a primeira operação de securitização se iniciou com direitos creditórios do grupo Mesbla. Anteriormente existiam alguns traços de securitização em território nacional, contudo a operação que envolveu a Mesbla se mostrou a mais ampla em termos do negócio completo de securitização. Essa passagem incluiu a criação de uma Sociedade de Propósito Específico chamada “Mesbla Trust” que, de acordo com a explanação de Pamela Romeu Roque, atraiu valores de investidores do mercado de capitais através da emissão de debentures lastreadas pelos recebíveis de compras já efetuadas na loja de departamentos.⁸⁰

A autora supracitada expõe que, a partir da efetivação desse negócio, podia-se visualizar que a operação de securitização requeria três elementos fundamentais, sendo:

i) veículo de propósito específico; ii) a captação de recursos por este último mediante emissão de valores ou títulos mobiliários; e iii) o contrato de cessão onerosa firmado entre o cedente (na maior parte das vezes no mercado brasileiro, o próprio originador dos créditos) e o veículo de propósito específico.⁸¹

Nos anos que se seguiram, diplomas normativos começaram a ser expedidos. O motor da securitização no Brasil se deu através das securitizações das exportações, agronegócio, ativos imobiliários e dos créditos bancários.⁸²

Não obstante, o processo de securitização ter sido um dos fatores viabilizadores da crise de 2008, o procedimento que o envolve carrega como premissa a diversificação e captação de recursos de médio e longo prazo promovendo liquidez aos créditos do originador. Para tanto, a importância da Sociedade de Propósito Específico implica na segregação dos créditos negociados pela empresa ou ente originador. Ou seja, tal sociedade impede a confusão patrimonial de ambos para que os títulos securitizados não se sujeitem a quaisquer cobranças de passivos do originador, fato de profunda necessidade para os credores que buscam segurança no negócio.

⁷⁹ FERREIRA, Cláudio de Araújo. **As Operações de Securitização de Dívida Ativa: Equacionando as Contas Públicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

⁸⁰ ROQUE, Pamela Romeu. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. São Paulo: Almedina, 2014.

⁸¹ *Ibid.*, p. 24.

⁸² ALVES, Gustavo de Aguiar Ferreira. **Segregação Patrimonial e Securitização de Crédito**. Dissertação para obtenção de título de Mestre em Direito, PUC de Minas Gerais, 2010, p. 51.

Desse modo, um problema encontrado pela securitização se dá justamente na possibilidade de confusão patrimonial entre o originador e os ativos que servem de lastro para os títulos expedidos. Considerando que a securitização não surge como forma de fraudar os credores, mas sim como uma alternativa para captação antecipada de recursos, Alves expõe como se dá a relação do investidor com os títulos securitizados e a segurança que deles se espera:

Na securitização, uma vez verificada a efetiva segregação de parte do patrimônio da originadora, representada pelos créditos cedidos, os riscos esperados pelos investidores devem estar adstritos a esses ativos, ou seja, ao adimplemento ou não dos devedores desses créditos. É com base nessa premissa que o investidor avalia os riscos que pretende assumir e toma sua decisão. Assim, em nenhuma hipótese poderia ocorrer que quaisquer dívidas da originadora, ou da securitizadora, não relacionadas à operação em questão, pudessem ser garantidas pelos ativos que serviram de lastro à emissão dos valores mobiliários, sob pena de inviabilizar a securitização.⁸³

Mesmo que na atualidade a normatização sobre o processo de securitização esteja caminhando para fortalecer a segurança jurídica das operações e a consequente proteção dos investimentos, alguns pontos ainda carecem de reflexão. Desse modo, a presente pesquisa vem apresentar os principais veículos utilizados para a concretização da securitização.

2.4 VEÍCULOS DE PROPÓSITO ESPECÍFICO

2.4.1 *Trusts*

Os veículos de propósito específico também chamados de veículos de propósito exclusivo são os entes intermediadores da operação de securitização. Como já visto, necessário se faz segregar os créditos que serão securitizados dos ativos da empresa cedente. Para tanto é criado um veículo cuja finalidade se dá na aquisição de ativos e a emissão de títulos negociáveis lastreados nestes ativos adquiridos.

⁸³ ALVES, Gustavo de Aguiar Ferreira. **Segregação Patrimonial e Securitização de Crédito**. 2010.165f. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-Graduação em Direito. Belo Horizonte, 2010. Disponível em: http://www.biblioteca.pucminas.br/teses/Direito_AlvesGA_1.pdf. Acesso em: 01 jul. 2019., p. 58-59

O veículo de propósito exclusivo é a figura jurídica constituída especialmente para a operação de securitização, e tem como único escopo a aquisição de ativos a serem securitizados e a emissão dos títulos lastreados nesses ativos.⁸⁴

Esses veículos podem ser constituídos por diversas formas. Por exemplo, nos países de origem anglo-saxônica, são muito utilizados os *trusts*. A origem do *trust* remonta ao período feudal e advém da necessidade de se resolver problemas de transmissão da propriedade de ordem sucessória.

É um mecanismo em que um sujeito passa seus bens a outro que irá resguardá-los e administrá-los em favor de um terceiro, o beneficiário.

Figuram nos *trusts* o *settlor* e o *trustee*. O *settlor* é o possuidor dos bens que serão transferidos ao *trustee*, responsável pela administração destes bens em benefício de um terceiro, o beneficiário da relação chamado de *cestui que trust*.

O direito anglo-saxônico admite a dupla propriedade. Desta forma, o *trustee* não figura como mero mandatário, mas sim como proprietário⁸⁵ tornando-se titular do *legal title*. Contudo esta propriedade é temporária à sobrevivência do *trust* e é limitada, ou seja, o *trustee* não pode usufruir do bem, possuindo unicamente uma função fiduciária. Desse modo, exclui-se a possibilidade de confusão legal e patrimonial dos bens do *trust* com os bens pessoais do *trustee*. Caminha⁸⁶ expõe que nesse caso o *trustee* fica com a *nominal property* do bem enquanto o beneficiário fica com a *equitable property*.

Uma vez que os bens são passados do *settlor* para o *trustee*, a obrigação de administração e preservação dos bens são a favor do beneficiário e não mais do *settlor* que acaba ficando excluído da relação.

Nos países com tradição no direito romano-germânico não impera essa alternativa de coexistência de propriedade. Embora alguns países latinos o reconheçam, não figura no direito pátrio o instituto do *trust*.

Deste modo, normalmente, as operações de securitização no Brasil são feitas através de outros três veículos: A sociedade de propósito específico; a companhia

⁸⁴ CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p. 101.

⁸⁵ SANTOS ensina que como o *trustee* não pode usufruir do bem ilimitadamente não se pode realmente afirmar que seja o proprietário do bem. “É importante relembrar que o *settlor*, no momento em que constitui o *trust*, deixa de ter a titularidade sobre o bem objeto do *trust*. Neste momento, o *trustee* recebe o bem, sem que possa, no entanto, agir ilimitadamente; por isso não podemos afirmar que o *trustee* é o proprietário do bem. SANTOS, Raquel do Amaral de Oliveira. **Trust: Das origens à aceitação pelos países de direito romano-germânico**. 2009. 220 f. Dissertação (Mestrado)- Pontifícia Universidade Católica, São Paulo: 2009, p. 55. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/8488/1/Raquel%20do%20Amaral%20de%20Oliveira%20Sa.pdf>. Acesso em: 03 ago.2019.

⁸⁶ CAMINHA, *Op. Cit.*, p. 102.

securitizadora, também uma espécie de SPE; e os fundos de investimentos em direitos creditórios⁸⁷.

Assim, serão abordados na sequência os FIDCs e as SPEs, em especial as referidas nos diplomas legais existentes no Brasil.

2.4.2 FIDC – FIDC-NP

A forma mais comum utilizada no Brasil para a operação de securitização se dá por meio dos FIDCs (Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios). Estes fundos foram originados pela Resolução 2.907/01 do CMN e são destinados à aplicação em direitos creditórios e em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas na referida regulamentação.⁸⁸ De acordo com a Resolução, a constituição e o funcionamento destes fundos serão regidos por regulamentação da Comissão Mobiliária de Valores Mobiliários. Portanto, passaram a ser regidos pela Instrução CVM 356/01.

Até a presente data, a Instrução CVM 356/01 já havia sido alterada por treze instruções posteriores⁸⁹, mas manteve as características do fundo. De acordo com a Instrução, o FIDC é “uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios.”⁹⁰ Devendo ser constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado. No fundo aberto os condôminos podem solicitar as cotas conforme estiver disposto no regulamento do fundo. No fechado as cotas somente poderão ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série de cotas que o compõem.

Ressalta-se que a Instrução prevê as diferentes classes de cotas classificando-as como: sênior que não se subordinam às demais cotas para o resgate ou amortização; e as subordinadas que são as cotas que devem esperar até que todas as cotas das classes superiores sejam resgatadas ou subordinadas. Com efeito, a instrução segue o mesmo molde das cotas utilizadas no sistema norte-americano. Como já exposto acima, no caso

⁸⁷ ROQUE, Pamela Romeu. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. São Paulo: Almedina, 2014, p. 35.

⁸⁸ Resolução CMN nº 2907, art. 1º, Inc. I.

⁸⁹ Alterada pelas Instruções CVM nº 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 484/10, 489/11, 498/11, 510/11, 531/13, 545/14, 554/14 e 558/15.

⁹⁰ Instrução CVM 356/0, art. 2º, Inc. 3º.

dos Estados Unidos, as cotas se subdividiam em *tranches*, sendo a camada superior (*sênior*) as que primeiramente tinham o retorno de seus investimentos e a camada inferior (*equity*) as que se subordinavam às demais camadas. Já as intermediárias eram chamadas de *mezzanine*.

O inciso III, do art. 3º da Instrução assevera que cada classe ou série de cotas que forem destinadas à colocação pública deverão ser classificadas por uma agência classificadora de riscos. Esta agência de classificação de riscos é contratada pelo administrador do fundo⁹¹

A preferência por este veículo se dá pela sua ausência de tributação, conforme demonstra Ferreira: “A carteira do FIDC não é tributada, logo, isso gera uma grande vantagem para este veículo, uma vez que seus rendimentos não estão sujeitos a tributos como PIS, COFINS, CSSL, IR, etc.”⁹²

Avelino⁹³ esclarece que a securitização nos fundos de investimentos em direitos creditórios corresponde, devido à natureza de sua composição dos créditos, aos chamados *ABS – Asset backed Securities* que são formados por créditos, em sua maioria, oriundos de recebíveis de cartões de crédito ou de financiamento de veículo automotor.

Para que houvesse uma maior diversificação de natureza dos créditos nos fundos, a CVM criou o FIDCs não padronizados (FIDC-NP) nos quais existe a possibilidade de absorver créditos não convencionais. Desta feita, foi editada a Instrução CVM 444/06, elencando a permissão de composição do fundo com créditos exóticos.⁹⁴ Desde então créditos não convencionais passam a poder compor a carteira, sendo eles:

- I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;
- II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;
- III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;
- IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;
- V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;
- VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e

⁹¹ Instrução CVM 356/2001 art. 8º, § 1º, inc. IV.

⁹² FERREIRA, Cláudio de Araújo. **As Operações de Securitização de Dívida Ativa**: Equacionando as Contas Públicas. São Paulo: Quartir Latin, 2018, p. 132.

⁹³ AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. **Aspectos jurídicos da securitização no Brasil**. 2014, 140 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p.83.

⁹⁴ Conforme termo utilizado por Avelino em sua dissertação.

VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.⁹⁵

Além dos já citados, outros tipos de créditos também passaram a ser passíveis de composição das carteiras dos fundos, os parágrafos seguintes do artigo 1º, colocam como equiparados aos créditos Não-Padronizados o próprio FIDC e o Fundo de Investimento em Cotas de FIDC.⁹⁶ Avelino assevera que neste caso, a securitização acaba se assemelhando mais à da realidade norte-americana.

Também serão equiparados aos fundos de investimentos em direitos creditórios não padronizados aqueles cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento calcado em ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco. Neste caso específico, seria possível estar diante de um mecanismo de securitização mais próximo do adotado no mercado norte-americano.⁹⁷

Uma vez que este tipo de fundo acata uma gama diversa de ativos, trata-se de um veículo conveniente para a securitização dos mais variados tipos de créditos não engessando a possibilidade de se trabalhar com as mais ímpares categorias de lastros. Sublinha-se a observação feita por Ferreira que no FIDC-NP é possível “adquirir tipos de créditos não convencionais como aqueles lastreados em Dívida Ativa.”⁹⁸

Como se verá a seguir os créditos da dívida ativa são compostos por direitos creditórios tributários e não tributários. Recentemente esses valores passaram a ser securitizados. Sendo assim, as leis estaduais e as municipais vêm regulamentando a questão dentro de sua limitação legal. Na esfera federal, tramita-se um projeto de lei referente ao assunto.

2.4.2 Sociedades de propósito específico – SPE

A sociedade de Propósito específico é de natureza empresária cuja previsão se insere no parágrafo primeiro do artigo 981 do código civil de 2002. Embora o dispositivo não especifique literalmente a SPE, ele possibilita sua existência quando permite a

⁹⁵ Instrução CVM 444/2006 art. 1º, § 1º.

⁹⁶ Instrução CVM, 444/06, § 2º: I – o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco; ou II – o Fundo de Investimento em Cotas de FIDC que realize aplicações em cotas de FIDC-NP.

⁹⁷ AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. **Aspectos jurídicos da securitização no Brasil**. 2014.140 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 86.

⁹⁸ FERREIRA, Cláudio de Araújo. **As Operações de Securitização de Dívida Ativa: Equacionando as Contas Públicas**. São Paulo: Quartir Latin, 2018, p. 132.

constituição de uma sociedade voltada à realização de um ou mais negócios determinados. Sua constituição se dá por contrato escrito seguindo os moldes do artigo 997 do aludido código com a devida inscrição na junta comercial.

Além de outros diplomas normativos, a legislação nacional também faz menção à SPE na Lei 11.101/2015 (Lei de falências) e na Lei 11.079/2004 que trata das parcerias público-privadas que confere ao capítulo IV exclusividade sobre as SPEs, necessárias na realização das referidas parcerias. Neste quesito, Toledo alude que a vantagem da SPE nas parcerias público-privadas reside no fato da segregação do empreendimento, que originou a parceria, do patrimônio de seus sócios assim como do parceiro privado e da administração pública.⁹⁹

A peculiaridade da SPE reside no fato dela ser uma sociedade composta para a realização de uma atividade específica. Ela nasce, se desenvolve e se dissolve em virtude de um único e exclusivo objeto. Uma vez delimitado, o seu objeto não poderá ser alterado ou ampliado. É um tipo de sociedade utilizada para a execução de um negócio de forma segregada do patrimônio de seu controlador.

Como não especificado no Código Civil, a SPE poderá assumir o tipo societário que mais convir aos sócios, podendo ser uma sociedade limitada ou em conta de participação. Ainda deverá assumir a forma de sociedade anônima respeitando os preceitos da Lei nº 6.404 de 1976.

Com relação à securitização, a SPE é uma das sociedades mais utilizadas para a segregação dos ativos que servirão de lastro para a securitização dos bens do controlador. Do mesmo modo, a SPE é a responsável pela emissão das debêntures que serão comercializadas no mercado de capitais.

Outra questão pertinente a esta pesquisa se refere ao fato deste veículo estar inserido no projeto de lei complementar para concretizar a securitização dos ativos da dívida ativa sem a necessidade de licitação. Neste sentido, o projeto de lei que tramita pela Câmara dos Deputados o PLP 459/2017, traz *in verbis* “a cessão de direitos creditórios de que trata este artigo poderá ser realizada por intermédio de sociedade de propósito específico, criada para esse fim pelo ente cedente, dispensada, nessa hipótese, a licitação.¹⁰⁰” Nesta situação seria o próprio ente público cedente que originaria uma

⁹⁹ TOLEDO, Margherita Coelho. **A Sociedade de Propósito Específico no Âmbito do Direito Empresarial Brasileiro**. 2009. 92f. Dissertação de Mestrado em Direito empresarial, Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, MG., 2009, p. 42.

¹⁰⁰ PLP – 459/2017, artigo 1º, § 7º.

sociedade de propósito específico com a finalidade de receber os ativos que servirão de lastro para a securitização, além de fazer a emissão de debêntures no mercado de capitais.

2.4.3 Debêntures

As debêntures são títulos de dívidas negociáveis no mercado. Tem por característica ser um título de massa e por isso sempre emitidas em blocos¹⁰¹. São regidas pelas Leis 6.385/76 e 6.404/76, instruções da Comissão de valores de Mobiliários e resoluções do Banco Central. A debênture tem por finalidade econômica o financiamento, mediante empréstimo, da companhia que a emite. Tais títulos, portanto, representam uma forma de captação de recursos para companhias que não desejam ou não podem “recorrer às instituições financeiras, nem aumentar seu capital social, com a consequente emissão de novas ações.”¹⁰²

O Professor Eizirik ensina que o possuidor de uma debênture é o credor efetivo e condicional de sua emitente. Isso significa que com o vencimento desse título ela deverá ser resgatada pela companhia.

Para Santos a debênture opera como:

um valor mobiliário representativo de uma fração do empréstimo coletivo – geralmente a longo prazo – lançado pública e privadamente por sociedade anônima, que pela legislação brasileira, é o único tipo societário autorizado a emití-la. Para utilizar um termo ora em voga, ela é uma dívida securitizada.¹⁰³

Conforme preceitua a Lei 6.404/76, as debêntures poderão conter garantia real ou fluante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia.¹⁰⁴ As debêntures com garantia real são as advindas das securitizações imobiliárias. Normalmente, os demais ativos que poderão compor as debêntures serão flutuantes ou subordinados. Tais títulos com garantia fluante gozam de privilégios sobre

¹⁰¹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 293.

¹⁰² EIZRICK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais Regime Jurídico**. 3. Ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro, São Paulo, Recife: Renovar, 2011, p. 69.

¹⁰³ SANTOS, Durval José Soledade. Debêntures: Um Instrumento Moderno de Aplicação e Captação de Recursos. **Revista do BNDS**, Rio de Janeiro, v2, n 3, p. 239-254, jun. 1995, p. 244.

¹⁰⁴ Lei 6.404/76, art. 58, *caput*

o ativo da companhia¹⁰⁵ e as que possuïrem cláusula de subordinação deverão aguardar que as demais sejam liquidadas antes de seu resgate.

Como observado por Avelino, as debêntures podem ser não conversíveis de distribuição privada que ficam restritas à aquisição pela própria cedente como um tipo de mecanismo de absorção de perdas. Ou poderão ser de distribuição pública “em que os riscos deverão ser detalhados, buscando-se minimizar a assimetria informacional entre o emissor e o adquirente dos títulos.”¹⁰⁶

Unie Caminha revela que, com exceção da securitização de ativos imobiliários, as debêntures são os títulos preferidos para emissão dos valores securitizados, uma vez que, são títulos de longo prazo e possuem uma vasta gama de estruturação e graus de preferência, podendo ser emitidos em séries com diversas classes de garantia.¹⁰⁷

A Instrução CVM nº 281, de 04 de junho de 1998, regula as questões pertinentes às debêntures a serem emitidas pelas companhias securitizadoras. Desse modo, fica expressamente permitido a emissão para a distribuição pública de debêntures simples. Salienta-se que a Instrução CVM, se referenciava pela Resolução CMN nº 2.493 de 7 de maio de 1998 que acabou por ser revogada pela Resolução CMN nº 2.686 de 26/01/2000.

Oportuno observar que, desde a revogação do art. 60 da Lei nº 6.404/76¹⁰⁸, não existe mais um limite para a emissão de debêntures, podendo a companhia emitir quantos títulos julgar necessário ou conveniente. Este aspecto abre caminho para emissão de papéis numa proporção incompatível com a realidade da empresa, facilitando o comportamento temerário de alguns administradores. Borba chama a atenção para a realidade das debentures subordinadas como títulos podres sendo emitidos por empresas de capital irrisório.

A nossa experiência com as debêntures subordinadas, que já não estavam sujeitas a limites de emissão, não tem sido promissora. A debênture subordinada, como se sabe, é uma debênture degradada, um título podre, mas mesmo assim algumas emissões foram colocadas por empresas de capital irrisório, que se valeram da ausência de limite de emissão, para colocar no mercado volumes consideráveis de títulos natimortos.¹⁰⁹

¹⁰⁵ A companhia a que se refere é a securitizadora ou o veículo de propósito exclusivo.

¹⁰⁶ AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. **Aspectos jurídicos da securitização no Brasil**. 2014.140 f. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 86.p. 93-94.

¹⁰⁷ CAMINHA, Unie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p. 114.

¹⁰⁸ Artigo revogado pela Lei nº 12.431, de 27 de junho de 2011 – art. 56, I.

¹⁰⁹ BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 308.

Como visto, a debênture é um importante instrumento para comercialização de ativos securitizados possuindo características que viabilizam de forma produtora a operação. Contudo, como qualquer negociação no mercado financeiro, é salutar a averiguação da qualidade desses papéis, evitando-se a ação de grupos inescrupulosos face aos investidores.

2.5 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS

A securitização adentrou ao universo imobiliário como forma de diversificação na obtenção de capital privado para o financiamento de bens imóveis antes custeados pelo poder público.

Seus primórdios se encontram na Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, quando houve a constituição dos fundos de Investimento Imobiliário com o respectivo reconhecimento de suas quotas como de valores mobiliários. O referido fundo não goza de personalidade jurídica e se caracteriza pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários com destinação à aplicação em empreendimentos imobiliários.¹¹⁰ Trata-se de um fundo sob forma de condomínio fechado no qual seus bens e direitos são adquiridos pela própria instituição administradora do fundo. A administradora resta-se com a propriedade fiduciária sobre os bens e direitos de base imobiliária que compõem o fundo impossibilitando a confusão patrimonial entre os bens angariados e o próprio patrimônio da administradora. Isso corresponde a uma estruturação *sui generis* assemelhada à da securitização que conforme expõe Caminha:

É, pois, um negócio fiduciário *sui generis* tipificado pela Lei n. 8.668/93, mediante o qual a administradora do fundo age como se fosse proprietária dos bens, mas sem que esses se mesquem com seu patrimônio particular. É, efetivamente, uma modalidade de patrimônio separado, apta a servir aos fins de securitização.¹¹¹

Posteriormente, a Lei 9.514 de 1997, veio a estabelecer a securitização dos créditos imobiliários. Pela nova lei esse processo se dá através de uma companhia securitizadora que tem por finalidade adquirir os créditos oriundos de contratos imobiliários e transformá-los em títulos negociáveis no mercado de capitais. Tais títulos

¹¹⁰ Vide Lei nº 8.668.

¹¹¹ CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p. 146.

recebem a nomenclatura de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e são classificados como títulos de crédito, autônomos, e lastreados em créditos imobiliários¹¹².

A companhia securitizadora não é considerada uma instituição financeira e sua constituição se dá sob a forma de sociedade por ações.

O conceito de securitização de créditos imobiliários na Lei nº 9.514/97 é: “a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos.”¹¹³ Os elementos aos quais a lei se refere constam das identificações e informações necessárias sobre a operação.

Tendo como objetivo a proteção dos credores, a Lei traz a faculdade de constituição do regime fiduciário, ficando os créditos que lastreiam os CRIs segregados do patrimônio da própria securitizadora. Quem constitui o regime fiduciário é a securitizadora mediante declaração unilateral, sendo o agente fiduciário uma instituição financeira ou outra companhia autorizada pelo BACEN.

Os créditos imobiliários também podem ser representados por outros instrumentos como a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) ambas disciplinadas pela Lei nº 10.931/2004.

A Cédula de Crédito imobiliário poderá ser integral ou fracionária do crédito imobiliário não podendo ultrapassar o valor total que representa. Pode conter garantia real ou fidejussória, sob forma escritural ou cartular. A CCI é um título executivo extrajudicial, podendo ser emitida sem o consentimento de devedor. Sua cessão implica em automática transmissão das garantias, sub-rogando ao cessionário todos os direitos representados pela cédula, investindo-o na propriedade fiduciária, se for o caso.

O outro instrumento de crédito imobiliário, a LCI, poderá ser emitido sem que haja a criação de um veículo de propósito específico, ou seja, sem o intermediador, podendo ser emitido pelos próprios agentes financeiros dispensando a securitizadora. Trata-se de títulos nominativos com a opção de serem transferidos mediante endosso em preto. Faculta-se ao credor a dispensa da emissão do certificado, podendo ser sob forma escritural, emitidos e negociados independentemente da tradição.¹¹⁴

¹¹² FERREIRA, Cláudio de Araújo. **As Operações de Securitização de Dívida Ativa**: Equacionando as Contas Públicas. São Paulo: Quartir Latin, 2018, p. 125.

¹¹³ Vide Lei nº 9514 de 20 de novembro de 1997, art. 8º.

¹¹⁴ CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p. 149.

Além dos títulos explicitados, a Lei nº 10.931/2004 traz a figura da tributação especial do patrimônio de afetação e inclui o patrimônio de afetação na Lei nº 4.591/1964. Refere-se a um patrimônio apartado do patrimônio da incorporadora, restando que o terreno, acessões, bens e direitos que se vinculam não se comuniquem aos demais bens, direitos e obrigações do incorporador. Esse patrimônio de afetação somente responderá por suas próprias dívidas e obrigações não se vinculando à incorporadora ou a outros patrimônios de afetação, embora o incorporador possa responder por danos que causar ao patrimônio segregado. Outro importante aspecto envolvido diz respeito aos efeitos da decretação de falência pela incorporadora ou insolvência civil do incorporador, que não atingem o patrimônio de afetação, trazendo segurança jurídica tanto para os adquirentes das unidades como para os investidores sobre os créditos do financiamento. Desse modo, Uinie Caminha entende que a edição desta legislação tenha sido mais um sinal demonstrando interesse das autoridades sobre a securitização de base imobiliária como uma alternativa viável ao financiamento dos imóveis.¹¹⁵

2.6 SECURITIZAÇÃO DOS DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO

O diploma legal a versar sobre a securitização dos direitos creditórios do agronegócio é a Lei nº 11.076 de 30 de dezembro de 2004. De acordo com o diploma legal essa securitização “é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora (...)”.¹¹⁶

Os títulos deverão conter alguns elementos como a identificação do devedor, seu valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado, além da identificação dos títulos emitidos e a indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas.

Como nas demais securitizações, essa requer uma Sociedade de Propósito Específico, denominada Companhia Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio, formada em sociedade por ações, como instituição não financeira. Sua finalidade está em adquirir os direitos e emitir Certificados de Recebíveis do agronegócio no mercado financeiro e de capitais. Podem instituir regime fiduciário sobre os direitos

¹¹⁵ CAMINHA, Uinie. Securitização. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005, p. 152.

¹¹⁶ Vide Lei nº 11.076/2004. Art. 40.

creditórios, regidos pelas disposições dos arts. 9º a 16 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.

Os títulos emitidos por essa SPE são os CRAs – Certificados de Recebíveis do Agronegócio. A SPE específica tem exclusividade para sua emissão. Esses certificados são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.¹¹⁷

A emissão dos CRAs devem estar nos conformes da Instrução Normativa CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018¹¹⁸. De acordo com a Instrução, Os CRAs devem ter vinculação com direitos creditórios originários de negócios efetuados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, incluindo financiamentos ou empréstimos que estejam vinculados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos agropecuários e seus insumos ou máquinas e implementos agropecuários.

A Instrução é tanto quanto específica e relaciona as atividades que envolvem a emissão dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, vedando que os recursos captados nessas ofertas sejam utilizados com operações que envolvem instrumentos financeiros derivativos, excetuando se tais operações forem realizadas exclusivamente com o objetivo de proteção patrimonial.¹¹⁹

Com uma certa densidade e cuidado, a Instrução dispõe sobre a possibilidade de revolvência dos CRAs, pois sua classificação deve ser em classe única ou divididos em sênior e subordinada. Aduz, do mesmo modo, acerca das informações mínimas que o termo de securitização deve conter, entre elas, as características dos direitos creditórios objeto do lastro, indicação e descrição de outras garantias, declaração da securitizadora sobre a instituição do regime fiduciário acerca do lastro, se aplicável, política de utilização de derivativos, quando cabível, entre outros¹²⁰.

Os encargos que compõem e acompanham os certificados, como taxas de administração, custos, impostos, honorários advocatícios, remuneração da agência de classificação de risco e outros, também deverão estar previstos, de forma expressa, no termo de securitização.

Essa Instrução da CVM aborda todos os aspectos relacionados aos certificados e securitização dos direitos creditórios advindos das atividades de agronegócio, fazendo

¹¹⁷ Vide Lei nº 11.076/2004. Art. 36.

¹¹⁸ Conforme está disponível no site : <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst600.html>.

¹¹⁹ Vide CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018, art. 4º.

¹²⁰ Vide art. 9º. CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018.

referência à oferta pública de distribuição, ofertas públicas conduzidas pelas Companhias Securitizadoras, os prestadores de serviços que deverão ser contratados pelas securitizadoras, suas responsabilidades, obrigações e vedações, administração extraordinária do patrimônio separado, da assembleia geral, além das penalidades.

Tratando-se de securitização de direitos creditórios, em sua maior parte, créditos privados, a Comissão de Valores Mobiliários tomou um cuidado minucioso para que os agentes envolvidos e os investidores operassem na área com transparência e segurança. A regulação zelosa visa inibir que aventuras financeiras sejam executadas em prejuízo dos investidores, do originador e da Companhia Securitizadora.

Ressaltando a importância do agronegócio no território nacional e sua constante necessidade de financiamento, a securitização desses direitos creditórios vem recebendo a devida atenção do poder público contando com uma regulamentação estruturada, o que possibilita que novos negócios sejam gerados na área, além de ocasionar uma certa segurança jurídica.

2.7 SECURITIZAÇÃO DOS RECEBÍVEIS DE *ROYALTIES* DO PETRÓLEO

Entre as possíveis fontes de securitização, se encontra a dos recebíveis a título de *royalties* de petróleo e participação especial. Os entes federados, por força do parágrafo primeiro do artigo 20, XI, da Constituição Federal são credores de parte desses *royalties*. Contudo, como se versa de um ativo futuro e dependente da extração e da quantidade de produto existente em determinado poço, os entes têm assegurado uma expectativa de recebimento.

Souto e Rocha¹²¹ aduzem que para a cessão de créditos provenientes da extração petrolífera deve ser realizada licitação, em formato de concorrência e execução de contrato nos moldes dos artigos 60 a 64 da Lei 8.666, de 21 de julho de 1993. Os recebíveis provenientes da extração, em determinado período, seriam repassados a uma Sociedade de Propósito de Específico que com a captação de recursos no mercado financeiro, através de empréstimo bancário ou emissão de debêntures quirografárias, destinariam ao erário o pagamento devido, parte em dinheiro e parte em debêntures subordinadas e subscritas pelo Poder Público. Na data de vencimento da operação a SPE

¹²¹ SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de *royalties* do petróleo. **Rev. Direito**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, jul./dez. 2001.

adimpliria suas obrigações com a instituição financeira ou resgataria as debêntures quirografárias e em seguida, havendo sobras, resgataria as debêntures subordinadas dos entes federados.

Os autores entendem, do mesmo modo, que a securitização dos recebíveis a título de *royalties* de petróleo e participação especial não se caracterizaria como uma operação de crédito por antecipação de receita, conforme estipulado na Lei de Responsabilidade Fiscal. A diferença estaria na exigência prevista no § 2º, do art. 38 da Lei Complementar 101, de 04 de maio de 2000, que traz a seguinte redação “As operações de crédito por antecipação de receita realizadas por Estados ou Municípios serão efetuadas mediante abertura de crédito junto à instituição financeira vencedora em processo competitivo eletrônico promovido pelo Banco Central do Brasil.”

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

A leitura do art. 3º, V, da Resolução nº 78, do Senado Federal parece indicar que o que se veda é a “operação de crédito” envolvendo *royalties* e participações na exploração do petróleo. Portanto, tais direitos não podem ser objeto de “operação de crédito”, o que, como visto, não resta evidente na hipótese em exame, por não parecer, salvo melhor juízo, explícita a presença dos elementos caracterizadores de tal conceito.¹²²

Embora tenhamos o quadro apresentado acima, a securitização dos ativos provenientes da extração mineral deve ser conduzida nos mesmos moldes que todos os créditos cujo favorecido seja o poder público. Os próprios autores, acima citados, enfrentam a questão e concluem acerca da viabilidade desse tipo de operação.

Na atualidade, a securitização desses ativos representa uma realidade, embora ainda não muito pacificada. O Estado do Rio de Janeiro, por meio da Rioprevidência, foi objeto de Ação Civil Pública proposta pelo Ministério Público do Rio de Janeiro sob alegação de ilegalidades e prejuízos ao Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro à ordem de R\$ 10 bilhões de reais, além da falta de transparência que essas operações haviam sido realizadas¹²³.

¹²² SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de *royalties* do petróleo. **Rev. Direito**, Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, jul./dez. 2001, p. 42/43.

¹²³ MINISTÉRIO PÚBLICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **MPRJ pede que Estado deixe de realizar operações de securitização dos royalties do petróleo**. Publicação 16/04/2018.

O mesmo Estado já havia realizado outras operações semelhantes. Em 2014, por força da Lei Estadual nº 6.112, de 16 de dezembro de 2011, a Rioprevidência concretiza a antecipação dos royalties de petróleo à ordem de R\$ 8.653.728.990 (oito bilhões seiscentos e cinquenta e três milhões setecentos e vinte e oito mil e novecentos e noventa reais)¹²⁴, essa antecipação proporcionou, naquele ano, uma receita extraordinária de R\$ 5,3 bilhões ao Rioprevidência. Contudo, segundo o Tribunal de Contas do Estado, comprometeu as receitas do fundo em R\$ 10,5 bilhões até o ano de 2027.¹²⁵ Essa transação ficou conhecida como operação *Delaware*, cuja nomenclatura advém devido a uma das Sociedades de Propósito Específico criadas para a sua realização, a *Rio Oil Finance Trust* (ROFT), sediada em *Delaware*, EUA. Todavia, a concretização da securitização requereu uma segunda SPE, essa com sede no Brasil e chamada de Rio Petróleo – Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros.

A criação das duas SPEs se deu por causa das exigências da legislação norte-americana. Desse modo, a distribuição dos títulos no mercado externo seria feita, no caso da ROFT, por uma empresa norte-americana. Ainda, para que fosse viável a negociação dos títulos com lastro nos *royalties* do petróleo, seria preciso que a securitizadora apresentasse um robusto índice de cobertura (IC). Isso diz respeito a uma espécie de garantia implícita para que a operação pudesse obter um mínimo aceitável, pelo mercado externo, de nota de classificação de risco. Para tanto, seria necessário que todos os recebíveis existentes em prol da Rioprevidência fossem repassados à SPE norte-americana. Ocorre que, parte desses recebíveis já haviam sido negociados, em 2013, com a Caixa Econômica Federal e com o Banco do Brasil. Desta maneira, houve a necessidade da SPE brasileira de que se efetuasse a compra dos direitos dos bancos nacionais (CEF e BB) para repassá-los à ROFT, emitindo debêntures em favor da Caixa Econômica e do Banco do Brasil.¹²⁶

Isso proporcionou um índice de cobertura (IC) razoável, viabilizando a comercialização dos títulos no mercado externo, sem que os investidores corressem grandes riscos. Todavia, a queda no preço do barril de petróleo, ocorrida nos anos

¹²⁴ MINISTÉRIO PÚBLICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Grupo de Atuação Especializada no Combate à Sonegação Fiscal e aos Ilícitos contra a Ordem Financeira, Tributária e Orçamentária (GAESF)**, p. 27. Disponível em: <https://www.mprj.mp.br/home/-/detalhe-noticia/visualizar/56605>. Acesso em: 06/11/2019.

¹²⁵ TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Gabinete do Conselheiro Rodrigo de Melo do Nascimento. Processo nº 108.168-2/16, Voto GC-7, fls. 10.

¹²⁶ TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Gabinete do Conselheiro Rodrigo de Melo do Nascimento. Processo nº 108.168-2/16, Voto GC-7, fls. 12.

seguintes à operação, ocasionou uma constante redução do IC o que levou a Rioprevidência a arcar com as penalidades contratuais e a renegociar o pacto com os investidores externos, elevando os juros convencionados, gerando à autarquia uma onerosidade excessiva.

Outro problema encontrado nessa negociação foi a falta de transparência das operações. De acordo com o voto CG-7 do Processo nº 108.168-2/16 do TCE do Rio de Janeiro, não houve “informações oficiais nos portais do Governo do Estado que permitissem o controle social e o acompanhamento pelo controle externo.”¹²⁷

Por fim, graças aos danos causados à Rioprevidência, gerando sua descapitalização, os ex-governadores Sr. Sérgio de Oliveira Cabral Santos Filho e o Sr. Luiz Fernando de Souza foram condenados, pelo Tribunal de Contas Estadual, através do voto do Relator Rodrigo Melo do Nascimento, à pena de multa relativas as suas participações e às irregularidades apuradas apela Auditoria do TCE. O ex-Governador Sérgio de Oliveira Cabral Santos Filho, além da multa aplicada, tornou-se inabilitado de exercer tanto o cargo em comissão e quanto a função de confiança na Administração Pública Estadual, pelo período de cinco anos. Outros dois participantes da operação tiveram que dar explicações, um deles recebeu pena multa¹²⁸.

O entendimento do Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro, no caso da operação *Delaware*, se deu no sentido do agravamento do déficit dos cofres públicos do Estado, comprometendo o orçamento dos anos seguintes. Assim:

Em suma, os fatos abordados no presente feito revelam o processo de descapitalização empreendido no Rioprevidência e os efeitos deletérios das operações de antecipação de receitas de royalties e participações especiais de petróleo e gás, que geraram gastos bilionários desnecessários e o comprometimento da viabilidade financeira do Estado do Rio de Janeiro nos anos subsequentes.¹²⁹

Embora a polêmica gerada pelo caso, a Rioprevidência, na sua condição de empresa deficitária, mais uma vez, opta pela securitização dos recebíveis a título de

¹²⁷ TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Gabinete do Conselheiro Rodrigo de Melo do Nascimento. Processo nº 108.168-2/16, Voto GC-7, fls.14.

¹²⁸ A Gustavo Barbosa coube multa de R\$ 85 mil. Ele terá 30 dias para se defender das irregularidades apontadas pela auditoria, com a falta de tradução dos contratos e documentos. O também ex-presidente do Rioprevidência Reges Moisés dos Santos foi notificado para explicar o encaminhamento dos contratos e demais documentos relativos a antecipações de receitas. Fonte: G1 Rio. Cabral e Pezão são multados por irregularidades no Rioprevidência. 24/05/2019. <https://g1.globo.com/rj/rio-de-janeiro/noticia/2019/05/24/cabral-e-peza0-sao-multados-por-irregularidades-no-rioprevidencia.ghtml>.

¹²⁹ TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Gabinete do Conselheiro Rodrigo de Melo do Nascimento. Processo nº 108.168-2/16, Voto GC-7, fls.14.

royalties de petróleo e participação especial. Uma nova operação, nos moldes da *Delaware*, tentou adiantar, em 2017, R\$ 3 bilhões que restarem autorizados pela Lei Estadual nº 6.112, de 16.12.2011. No intuito de evitar que a situação se repetisse, com base no Inquérito Civil nº 2016.00530493, instaurado originalmente pela 8ª Promotoria de Tutela Coletiva da Cidadania, o Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro, através do GAESF, ajuíza Ação Civil Pública em face do Estado¹³⁰, pleiteando liminarmente o que segue:

- 1) que o Estado do Rio de Janeiro se abstenha de realizar nova operação (tranche) de securitização de royalties e participações de especiais de petróleo, ao menos até que os dados solicitados no item a seguir sejam fornecidos e, diante deles, seja comprovada a vantajosidade de tal operação;
- 2) que o Estado do Rio de Janeiro apresente os dados financeiros e orçamentários, a descrição dos custos efetivos de todas as operações, o rol de todos os investidores e beneficiários das operações ora em questão, bem como todos os dados e informações previstos no anexo 21, que vêm sendo mantidos até o presente momento como sigilosos;
- 3) a aplicação de multa ao Estado do Rio de Janeiro, na pessoa do Governador do Estado do Rio de Janeiro, num valor de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), em caso de descumprimento das decisões acima requeridas.¹³¹

Todavia, tais pedidos foram indeferidos. De acordo com o site da Procuradoria Geral do Estado do Rio de Janeiro, a Juíza Substituta da 10ª Vara da Fazenda Pública Estadual (PGE-RJ), Juliana Leal de Melo, entendeu pela manutenção da operação sob a alegação de que “o processo de securitização tem um prazo razoável de duração para ser ultimado, no entanto, a presente ação somente foi proposta um dia depois da assinatura do contrato”. Uma vez que o contrato já havia sido assinado, o Estado estaria “contando com a receita objeto da operação. Assim, deferir a liminar no presente momento pode implicar em grave comprometimento do orçamento público, o que agravaria a crise financeira que está passando o Estado do Rio de Janeiro”.¹³² A juíza não reconhece indício de ilegalidade na operação, além de perceber que a intervenção do judiciário em políticas públicas somente seria possível em caráter excepcional, em virtude da separação dos poderes.

Não se pode negar a sensação de alívio dos servidores do Estado, que com a operação de antecipação tiveram garantidos o pagamento do 13º salário naquele ano.

¹³⁰ Vide Processo nº 0086090-76.2018.8.19.0001.

¹³¹ Inicial Processo nº 0086090-76.2018.8.19.0001, p. 65-66. Disponível em: www.sinfrerj.com.br > sites > default > files > acao_civil_publica_mp-rj.

¹³² PGE-RJ. Justiça garante antecipação de R\$ 2 bilhões da receita dos royalties que vão pagar o 13º salário de servidores. 18 de abril de 2018.

Apesar das alegações e auditorias executadas pelo MP-RJ, a decisão de manutenção da operação prevaleceu. Em que pese toda obscuridade envolvida no caso, a situação fática do orçamento daquele Estado exigiu, para o adimplemento de suas obrigações, que operações como essas fossem executadas.

Ressalta-se que, a securitização dos royalties do petróleo representa a antecipação de uma receita ainda não existente na economia. Ou seja, trata-se de uma expectativa de recebimento, que uma vez extraído óleo e comercializado no mercado internacional, os rendimentos serão gerados. Isso significa que grande parte do valor gerado no futuro já irá ter sido utilizado no passado, restando pouco a ser usado no momento em questão. Ocorre que, como os custos não cessam, então os custos futuros deverão ser adimplidos de algum modo. Assim, uma vez que quase toda a produção daquele momento já fora utilizada no passado, as receitas futuras serão insuficientes para cobrir suas obrigações e requererá que novos adiantamentos sejam feitos. Desta forma, como uma bola de neve, um valor a ser recebido a certo custo exigirá sempre sua depreciação em vista de pagamentos de juros, intermediários e despesas decorrentes da operação.

2.8 CONSIDERAÇÕES

Como visto neste capítulo, a securitização abrange uma vasta gama de negócios jurídicos, que agregados, possibilitam que ativos futuros sejam recebidos no presente. Nossa legislação, embora não aborde a securitização de modo extenso e abrangente, possui um conjunto normativo estruturado que viabiliza a operação no país. Alguns diplomas tratam especificamente do tema, outros não exatamente versam sobre o assunto, mas reforçam o conjunto e possibilitam a operação no país. Pode-se visualizar as legislações que versam acerca dos institutos da cessão de créditos, das sociedades de propósito específico e das debêntures.

No capítulo seguinte será abordado, mais especificamente, a securitização dos créditos advindos da dívida ativa. Assim, como os recebíveis provenientes dos royalties de petróleo e participação especial, a dívida ativa se encontra entre os créditos públicos, vinculados aos ditames da Lei de Responsabilidade Fiscal. Em contraste com os proventos dos royalties que representam uma receita futura ainda não gerada, a dívida ativa provém de fatos geradores passados e inadimplidos.

Portanto, não se trata, exatamente, de uma antecipação de receita, mas sim, como uma forma de obter em caixa, valores que já deveriam estar disponíveis. Os entes federados ao encontrar uma série de dificuldades para o recebimento de seus créditos, inscritos em dívida ativa, vêm editando normatizações que disciplinam a securitização desse tipo de direito creditório. Todavia, uma série de objeções é encontrada. Sua caracterização ou não como operação de crédito, nos moldes da Lei de Responsabilidade Fiscal, além da concessão de garantias explícitas ou implícitas pelo ente cedente e outras questões que serão levantadas na sequência.

3 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS DA DÍVIDA ATIVA

Nos capítulos anteriores abordou-se o tema da securitização, tanto na realidade norte-americana que devido à inobservância de seus possíveis efeitos deletérios e uma conveniente ausência regulamentar, acabou por ocasionar a mais intensa crise da história daquele país desde a queda da bolsa de valores em 1929. Os efeitos dessa depressão respingaram em diversas economias globais, gerando uma aprofundada crise sistêmica. As lições deixadas pelo descaso dos órgãos públicos e avidez dos agentes financeiros foram no sentido da necessidade de uma melhor regulação na área econômica, tendo como propósito a proteção do consumidor de produtos financeiros, além de um ambiente favorável ao equilíbrio.

Posteriormente, passamos a apresentar a realidade da securitização no território nacional, discorrendo sobre a principal legislação pertinente ao assunto e algumas espécies de direitos creditórios passíveis de securitização, que contam com diplomas legais específicos. Em sua maioria, analisou-se direitos creditórios provenientes de contratos privados e, por fim, a securitização que envolve os recebíveis de *royalties* de petróleo e participação especial, créditos públicos. Como é possível observar, o país caminha em um universo de leis bem estruturadas em determinados tipos de direitos de creditórios e, por outro, em uma legislação dispersa, pouco abrangente e passível de contestações.

Na sequência, passaremos a explorar a securitização que carrega por lastro os créditos da dívida ativa. Assim, como no caso dos direitos creditórios dos recebíveis de *royalties* de petróleo e participação especial, a dívida ativa envolve uma espécie de crédito público. Apesar de diferir dos *royalties* por ser um crédito já constituído, enquanto que, com relação ao petróleo trata-se veementemente de créditos futuros, a securitização da dívida ativa envolve uma série de questões que devem ser analisadas. Primeiro porque estamos a falar em créditos tributários, segundo porque as diretrizes da Lei de Responsabilidade Fiscal devem ser observadas e terceiro diz respeito ao adiantamento desses recebíveis, já que mesmo tratando-se de créditos já constituídos, pode afetar as futuras administrações e em consequência as futuras gerações.

Como em outros casos de securitização, a que envolve os direitos creditórios da dívida ativa requer a constituição de uma SPE, assim como o envolvimento de operadores financeiros, agências de classificação de risco, pagamento de juros e outros custos. Tal situação exige um dispêndio de numerário público. Sendo de notório conhecimento a

dificuldade que os entes públicos enfrentam em receber seus ativos, todo o percurso e custeio da operação de securitização pode vir a ser um interessante instrumento de melhoria no recebimento dos valores ilíquidos que compõem a dívida ativa. Para tanto, será preciso analisar se juridicamente as entidades públicas estariam asseguradas de ofuscadas engenharias financeiras que poderiam envolver essas operações. Isso significa pensar até que ponto a receita antecipada desses créditos geraria uma espécie de lucro à coletividade e aos cidadãos e até que ponto poderia trazer prejuízos irreparáveis para as gerações vindouras.

Meras políticas de governo aludindo sanar suas próprias necessidades econômicas não podem ser justificativas para que receitas futuras sejam captadas no presente a um custo demasiado oneroso para as próximas administrações.

Como exposto pelos autores Rafael Tomaz de Oliveira e Luiz Eugenio Scarpino Júnior:

E esse é o ponto fulcral do problema: se a securitização apresenta-se como política de Estado pode até ser bem vinda; do contrário, em sendo ela mera política de governo que serve mais ao administrador que à administração, configura simplesmente um ardil para contornar as condicionantes da lei de responsabilidade fiscal e, neste ponto, aproxima-se perigosamente da inconstitucionalidade.¹³³

Os autores citados, entendem que em sendo uma política de Estado bem elaborada, a securitização da dívida ativa, serviria de um bom instrumento para captação de recursos no presente, viabilizando alicerces sólidos para os próximos governantes. Dito isso, a presente pesquisa prossegue na tentativa de elucidar como nossas legislações, procuradorias e tribunais têm tratado do tema.

3.1 DÍVIDA ATIVA

A Dívida Ativa representa um montante de recebíveis em favor da Fazenda Pública originados por créditos tributários ou não tributários, vencidos, inadimplidos, individualizados, regularmente inscritos e passíveis de execução.

A Dívida Ativa tributária é a proveniente de obrigação legal relativa a tributos e aos respectivos adicionais e multas. A dívida ativa não tributária se refere aos demais

¹³³ OLIVEIRA, Rafael Tomaz de; SCARPINO JÚNIOR, Luiz Eugenio. **Securitização da dívida ativa não pode ser simples política de governo.** Artigo11/07/2015. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2015-jul-11/diario-classe-securitizacao-divida-ativa-nao-politica-governo>. Acesso em 26 fev. de 2020.

créditos da Fazenda Pública como empréstimos compulsórios, contribuições estabelecidas em lei, multa de qualquer natureza, com exceção da tributária, foros, laudêmios, aluguéis ou taxas de ocupação, custas processuais e outros.¹³⁴

Os artigos 201 a 205 do CTN (Decreto-Lei nº 5.172/66) estabelecem a dívida ativa tributária que deverá estar inscrita regularmente em repartição administrativa competente, após esgotado o prazo fixado para pagamento. A dívida devidamente inscrita goza da presunção de certeza e liquidez e tem o efeito de prova pré-constituída.¹³⁵ Contudo, tal presunção é relativa, podendo ser ilidida por prova inequívoca, a cargo do sujeito passivo ou do terceiro a que aproveite.¹³⁶

A Dívida Ativa somente se constitui após sua inscrição. Ferreira argumenta que “somente créditos líquidos e certos podem ser inscritos em Dívida Ativa. Antes da inscrição, a Fazenda Pública deverá realizar um exame a fim de entender se tais requisitos foram obedecidos.”¹³⁷

A inscrição regular gera a Certidão de Dívida Ativa contendo os mesmos elementos do Termo de inscrição, devendo ser autenticada pela autoridade competente. Até decisão de primeira instância, a certidão poderá ser emendada ou substituída. A execução fiscal deverá ser promovida contra o devedor; fiador; espólio; massa; responsável, nos termos da lei, por dívidas, tributárias ou não, de pessoas físicas ou pessoas jurídicas de direito privado; e sucessores a qualquer título.¹³⁸ Portanto, a Certidão da Dívida Ativa é o “instrumento através do qual é certificada a existência da dívida fiscal inscrita em livro próprio,”¹³⁹ sendo o título executivo fiscal. Da mesma forma o Código de Processo Civil preceitua a certidão da dívida ativa como sendo um título executivo extrajudicial.¹⁴⁰

Portanto, para que haja a composição da dívida ativa e para que esta seja exigível é necessário estar presentes quatro elementos: i) créditos de origem tributária ou não tributária; ii) estar vencidos; iii) inscritos regularmente como Dívida Ativa e; vi) estar individualizados por credor e devedor, sua natureza e importância.¹⁴¹

¹³⁴ Vide Lei nº 4.320/64, art. 39, § 2º.

¹³⁵ Vide Decreto Lei nº 5.172/66, art. 204.

¹³⁶ Vide Decreto Lei nº 5.172/66, art. 204, § único e Lei nº 6.830/80, art. 3º, § único.

¹³⁷ FERREIRA, Cláudio de Araújo. **As Operações de Securitização de Dívida Ativa: Equacionando as Contas Públicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 104.

¹³⁸ Vide Lei nº 6.830/80, art. 4º.

¹³⁹ SILVA, Américo Luís Martins da, **A Execução da Dívida Ativa da Fazenda Pública**, 4 Edição Revista e Atualizada de acordo com a Lei nº 13.105, de 16.03.2015. e-book, Posição 3326.

¹⁴⁰ Lei nº 13.105/2015, art. 784, inc. IX

¹⁴¹ FERREIRA, Cláudio de Araújo. **As Operações de Securitização de Dívida Ativa: Equacionando as Contas Públicas**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 103.

3.1.1 Crédito Tributário

O Crédito tributário advém do pagamento de tributo que, segundo o art. 3º do Código Tributário nacional, “é toda prestação pecuniária compulsória, em moeda ou cujo valor nela se possa exprimir, que não constitua sanção de ato ilícito, instituída em lei e cobrada mediante atividade administrativa plenamente vinculada.”

Para que o Estado possa custear as despesas essenciais à manutenção do ente e satisfação das necessidades coletivas, será preciso criar fontes de receitas. Entre as fontes, o tributo é a principal das receitas da atualidade. Conforme ensina o Professor Kiyoshi Harada:

O Estado, em virtude de seu poder de autoridade, pode retirar de seus súditos parcelas de suas riquezas para a consecução de seus fins, visando ao bem-estar geral. É o *jus imperii* do Estado que lhe faculta impor sobre as relações econômicas praticadas pelos particulares, assim como sobre seus bens, o tributo que, na atualidade, se constitui em principal fonte da receita pública.¹⁴²

Desse modo, o tributo representa uma imposição do poder público frente aos contribuintes, não sendo uma faculdade e sim uma obrigação. Uma vez que o fato gerador tenha sido constituído o tributo deverá ser arrecadado. Diferente de outros tipos de transação financeira, o pagamento do tributo não é uma opção. Assim, a obrigação tributária quando formalizada pelo lançamento¹⁴³ gera o crédito tributário¹⁴⁴.

A receita gerada pela arrecadação se trata de um bem público, que de acordo com Harada as “receitas tributárias são bens públicos indisponíveis, pois elas se encontram fora do comércio, destinando-se unicamente à consecução das finalidades estatais.”¹⁴⁵

Um dos princípios a ser observados pela administração pública é o da supremacia do interesse público, no qual o interesse coletivo fica sobreposto ao interesse particular.

O crédito tributário, com característica de bem público, fica adstrito aos preceitos vinculatórios da legislação pertinente, não podendo dispor, o ente público, dos bens que

¹⁴² HARADA, Kiyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo, Atlas, 2017, p. 59.

¹⁴³ No Código Tributário Nacional, Art. 142. Compete privativamente à autoridade administrativa constituir o crédito tributário pelo lançamento, assim entendido o procedimento administrativo tendente a verificar a ocorrência do fato gerador da obrigação correspondente, determinar a matéria tributável, calcular o montante do tributo devido, identificar o sujeito passivo e, sendo caso, propor a aplicação da penalidade cabível. Parágrafo único. A atividade administrativa de lançamento é vinculada e obrigatória, sob pena de responsabilidade funcional.

¹⁴⁴ HARADA, Op.Cit., p. 394.

¹⁴⁵ *Ibid.*, p. 63.

administra conforme seus próprios juízos. Não é sem razão que a Lei Federal nº 9.784/1999 traz a previsão da indisponibilidade do interesse público com o consequente atendimento aos fins de interesse geral, vedada a renúncia total ou parcial de poderes ou competências¹⁴⁶, excetuando, somente, quando nos casos autorizados por lei.

Em atendimento ao interesse público, todo ato de disposição ou renúncia de bens públicos devem estar previstos por lei. Haja vista que, à administração pública cabe o papel de guarda destes interesses e não como sua titular, que como tal, são inerentes à coletividade. Neste sentido conforme comenta Di Pietro:

Precisamente por não poder dispor dos interesses públicos cuja guarda lhes é atribuída por lei, os poderes atribuídos à Administração têm o caráter de poder-dever; são poderes que ela não pode deixar de exercer, sob pena de responder pela omissão. Assim, a autoridade não pode renunciar ao exercício das competências que lhe são outorgadas por lei; não pode deixar de punir quando constate a prática de ilícito administrativo; não pode deixar de exercer o poder de polícia para coibir o exercício dos direitos individuais em conflito com o bem-estar coletivo; não pode deixar de exercer os poderes decorrentes da hierarquia; não pode fazer liberalidade com o dinheiro público. Cada vez que ele se omite no exercício de seus poderes, é o interesse público que está sendo prejudicado.¹⁴⁷

Portanto, não cabe arbitrariedade à administração pública, devendo essa sempre visar o interesse coletivo.

Sendo a composição da dívida ativa proveniente de créditos tributários, não reside possibilidade de sua disposição sem a devida autorização legal. Mesmo porque o artigo 139 do Código Tributário Nacional preconiza que a natureza do crédito é a mesma da obrigação principal¹⁴⁸ originária, ou seja, a natureza do crédito equivale à do tributo que a gerou. Fuso aduz que o tributo que origina a dívida ativa como “fonte de sustentabilidade dos entes públicos, é um bem enquadrado no interesse público do Estado, tratando-se da fonte de receita para o exercício do múnus público perante os administrados.”¹⁴⁹ Portanto, indisponível. O citado autor entende que os direitos

¹⁴⁶ Vide Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999. Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: II - atendimento a fins de interesse geral, vedada a renúncia total ou parcial de poderes ou competências, salvo autorização em lei...

¹⁴⁷ DI PIETRO, Maria Sylvania Zanella. **Direito Administrativo**. 25 ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 67.

¹⁴⁸ Lei nº 5.172 de 25 de outubro de 1966. Art. 139. O crédito tributário decorre da obrigação principal e tem a mesma natureza desta.

¹⁴⁹ FUSO, Rafael Correia. **Regimes Tributários na Securitização de Títulos e Valores Mobiliários: lucro real e lucro presumido**. 2016. 322 f. Tese de doutorado em Direito Tributário- PUC-SP, 2016, p. 262.

creditórios de créditos tributários de qualquer natureza sejam totalmente indisponíveis em vista do princípio da legalidade e da indisponibilidade dos interesses públicos. E que para que seja possível a securitização dos créditos tributários seria necessária uma profunda transformação no sistema jurídico, além de que quaisquer tentativas de acomodação dos citados princípios não seriam suficientes para a consolidação das operações de securitização.¹⁵⁰

3.1.2 Obrigação Tributária e o dever fundamental de pagar tributos

A obrigação tributária é decorrente de lei e está prevista no Título II, do Código Tributário Nacional. Consiste em um vínculo jurídico onde um sujeito ativo pode exigir de um sujeito passivo uma prestação de dar ou fazer. Harada defini a obrigação tributária como sendo:

[...] uma relação jurídica que decorre da lei descritiva do fato pela qual o sujeito ativo (União, Estados, DF ou Município) impõe ao sujeito passivo (contribuinte ou responsável tributário) uma prestação consistente em pagamento de tributo ou penalidade pecuniária (art. 113, § 1o, do CTN), ou prática ou abstenção de ato no interesse da arrecadação ou da fiscalização tributária (art. 113, § 2o, do CTN).¹⁵¹

Diferentemente do que ocorre com a obrigação prevista no código civil, a obrigação tributária é uma relação impositiva entre Estado e contribuinte que advém de lei, ou seja, independe da vontade das partes.

Portanto, pagar tributos não é uma faculdade e sim uma obrigatoriedade que surge com a ocorrência do fato gerador que são situações abstratas definidas em lei. Pode ser principal ou acessória que conforme explica Harada “desdobra-se em prestação de dar (obrigação principal) e em prestação de fazer ou não fazer alguma coisa (obrigação acessória).”¹⁵²

Todavia, a obrigação de pagar tributos acaba por ser mais que uma imposição estatal é um dever fundamental, como será visto na sequência.

Primeiramente faz-se um esclarecimento: pontos desse tópico apresentarão como referência o Professor Português José Casalta Nabais em sua obra “o dever fundamental

¹⁵⁰ FUSO, Rafael Correia. **Regimes Tributários na Securitização de Títulos e Valores Mobiliários**: lucro real e lucro presumido. 2016. 322 f. Tese de doutorado em Direito Tributário- PUC-SP, 2016, p. 263.

¹⁵¹ HARADA, Kyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo, Atlas, 2017, p. 381.

¹⁵² *Ibid.*, p.382.

de pagar impostos.” Portanto, algumas citações conterão a expressão “dever fundamental de pagar impostos” e em outras “dever fundamental de pagar tributos.” Tal fato se deve, porque no Brasil prefere-se a segunda expressão, uma vez que, o termo tributo, no Brasil, é mais abrangente e engloba os impostos.

Em relação ao dever fundamental Nabais esclarece que “constituem uma categoria constitucional própria, expressão imediata ou direta de valores e interesses comunitários diferentes e contrapostos aos valores e interesses individuais,”¹⁵³ sendo correlatos e opostos aos direitos fundamentais. Fazendo, assim, parte da matéria dos direitos fundamentais, pois, através dos deveres fundamentais se efetivam os próprios direitos fundamentais. Nabais discorre ser os deveres fundamentais uma categoria jurídico-constitucional ladeada e correlata aos direitos fundamentais, “uma categoria que, como correctivo da liberdade, traduz a mobilização do homem e do cidadão para a realização do bem comum.”¹⁵⁴

Os deveres fundamentais são limitantes das liberdades do homem, assim como explica Nabais “independentemente ou para além de eventual associação ou coligação específica que tenham com determinados direitos, acabam por afectar ou restringir o conteúdo das liberdades individuais.”¹⁵⁵

Entre outros deveres fundamentais, se encontra o dever fundamental de pagar tributos, que já encontrava previsão na Declaração do Homem e do Cidadão de 1789, no art. 13 quando discorria que “para a manutenção da força pública e para as despesas de administração é indispensável uma contribuição comum que deve ser dividida entre os cidadãos de acordo com suas possibilidades.”¹⁵⁶

Internamente, embora não haja um artigo correlato do dever fundamental de pagar tributos, este encontra balizas na capacidade contributiva do §1º, do art. 145, da Constituição Federal, e nas previsões dos direitos fundamentais e sociais.

Portanto, advém de uma contrapartida dos direitos. Para que haja a prestação estatal na realização de atividades que supram as necessidades coletivas, deve haver uma forma de financiamento, assim como exposto por Nabais:

¹⁵³ NABAIS, José Casalta. **O Dever Fundamental de Pagar Impostos. Contributo para a compreensão Constitucional do estado fiscal contemporâneo.** Teses de doutoramento. Almedina, Coimbra, 2015, p. 37-38.

¹⁵⁴ *Ibid.*, p.64.

¹⁵⁵ *Ibid.*, p.122/123.

¹⁵⁶ DECLARAÇÃO DOS DIREITOS DO HOMEM E DO CIDADÃO, 1789. Disponível em: <http://www.direitoshumanos.usp.br/index.php/Documentos-antiores-%C3%A0-cria%C3%A7%C3%A3o-da-Sociedade-das-Na%C3%A7%C3%B5es-at%C3%A9-1919/declaracao-de-direitos-do-homem-e-do-cidadao-1789.html>. Acesso em: 02/02/2020.

Com efeito, um estado, para cumprir com suas tarefas, tem de socorrer-se de recursos ou meios a exigir de seus cidadãos, constituindo justamente os impostos esses meios ou instrumentos de realização das tarefas estaduais. Por isso, a tributação não constitui, em si mesma, um objetivo (isto é, um objetivo originário ou primário) do estado, mas sim o meio que possibilita a estes cumprir seus objetivos (originários ou primários), atualmente consubstanciados em tarefas do estado de direito social. Um meio que, por um lado, pressupõe um certo tipo de estado do ponto de vista do seu suporte financeiro – um estado fiscal – e, de outro, se traduz, atento o seu atual caráter social, na exigência de uma parte gastos ou consumidos na aquisição de bens e serviços, dos seus cidadãos.¹⁵⁷

Sendo a importância que os tributos têm na implementação das necessidades e interesses coletivos, o cidadão carrega para si o dever de adimplir com sua obrigação tributária levado tanto em seu próprio benefício de prestação estatal como em benefício alheio, solidário, na medida de sua capacidade. Assim, nas palavras de Nabais:

[...] o imposto se nos apresenta como um dever fundamental, isto é, um instituto jurídico que tem a sua disciplina traçada ao mais alto nível – ao nível constitucional -, onde integra a “constituição do indivíduo”. O que significa que o imposto não deve ser considerado, como foi tendência durante o século passado, mormente na Alemanha, uma simples relação de poder, em que o estado faz exigências aos seus súditos e estes se sujeitam em consequência dessa relação. Noutros termos, o imposto não pode ser encarado, nem como um mero poder para o estado, nem simplesmente como um mero sacrifício aos cidadãos, mas antes como contributo indispensável a uma vida em comum e próspera de todos os membros da comunidade organizada em estado.¹⁵⁸

Pautado em princípios constitucionais, como exposto por Marcus Abraham, o “dever fundamental de pagar tributos consubstancia-se pela realização dos princípios da capacidade contributiva, da dignidade da pessoa humana e da solidariedade, como expressões constitucionais de ética fiscal pública.”¹⁵⁹

A categoria de dever fundamental do pagamento de tributos coloca o cidadão em uma posição ora de beneficiário ora de contribuinte dotado de dever, à nível constitucional, de implementação das suas obrigações tributárias. O que extrapola qualquer obrigação pactuada, como as obrigações de dar, fazer ou não fazer do código civil que, como em casos de compra e venda, são obrigações contratuais. O pagamento de tributos se deve à própria manutenção das atividades estatais e ao ente federado cabe

¹⁵⁷ NABAIS, José Casalta. **O Dever Fundamental de Pagar Impostos. Contributo para a compreensão Constitucional do estado fiscal contemporâneo**. Teses de doutoramento. Almedina, Coimbra, 2015, p. 185.

¹⁵⁸ *Ibid.*, p. 158

¹⁵⁹ ABRAHAM, Marcus. **Curso de Direito Financeiro Brasileiro**, 4ª ed. Ver. Atual. E ampl. – Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 156.

a correta destinação dos recursos angariados, cumprindo com sua finalidade de realização das necessidades coletivas.

3.2 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS TRIBUTÁRIOS E NÃO TRIBUTÁRIOS DA DÍVIDA ATIVA NA LEGISLAÇÃO PÁTRIA

De acordo com o que foi acima exposto, a dívida ativa se compõe de créditos tributários e não tributários, sendo caracterizados como bens públicos e indisponíveis, cuja finalidade está em financiar as atividades estatais.

Todavia, diante da grande dificuldade encontrada pelos entes de uma arrecadação eficiente, a dívida ativa acaba se transformando em um crédito ilíquido, incapaz de cumprir com seu papel, uma vez que não chega de fato aos cofres públicos. Diante dessa inviabilidade de arrecadação e da grande necessidade de capital que os governos vêm enfrentando, vislumbrou-se uma possibilidade de antecipação dos créditos estáticos da dívida ativa. A securitização vem nessa esteira, já que é uma fórmula que se transpõe de modo diverso da operação de crédito, restrita pela Lei de Responsabilidade Fiscal.

Através da securitização, o ente teria a faculdade de ceder seus créditos inscritos na dívida ativa, além de captar recursos por meio do mercado financeiro e de capitais. Apesar de não haver, até o momento, uma legislação federal que conduza essas espécies de operações, os Estados e Municípios se adiantaram e editaram normatizações permitindo a estruturação da securitização, obtendo, desse modo, uma receita na atualidade que somente estaria disponibilizada no futuro, quando da quitação das dívidas pelo contribuinte ou devedor.

Esse tipo de operação tem sido realizado em vários Estados e Municípios. Contudo, não sem enfrentar severas críticas, objeções e relações processuais obstando, ou tentando obstar, a realização dessas antecipações. O fato é que se trata de uma questão ainda não pacificada e polemizada pelas amarras que figuram nas leis existentes como a Lei de Responsabilidade Fiscal e a própria Constituição Federal.

Na sequência será demonstrado primeiramente, a tentativa do legislativo federal em aprovar uma lei que permita a realização da securitização harmonizando a questão. Posteriormente, serão analisados alguns diplomas legais e seus desdobramentos além das implicações jurídicas.

3.2.1 Projeto de Lei Federal - PLP 459/2017 – PLS 204/2016

Tramita na Câmara dos Deputados o Projeto de Lei Complementar PLP 459/2017, que tem por objetivo regular a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação. O Projeto advém do PLS 204/2016 que tramitou pelo Senado sendo aprovado em 13 de dezembro de 2017, quando seguiu para apreciação da Câmara dos Deputados.

O projeto original do Senador José Serra continha dois artigos: um que dispunha sobre a inclusão do art. 39-A na Lei 4.320 de 17 de março de 1964 (Lei das Finanças Públicas) permitindo aos entes federados ceder direitos creditórios originados de créditos tributários ou não podendo estar inscritos em dívida ativa e; o segundo artigo que estabelecia a entrada da lei em vigor na data de sua publicação. A justificativa foi no sentido de trazer segurança jurídica à prática já adotada por alguns Estados e Municípios, além da possibilidade de obter uma receita estimada em R\$ 110 bilhões à União que poderia ocorrer através dessas operações. O autor do projeto ainda fundamenta que essa medida poderia permitir que os entes obtivessem caixa de direitos ilíquidos, seja pelo longo prazo ou porque dependem de procedimentos operacionais e legais de cobrança, possibilitando atravessar o momento de escassa arrecadação.

Algumas alterações foram efetuadas no projeto inicial, restando o PLP 459/2017 que segue na Câmara dos Deputados acrescido de novos parágrafos e artigos. As alterações incluem: a criação, pelo ente federado, de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) na qual seriam repassados direitos de dívidas de contribuintes e transformados em títulos negociáveis no mercado financeiro; a modificação dos artigos 174 e 198 do Código Tributário Nacional (Lei nº 5.172 de 25 de outubro de 1966) prevendo a interrupção da prescrição pelo protesto judicial ou extrajudicial e acrescenta os parágrafos 4º e 5º no artigo 198 permitindo, à administração pública, a solicitação e a abertura de base de dados dos sujeitos passivos de créditos tributários a órgãos ou entidades públicas ou privadas; o não enquadramento dessas operações como operação de crédito conforme as definições contidas nos arts. 29 e 37 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000) sendo consideradas vendas definitivas de patrimônio público.

Importante ressaltar que o projeto de lei prevê a manutenção da natureza do crédito, dos critérios de atualização ou correção dos valores, da prerrogativa de cobrança judicial e extrajudicial à fazenda Pública, da isenção do ente cedente do crédito de

responsabilidade, compromisso ou dívida decorrente da obrigação do pagamento, ficando como único responsável o devedor ou contribuinte. A cessão somente poderá recair sobre os créditos já constituídos e reconhecidos pelo devedor. Outro ponto é que as operações somente poderão ser efetuadas até 90 dias antes do final do mandato do chefe do Poder Executivo. Ainda no projeto se encontra a destinação dos produtos obtidos com a cessão em 50% para despesas de regime de previdência social e 50% com despesas de investimentos não podendo ser utilizada para despesas correntes conforme previsão do artigo 44 da Lei de Responsabilidade Fiscal¹⁶⁰.

Até a presente data, 1º de julho de 2019, o PLP continuava em discussão no Plenário. Houve duas propostas de emenda modificativa: a de número EMP 2/2018 do Deputado Domingos Neto que tinha por objetivo esclarecer o alcance da reformulação dos parágrafos do artigo 198, do Código Tributário Nacional; e a de número EMP 1/2018 do Deputado Antônio Bulhões objetivando que a cessão somente seria possível sobre os direitos originados de crédito tributário quando houvesse lançamento definitivo do tributo ou confissão irrevogável e irretroatável do sujeito passivo. O Deputado justifica sua proposta de emenda alegando que a dívida regularmente inscrita possui presunção de certeza e liquidez relativa, podendo ser ilidida por prova inequívoca do devedor. Do mesmo modo, esclarece que o projeto prevê a possibilidade de cessão de créditos acerca dos créditos não inscritos na dívida ativa e que não explicita em qual situação esses créditos seriam considerados reconhecidos pelo devedor conforme expõe o inciso V, do art. 39-A proposto.

O projeto que segue na câmara manteve a prerrogativa de cobrança com o ente público cedente. Contudo, ainda em sede do projeto de lei que tramitou pelo Senado, Carneiro vislumbrou tal fato como altamente lesivo ao interesse público, chegando a ser inconstitucional. Assim, nas palavras do autor:

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 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

¹⁶⁰ Vide Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. 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.

desidiosa na cobrança, o que é provável por causa do desinteresse econômico do órgão público formalmente encarregado pela cobrança.¹⁶¹

Essa observação é deveras importante porque o projeto expõe que a cessão dos direitos creditórios deverá realizar-se mediante operação definitiva, isentando o cedente de responsabilidade, compromisso ou dívida de que decorra obrigação de pagamento perante o cessionário [...]. Fala-se em operação definitiva, mas mantém a prerrogativa de cobrança com o ente, o que, claro, representa uma responsabilidade e um compromisso que o poder público terá com o cessionário sob pena de impossibilidade de realização da operação, pois não haveria interessados sem a perspectiva de recebimento dos valores investidos e acrescidos de juros. Isso significa dizer que o ente não poderia se manter inerte ou executar as cobranças de modo desidioso, mas sim utilizar toda a máquina estatal, com suas despesas decorrentes, para uma efetiva cobrança sob pena de ter que arcar com multas contratuais ou elevar os juros pagos.

Outras considerações poderiam ser traçadas sobre o projeto que tramita pela câmara. Contudo, entende-se prudente aguardar os rumos a serem seguidos e seu respectivo desfecho, dando continuidade à presente dissertação.

3.2.1.1 Deságio

O PLP 459 de 2017, prevê a possibilidade de cessão dos direitos creditórios originários dos créditos da dívida ativa da União, Estados, DF e Municípios. Como já explicitado anteriormente, trata-se de operações de securitização realizadas através de um veículo de propósito específico, uma sociedade anônima da qual o ente federativo terá participação. Sendo uma operação com finalidade de adiantamento de recebimento de créditos vencidos, inscritos em dívida ativa ou reconhecidos pelo devedor ou contribuinte, essa atividade se dá sob forma de papéis negociados no mercado de capitais.

Os investidores do mercado de capitais, são pessoas físicas ou jurídicas tendo por objetivo ampliar sua lucratividade, crescendo com valores uma determinada quantia monetária. Para tanto, o interesse em papéis negociáveis se dá pela segurança jurídica que essa proporciona, com a certeza do recebimento do valor investido, somado a juros e as

¹⁶¹ CARNEIRO, Antônio Velloso. Securitização de dívida ativa: o omelete e os ovos. **O Estado de São Paulo**. Estadão Política. 03 de janeiro de 2018. Disponível em: <https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/securitizacao-de-divida-ativa-o-omelete-e-os-ovos/>. Acesso em: 11 jul. 2019.

possíveis correções monetárias. Portanto, não se trata de um mercado filantrópico, benévolo disposto a dispender valores sem a devida remuneração.

A securitização da dívida ativa, como a maior parte dos processos de securitização, implementa-se sob a aquisição de direitos creditórios pertencentes ao ente público com certo deságio. Todavia, embora seja factível de compreensão que há necessidade de haver essa desvalorização, o PLP 459, de 2017 se omite em relação à previsão e percentual do deságio a ser operacionalizado nessas espécies de negociação.

Do mesmo modo, a Lei 13.723, de 29 de setembro de 2009, do Estado de São Paulo não faz referência ao deságio sobre a cessão dos créditos. Nos mesmos moldes da legislação paulista, a Lei do Estado de Goiás 18.873 de 2015, também não faz menção ao deságio.

Todavia, é notório que esse tipo de operação requer deságio. Em proposta de alteração do projeto que tramita pela Câmara dos Deputados – PLP 459 de 2017, o deputado André Figueiredo entende ser necessário a modificação do §7º, do artigo 39-A, inserindo limites à taxa de administração e ao deságio quando do instrumento convocatório do leilão. Assim, dispõe a proposta¹⁶²:

Emenda nº 6 – Dê-se ao § 7º do art. 39-A introduzido pelo art. 1º na Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964, a seguinte redação:

“§ 7º A cessão de direitos creditórios de que trata este artigo dar-se-á por leilão, observado o seguinte:

I – a cessão dos créditos poderá ocorrer em bolsa de valores ou por intermédio de sociedade de propósito específico criada para este fim pelo ente cedente, hipótese em que a contratação de tal sociedade para a promoção do leilão está dispensada de licitação;

II – o instrumento convocatório do leilão conterá os limites da taxa de administração e do deságio segundo a classificação do crédito e de seu risco, o montante original do crédito, o montante consolidado e as premissas de cálculo de sua atualização, o número dos processos administrativos e das certidões de dívida ativa que lastreiam o crédito, o número de eventuais processos judiciais de cobrança, as condições de pagamento da contraprestação devida à União e as metas de incremento de arrecadação.”

A mesma proposta ainda apresenta a emenda nº 8, alterando o § 10, que ficaria com a seguinte redação:

Dê-se ao § 10 do art. 39-A introduzido pelo art. 1º na Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964, a seguinte redação

¹⁶² Parecer em Plenário sobre o Projeto de Lei Complementar (PLP) 459/17. Relator: André Trigueiro. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1698107&filename=PPP+1+CF+3D%3E+PLP+459/2017. Acesso em: 05-09-2019

“§10. A cessão de direitos creditórios é limitada ao estoque de créditos existentes até a data de publicação da respectiva lei federal, estadual, distrital ou municipal que conceder a autorização legislativa para a operação, à qual estabelecerá os limites de deságio e o horizonte temporal das parcelas vincendas que poderão ser abrangidas.”

As emendas recomendadas, que fazem alusão ao deságio, demonstram que a realidade da securitização só se realiza mediante a aceitação, pelo ente, de receber um valor inferior ao montante dos créditos pertencentes à dívida ativa. Assim, o tempo adiantado pelo processo passa a ser remunerado. Apesar da lucidez demonstrada pelas propostas das emendas, o texto final ainda não contempla essas alterações. Até o momento parece que a intenção do legislador é a de não restringir as possibilidades de negociação com os investidores.

Em reportagem divulgada pelo site do Senado¹⁶³, em 30 de agosto de 2019, foi mostrada que o autor do projeto no Senado Federal, o Senador José Serra, defendia que o recebimento da dívida em curto prazo seria mais vantajoso do que sua espera, mesmo que para isso fosse necessário receber um valor 70% inferior do existente na dívida ativa. Da securitização de 357 bilhões de reais, os entes federados receberiam cerca 107 bilhões em curto prazo. Segundo demonstra a reportagem, não se vê em demasia que o deságio possa chegar a 70%.

Sendo a securitização um processo que transforma dívidas dos contribuintes em um produto comercializável no mercado de capitais, a flexibilidade na negociação se torna essencial para sua concretização. Todavia, tratando-se de um bem público, como é o caso dos créditos advindos de tributos, não é razoável que essa convenção entre mercado e ente federado seja demasiada aberta. A extensão e a não regulação de patamares desejáveis de deságio podem estabelecer uma verdadeira transferência de capital pertencente ao Estado à economia privada, ocasionando excessivas perdas para a sociedade.

Fato é que não está claro se o montante de deságio vem sendo aplicado nas operações de securitização de direitos creditórios advindos das dívidas ativas.

¹⁶³GALDINO, Milena. **Securitização: venda de créditos pode engordar o caixa de estados e municípios.** Fonte: Agência Senado. 30/08/2019. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2019/08/30/securitizacao-venda-de-creditos-pode-engordar-o-caixa-de-estados-e-municipios>. Acesso em: 22 nov. de 2019.

3.2.1.2 Ponderações da Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil sobre o PLS 204/2016

A Associação Nacional dos Auditores Fiscais da Receita Federal do Brasil (Unafisco) se posicionou contrariamente ao PLS 204/2016 quando, ainda, tramitava pelo Senado Federal. Os apontamentos feitos pela entidade foram: que a securitização ou a cessão atingiria somente a fatia mais nobre dos créditos tributários; que o deságio seria muito significativo e o que risco da inadimplência ficaria com o poder público; que o projeto de lei previa destinação de recursos conflitantes com a constituição e retiraria recursos da previdência; o desrespeito à Lei de Responsabilidade Fiscal sendo, esta, uma operação de crédito que burlaria a referida legislação, além de prejudicar gestões futuras; a possibilidade de incentivo à inadimplência e à sonegação; e à violação aos princípios da igualdade e da capacidade contributiva.¹⁶⁴

Em palestra ministrada pelo auditor fiscal Mauro Silva¹⁶⁵ foi apresentada a possibilidade da confusão, instituto do direito civil, nos casos que seriam feitos através da figura da cessão de créditos. Isso porque quando devedor de grande monta tributária poderia, através da instituição financeira cessionária, adquirir seus próprios créditos com deságio, passando a ser credor dele mesmo, haveria então a extinção da obrigação tributária. Ainda no caso da cessão, a própria cessionária deveria ter entre os créditos adquiridos, créditos que ela mesma poderia ter como sujeito passivo. Essa situação ensejaria a violação dos princípios da isonomia e da capacidade contributiva, uma vez que, os grandes devedores teriam uma capacidade de negociação desses créditos que outros não poderiam ter.

A associação considerou que essas cessões de créditos tributários traria um incentivo aos parcelamentos especiais gerando uma cultura de inadimplência e sonegação. Isso traria um reflexo indesejado aos cofres públicos, uma vez que, esses tipos de parcelamentos ou esticam os prazos ou isentam parte da dívida, fato que encurta a quantia a ser recebida.

Ostentam, da mesma forma, que PLS 204/2016 ocasionaria à flexibilização de conceitos da LRF, através de uma ficção jurídica, devido ao disposto no parágrafo § 4º,

¹⁶⁴ UNAFISCO NACIONAL – Gestão 2016/2019. **Perguntas e Respostas:** Securitização dos Créditos Tributários Parcelados, p. 14.

¹⁶⁵ Palestra sobre a securitização da dívida ativa da União Nacional dos Auditores Fiscais - Disponível em: https://www.youtube.com/watch?v=sM_HFEEnKQ50&list=PLTBJf5VvIvFLNJEInPakjSlqg0-Y13I_C&index=3

do PLS que determina que não se enquadram nas definições contidas nos incisos III e IV do art. 29 e o art. 37 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, devendo, estas transações serem consideradas operação de venda definitiva de patrimônio público e não como operação de crédito, na qual a LRF traz restrições.

Mesmo havendo críticas em relação ao projeto de lei no Senado, ele restou-se aprovado seguindo para Câmara dos Deputados como explicitado acima. Em âmbito federal, a securitização dos direitos creditórios da dívida ativa ainda não se tornou uma realidade. Todavia, em níveis estaduais e municipais a operação tem sido realizada. Em algumas realidades ela se concretiza sem maiores enfrentamentos, enquanto em outras, agentes da sociedade e entidades públicas desaprovam essa execução. Nos tópicos subsequentes examinaremos algumas legislações estaduais e municipais que foram alvo de polêmicas e confrontação jurídica, além do seu desenrolar até a atualidade.

3.2.2 Lei nº 13.723, de 29 de setembro de 2009 – Estado de São Paulo

A lei Paulista autoriza que o poder executivo ceda, a título oneroso, direitos creditórios originários de créditos tributários e não tributários já inscritos em dívida ativa. Os veículos estipulados pela lei para a cessão do crédito são as Sociedades de Propósitos Específicos (SPEs), a Companhia Paulista de Parcerias (CPP) ou um fundo de investimentos em direitos creditórios, constituído de acordo com a CVM.

Os direitos creditórios aos quais a lei se refere são os oriundos do ICMS, ITCMD, IPVA, taxas de quaisquer espécies e origem, multas administrativas de natureza não tributária, multas contratuais, ressarcimentos, restituições e indenizações. Observa-se que, embora seja vasta a possibilidade de cessão, a Lei é mais específica sobre os tipos de créditos passíveis de securitização, não incluindo o montante global da dívida ativa. Outra questão é que a legislação somente autoriza que sejam cedidos créditos tributários cujo fato gerador já tenha ocorrido e os créditos não tributários devem estar devidamente vencidos e inscritos na dívida ativa estatal. Contudo, o diploma legal também traz a possibilidade de cessão de créditos reconhecidos pelo contribuinte ou devedor mediante a formalização de parcelamento. Nesse caso, pode-se não tratar de dívida ativa especificamente, já que essa se perfaz com devida inscrição “na repartição administrativa

competente, depois de esgotado o prazo fixado, para pagamento, pela lei ou por decisão final proferida em processo regular”¹⁶⁶

Após a cessão, os créditos mantêm a sua natureza, com todas suas garantias e privilégios, não alterando as condições de pagamento, atualização e vencimento. Do mesmo modo, não transfere a prerrogativa de cobrança ao setor privado, mantendo-a com a Procuradoria Geral do Estado. Outro dispositivo, garante a parcela a ser transferida aos municípios, sendo a cessão de créditos tributários sempre parcial.

A lei paulista estabelece que não haverá assunção, por parte do Estado, de quaisquer responsabilidades ou compromisso financeiro sobre o efetivo pagamento dos créditos cedidos, como forma de descaracterizar a operação de crédito prevista na Lei Complementar 101, de 04 de maio de 2000.

Sales pondera que a legislação estadual foi alvo de questionamento pelo Tribunal de Contas da União (TCU). O autor explicita que o TCU considerou a ocorrência de uma operação de crédito com relação ao compromisso financeiro assumido pelo cedente. Visto que, operações com debêntures que possuem lastro na dívida ativa “por meio de cessão de fluxo financeiro têm a mesma natureza de um FIDC”¹⁶⁷ já classificado como operação de crédito pelo TCU. A posição do TCU se dá na forma de que essas debêntures caracterizam uma Antecipação de Receitas Orçamentárias (ARO) tipificados na Lei de Responsabilidade Fiscal, devendo as vendas serem autorizadas pelo Ministério da Fazenda, estando de acordo com os limites estabelecidos pelo Senado Federal¹⁶⁸. Tal questão ensejou, através da Resolução nº 17, de 2015 do Senado, a alteração na Resolução 43, de 2001 do Senado Federal permitindo ao FIDC, baseado em recebíveis da dívida ativa que não sejam considerados como uma operação de crédito¹⁶⁹.

O processo de securitização dos créditos oriundos da dívida ativa do Estado de São Paulo vem sendo executado através da Companhia Paulista de Securitização (CPSEC). A empresa foi constituída ao final do ano de 2009, mediante autorização concedida pela Lei Estadual nº 13.723, de 29 de setembro de 2009. Trata-se de uma

¹⁶⁶ Vide Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 (CTN) – Art. 201.

¹⁶⁷ SALES, Pedro Henrique Ramos. PLS 204/16 e o mito da securitização da dívida pública: um mau negócio à vista. **Jornal JOTA**, 15/10/2016. 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: 26 fev. de 2020.

¹⁶⁸ Vide a Constituição Da República Federativa do Brasil, Art. 52, Inc. V a IX.

¹⁶⁹ SALES, *op.cit.*

sociedade por ações, cujo propósito específico tem por objeto¹⁷⁰ a aquisição de direitos creditórios originários de créditos tributários e não-tributários de parcelamentos de titularidade do estado paulista, para estruturar e implementar operações que envolvam a emissão de valores mobiliários, podendo ser sob o formato de debêntures, ou outra forma de obtenção de recursos junto ao mercado de capitais, lastreados nos direitos creditórios.

Desde o ano de 2016, a empresa paulista vem enfrentando uma Ação Popular¹⁷¹ proposta por Alfredo Portinari Greggio Lucente Maranca, agente fiscal, e por José Márcio Rielli, funcionário público aposentado. A alegação dos autores se dá pelo entendimento de que esse tipo de operação (securitização), executada pela CPSEC, lastreada por direitos creditórios oriundos da dívida ativa violariam, entre outros diplomas, a Lei de Responsabilidade Fiscal, a Constituição Federal e a Lei de licitações. Embora a ação popular não esteja finda, ela não prosperou em relação às liminares. O entendimento do judiciário tem sido no sentido de cautela, uma vez que a decisão tomada poderia trazer consequências inestimadas.

Dois anos após o pleito da ação popular, o SINAFRESP, Sindicato dos Agentes Fiscais de Rendas do Estado de São Paulo, propuseram a Ação Cível Pública de nº 1001566-75.2018.8.26.0053, em face dos políticos envolvidos à época da edição da Lei Paulista autorizadora da securitização e criação da CPSEC e responsáveis pelo erário público estatal; e contra as pessoas jurídicas Companhia Paulista de Securitização – CPSEC – e Companhia Paulista de Parcerias – CPP. O magistrado de primeiro grau extinguiu, a ação sem julgamento de mérito, alegando a inépcia da inicial e ilegitimidade na capacidade ativa. O processo, até o presente momento,¹⁷² se encontra em grau de recurso.

Enquanto os autores das ações propostas contra a CPSEC encontram consideráveis percalços, a empresa de classificação de risco *Standard and Poors*, elevou a categorização de *rating* das debêntures da 3ª emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia real Sênior 2 de brAA para brAAA e as Mezanino 1, de brBB (sf) UCO para brBBB (sf)¹⁷³. Em apresentação do Relatório de Monitoramento de 07 de maio de 2019, a S&P Global Rating, expõe que o reforço de

¹⁷⁰ Objeto previsto no artigo 2º, do Estatuto Social da Companhia Paulista de Securitização. Disponível em: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Documents/CPSEC/Estatuto%20Social%2030.04.2019.pdf>. Acesso em: 30/8/2019.

¹⁷¹ Vide Ação nº 1039132-29.2016.8.26.0053.

¹⁷² Agosto de 2019.

¹⁷³ S&P Global ratings. **Ratings das debêntures da CPSEC apresentam recalibragem da escala de ratings.** Comunicado à Imprensa de 02 de outubro de 2018.

qualidade de Crédito fora proporcionado pela sobrecolateralização, com um índice de cobertura expressivo, conforme demonstra o aludido relatório.

Reforço de Qualidade de Crédito: Proporcionado pela emissão de debêntures subordinadas e sobrecolateralização, representadas por um Índice de Cobertura do Serviço da Dívida (ICSD) maior ou igual a 140% (ou 1,4x) para as debêntures seniores, e maior ou igual a 120% (ou 1,2x) para as debêntures mezanino, e pela constituição de reserva equivalente a 3 períodos de amortizações de principal e juros mensais consecutivos para as debêntures seniores e 120% do próximo período de amortização de principal e juros mensais para as debêntures mezanino.¹⁷⁴

Ao elevar a nota de classificação de risco da CPSEC, a empresa de *rating* demonstra que as debêntures emitidas pela securitizadora paulista apresentam um risco muito baixo para o investidor. Isso significa que as debêntures comercializadas suportam perdas de recebíveis na ordem de 67,9% para as que receberam classificação brAAA e 49,9% as de classificação brBBB¹⁷⁵. Do mesmo modo, mesmo que a Lei Estadual nº 13.723, de 29 de setembro de 2009, preconize no parágrafo único, do art. 6º, não haver assunção pelo Estado, perante o cessionário, de responsabilidade pelo pagamento a cargo do contribuinte ou de outra espécie de compromisso financeiro que possa, nos termos da Lei de Responsabilidade Fiscal, caracterizar operação de crédito. Contudo, o volume de crédito cedido acaba garantindo os créditos efetivamente comercializados. Ou seja, os direitos creditórios, provenientes da dívida ativa do Estado de São Paulo, adquiridos pela empresa de securitização são muito superiores aos que são comercializados. O fato é que apenas as debêntures que apresentam menor risco são colocadas no mercado de capitais, já que as demais debêntures são subscritas pelo Estado.

No caso em tela, além do processo de securitização ser bastante confiável aos seus investidores, muitos desses procedimentos, como no caso da 1ª estruturação da CPSEC, se tratam de um tipo de operação limitada a poucos, uma vez que, são direcionadas nos conformes da Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 476 de 2009,¹⁷⁶ à qual se refere às ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Nesse tipo de oferta pública somente investidores qualificados podem

¹⁷⁴ S&P Global ratings. **Relatório de Monitoramento da Companhia Paulista de Securitização – CPSEC**. 07 de maio de 2019, p. 1

¹⁷⁵ S&P Global ratings. **Ratings das debêntures da CPSEC apresentam recalibragem da escala de ratings**. Comunicado à Imprensa de 02 de outubro de 2018.

¹⁷⁶ Informação contida no Relatório da Administração – exercício de 2018 – da Companhia Paulista de Securitização – CPSEC. Disponibilizado no Diário Oficial Empresarial de São Paulo, dia 29 de março de 2019, p. 109.

adquirir os títulos de valores mobiliários. De acordo com a Instrução CVM 554, de 17 de dezembro de 2014, que alterou a Instrução CVM 539, de 13 de novembro de 2013, que restou acrescida dos artigos 9-A, 9-B e 9-C, são investidores qualificados:

Art. 9º-B São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Somente as pessoas elencadas acima são passíveis de adquirir os títulos securitizados, lastreados na dívida ativa do Estado de São Paulo. Ou seja, trata-se de um tipo de operação destinada a grandes instituições e investidores.

Traçando a operação paulista, tem-se um crédito tributário com característica de bem público, originado de tributos lançados, não pagos, negociados no Programa Especial de Parcelamento – PEP – do ICMS; adquiridos pela Companhia Paulista de Securitização – CPSEC, que irá estruturar e implementar as operações de lançamento de valores mobiliários, normalmente, no formato de debêntures. Os títulos gerados, após minuciosa avaliação de risco pela agência *rating Standard & Poors*, recebem uma nota de classificação brAAA para as sêniores e brBBB para as mezanino, sendo então colocados à disposição do mercado. Para que seja possível e viável essa operação o Estado paulista arca com determinados custos, facilmente visualizados no Diário Oficial Estadual.¹⁷⁷ Para se ter uma ideia no exercício de 2018, a CPSEC dispendeu com despesas trabalhistas e previdenciárias o valor de R\$ 2.393.624, 00 (dois milhões trezentos e noventa e três mil seiscentos e vinte e quatro reais), entre os serviços técnicos como auditoria independente e agência de *rating* foram gastos R\$ 694.130,00 (seiscentos e noventa e quatro reais e cento e trinta centavos) no mesmo exercício. O cálculo de lucro líquido da empresa se mostra saudável, totalizando R\$ 59.811.118, 00¹⁷⁸ (cinquenta e nove milhões oitocentos e onze mil e cento e dezoito reais), o que demonstra parecer ser uma operação benéfica.

¹⁷⁷ Conforme disponibilizado no site:

<https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Documents/CPSEC/Balan%C3%A7o%202018.pdf>, Acesso em: 03/08/2019

¹⁷⁸Relatório da Administração – exercício de 2018 – da Companhia Paulista de Securitização – CPSEC. Disponibilizado no Diário Oficial Empresarial de São Paulo, dia 29 de março de 2019, p. 112.

Todavia, embora a companhia possa auferir lucratividade não significa que se reflita no Estado.

3.2.3 Lei Estadual nº 18.873 de 19 de junho de 2015 – Estado de Goiás

Prescreve a legislação goiana que o Chefe do Poder Executivo fica autorizado a ceder, onerosamente, à Sociedade de Propósito específico, conforme preceituado no artigo 7º da lei; à Companhia de Investimentos e Parcerias do Estado de Goiás – GOIASPARCERIAS – direitos creditórios originários de créditos tributários e não tributários, em fase administrativa ou judicial, relacionados ao ICMS, ITCD, IPVA, taxas de qualquer espécie e origem, multas administrativas não tributárias, multas contratuais, ressarcimentos, restituições e indenizações.

De acordo com a lei a cessão somente poderá recair sobre os créditos cujo fato gerador já tenham ocorrido e sobre o crédito não tributário vencido. Esses créditos devem estar devidamente inscritos na dívida ativa ou reconhecidos pelo contribuinte ou devedor. Tratando-se de créditos em curso de cobrança judicial, a cessão não poderá contemplá-los, no que diz respeito aos honorários advocatícios.

A cessão não modifica a natureza do crédito, mantendo a prerrogativa de cobrança com a Procuradoria-Geral do Estado.

A lei em questão traz o molde de outras legislações do mesmo contexto, tentando viabilizar a securitização da dívida ativa estatal, descaracterizando-a de uma operação de crédito nos moldes da Lei Complementar 101 de 2000. Assim, aduz que a cessão será em caráter definitivo, sem assunção, pelo Estado, perante o cessionário, de responsabilidade pelo efetivo pagamento a cargo do contribuinte ou de qualquer outra espécie de compromisso financeiro que possa caracterizar uma operação de crédito como preceitua a LRF.

Contudo, o Ministério Público de Contas junto ao TCE/GO impetrou Pedido Cautelar Incidental, tendo por propósito obstar o processo licitatório nº 001/2015, da GOIÁSPARCERIAS o qual previa licitação na modalidade de Pregão Presencial com o objetivo de securitizar créditos da dívida ativa do referido ente. Dentre os dizeres do Pedido cautelar, o ilustre Procurador-Geral do MPC, alega não bastar constar em lei que esse tipo de securitização não se trata de uma operação crédito, assim como aduz Carneiro “não basta dizer que a cessão de crédito não é operação de crédito, como faz o § 2º do

artigo 6º da Lei Estadual 18.873/2015, pois, conforme antigo brocado latino, “*verba non mutant substantiam rei*”, ou seja, a palavra não muda a substância da coisa.”¹⁷⁹

O Ministério Público do Estado de Goiás carrega o entendimento de que essas operações se caracterizam como operação de crédito e que se deve utilizar a interpretação extensiva em relação ao art. 29 da LRF, uma vez que, seu texto contempla termos abrangentes como “outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros.”¹⁸⁰ Sendo uma operação de crédito, a securitização somente seria possível se realizada sob autorização do Ministério da Fazenda, fato que a Lei 18.873/2015 ignora.

Interessante frisar que na ocasião do pregão presencial a ser executado, a Goiásparcerias em resposta a um proponente informou que a SPE não estaria sujeita aos preceitos da LRF, uma vez que, não era uma empresa estatal e sim uma sociedade anônima não dependente e que somente as estatais se sujeitam aos ditames da Lei da Responsabilidade Fiscal.¹⁸¹

No caso em tela, foi considerado ser um artifício ilegítimo utilizado pelo Estado Goiás, ao tentar eleger um intermediário que aparentemente não se sujeitasse aos preceitos da LRF, sendo que em última instância o real protagonista e titular dos direitos creditórios seria sempre o Estado de Goiás e assim, sujeito às regras da Lei de Responsabilidade Fiscal.

O Procurador Geral do estado de Goiás, Dr. Fernando dos Santos Carneiro, havia classificado a operação de securitização da dívida ativa daquele ente como sendo uma cessão de crédito tipificada nos artigos 286 a 298 do Código Civil. Como se refere a uma cessão de crédito que envolve recursos públicos deve-se atentar às restrições legais impostas e, ainda, a Constituição Federal veda a vinculação de receita de impostos a órgão, fundo ou despesa.¹⁸²

Além do demonstrado, o Ministério Público de Goiás entende, baseado na doutrina e legislação pertinente, se tratar de uma típica operação de crédito sujeita às regras da LRF.

¹⁷⁹ Representação oferecida ao Tribunal de Contas do Estado de Goiás – TCE/GO[footnoteRef:9], em julho/2015, acerca da “Securitização da Dívida Ativa” (Processo 201500047001439, grifos no original): [9: <http://mpc.go.gov.br/e/wp-content/uploads/2014/09/Representa%C3%A7%C3%A3o-Dr.-Fernando-24.07.pdf>.] p. 16.

¹⁸⁰ Vide Lei Complementar 101, de 04 de maio de 2000. 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 provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros.

¹⁸¹ Vide Lei Complementar 101, de 04 de maio de 2000. Art. 1º, § 3º, inc. “b”; e Art. 2º, inc. II e III.,

¹⁸² Constituição Federal de 1988, art. 167, inc. IV.

3.2.4 O Caso de Porto Alegre - Lei Municipal nº 11.991/15

O Auditor Fiscal do Rio Grande do Sul, João Pedro Casarotto, apontou em um breve artigo publicado pelo Sindicato de Auditores Públicos externos do Tribunal de Contas do Estado do RS - CEAPE¹⁸³ e em um estudo¹⁸⁴ disponibilizado pela Febrafite – Federação Brasileira de Associações de Fiscais de Tributos Estaduais, que a criação de uma Sociedade de Economia Mista, nos moldes propostos pela Lei do Município de Porto Alegre nº 11.991/15, instituidora da Investe POA, ofenderia ao artigo 173, da Constituição Federal. Essa Lei Municipal objetiva a criação de uma sociedade de economia mista, sociedade por ações, denominada Empresa de Gestão de Ativos do Município de Porto Alegre S.A., vinculada à Secretaria Municipal da Fazenda, cujas finalidades, entre outras, seriam as de administração e exploração de ativos, bens e direitos municipais a ela transferidos ou adquiridos. Tratando-se de uma lei que possui um caráter bastante amplo, o acima referido auditor fiscal elucida certos pontos que merecem ser considerados.

O artigo 173, da Constituição Federal expõe, em seu *caput*, que a exploração direta de atividade econômica pelo Estado somente é permitida em casos necessários no tocante à segurança nacional ou de relevante interesse coletivo. Isso significa que a exploração direta de atividade econômica pelo Estado somente é possível se respeitar a um desses dois requisitos. Por segurança nacional tem-se as atividades relacionadas ao setor bélico, voltado às forças armadas, já o relevante interesse coletivo é de interpretação mais dificultosa, uma vez que se insere em um conceito muito amplo e abstrato. Eros Roberto Grau enunciou algumas hipóteses que poderiam atender o relevante interesse coletivo, sendo elas:

[...] (a) atuação para suprir incapacidade ou falta ou falta de interesse momentâneo do setor privado; (b) para suprir insuficiência da oferta de determinados bens ou serviços; (c) para coibir situação de monopólio de fato;

¹⁸³ CASAROTTO, João Pedro. Securitização, cessão e novação da dívida ativa e demais recebíveis estatais. **Revista Ceape 2017**_final.indd 2. Edição de junho de 2017, Porto Alegre/RS.

¹⁸⁴ CASAROTTO João Pedro. **As invalidezes jurídica e social das Sociedades de Economia Mista Gestoras de Ativos Estatais**: O caso de Porto Alegre e de congêneres Estaduais e Municipais. Porto Alegre/RS: 2016. Disponível em: <http://www.febrafite.org.br/wp-content/uploads/2016/06/00-EstudoCompleto-1.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2019.

(d) para implementar a função social da propriedade (empresa) e a promoção do pleno emprego.¹⁸⁵

O autor continua e explicita que além da complementação de atividades que, em princípio seriam do setor privado, essa noção de relevante interesse coletivo seria, “bem mais ampla do que a atinente ao ‘caráter suplementar da iniciativa privada’. Há de ser, a primeira – repito-o -, conformada pelo conjunto dos princípios indicados no item 84.”¹⁸⁶

O item 84, da citada obra, refere-se aos princípios gerais da ordem econômica elencados no bojo da Constituição Federal, sendo eles, além dos previstos no próprio artigo 170, a construção de uma sociedade livre, justa e solidária (art. 3º, I); garantir o desenvolvimento nacional (art. 3º, II); erradicação da pobreza e da marginalização e a redução das desigualdades sociais e regionais (art. 3º, III); liberdade de associação profissional e sindical (art. 8º); garantia do direito de greve (art. 9º); integração do mercado interno ao patrimônio nacional (art. 219).

Desse modo, o exercício pelo Estado de determinadas atividades deveria atentar aos preceitos expostos pelo art. 173 e estar em harmonia com uma gama de princípios constitucionais. Tendo-se que aferir se, no caso em questão, a criação dessas sociedades de economia mista atenderia a esses requisitos.

Outro ponto que o artigo 173 traz, e que deve ser elucidado, é de seu parágrafo primeiro, no qual figura que “a lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços”. Pois bem, a criação dessas empresas, tendo por objetivo a obtenção de créditos públicos e a emissão de debêntures atenderiam aos ditames constitucionais?

A Lei Municipal 11.991/15, em seu art. 2º, da cidade de Porto Alegre, que cria a Investe POA aufere que o objeto social dessa empresa terá que:

- I - administrar e explorar economicamente ativos, bens e direitos municipais a ela transferidos ou adquiridos, ou ambos;
- II - emitir títulos e negociá-los no mercado;
- III - realizar operações de captação de recursos no mercado de capitais ou no mercado financeiro;
- IV - auxiliar o Tesouro Municipal na administração da dívida pública;
- V - auxiliar e colaborar com o Município de Porto Alegre nas políticas de desenvolvimento econômico;
- VI - prestar garantias;
- VII - apoiar e estruturar operações comerciais; e

¹⁸⁵ GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 10ª ed. ver. E atual. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 285.

¹⁸⁶ *Ibid*, p. 285.

VIII - desenvolver atividades afins.

Em relação aos pressupostos constitucionais do atendimento aos imperativos de segurança nacional ou relevante interesse coletivo, percebe-se que a constituição confere duas exceções para a exploração direta de atividade econômica. Se, porventura, não houver o atendimento aos imperativos constitucionais, caberá à iniciativa privada a sua exploração e não ao Estado.

As sociedades de economia mista possuem personalidade de direito privado, sendo empresas criadas e extintas por lei, sujeitando-se à legislação instituidora, não podendo alterar seu objeto a não ser que seja por lei. Como se pode observar, a Lei 11.991/15, de Porto Alegre, autoriza que a empresa criada execute uma série de atividades e, ainda, mostra um caráter irrestrito quando oportuniza, em seu inciso VIII, desenvolver atividades afins.

Ao analisar os incisos do art. 2º, da Lei municipal, Casarotto entende tratar-se de uma sequência de inconstitucionalidades. Considera que o objeto social exposto no inciso I, mesmo que possa ser considerado uma atividade econômica, não estaria atendendo aos pressupostos de segurança nacional e ao interesse coletivo. Da mesma maneira, não seria uma atividade nos conformes do § 1º, do art. 173, da Constituição Federal, ou seja, a exploração de atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços. Ademais, o autor ressalta que, ainda que possa haver algum entendimento no sentido de atender ao interesse coletivo, existe um corpo técnico municipal apto a executar essa atividade sem nenhuma necessidade de dispêndio financeiro por parte do poder público. Deste modo, alude o autor:

[...] portanto não tem sentido criar uma empresa – com todos os custos inerente - para realizar uma atividade que já está sendo realizada e que é essencialmente estatal, portanto, intrasferível, principalmente para uma sociedade por ações onde o interesse público convive com o interesse privado.¹⁸⁷

Em outra análise, observa-se que, nos modos que essa legislação foi colocada, a Investe POA, como sociedade de economia mista, estaria adentrando às funções tipicamente estatais, como a administração da dívida pública, conforme exposto no inciso IV. Ressalta-se que se trata do tesouro municipal, que tem como uma de suas obrigações

¹⁸⁷ CASAROTTO, João Pedro. Securitização, cessão e novação da dívida ativa e demais recebíveis estatais. **Revista Ceape**. Edição de junho de 2017, Porto Alegre/RS. Disponível em: <http://www.ceapetce.org.br/uploads/documentos/595560ec6855b2.41614480.pdf>. Acesso em: 21 ago. 2019, p 15.

manter o sigilo fiscal e tributário do contribuinte, sendo administrado por uma sociedade anônima, que poderá ter pessoas naturais como sócias.¹⁸⁸

Do mesmo modo, a empresa criada teria a permissão de auxiliar e colaborar com as políticas de desenvolvimento econômico do Município. Esse inciso V, traz bastante dúvida, sendo difícil dizer em que consiste esse objeto social, o que abre caminho para inúmeras intervenções do poder privado no âmbito do poder público.

Outra questão que chama atenção é a autorização que o inciso VI, concede para que a Investe POA preste garantias. Embora, o § 1º, do art. 2º, aludir que:

§ 1º A Investe POA poderá oferecer garantias reais e fidejussórias a parceiros privados em contratos de parceria público-privada ou outras contratualizações feitas com o Município de Porto Alegre, garantindo a continuidade do desembolso de obrigações pecuniárias, na forma da legislação em vigor.

Ainda, percebe-se tratar de um texto bastante amplo, com a ausência da devida limitação dessas garantias. Essa carência poderia ensejar o comprometimento do capital da empresa e, em consequência, do patrimônio municipal, uma vez que esse seria o maior detentor do capital social¹⁸⁹. Ou seja, não seria o ente o cedente quem se comprometeria com as garantias, mas sim, a sociedade de economia mista, que, ao final, tais garantias seriam o conferido ao setor privado.

Sublinha-se que, o § 2º, do artigo 2º, da lei municipal¹⁹⁰, confere uma tentativa de mostrar alguma restrição à atuação da Investe POA. Todavia, o restante do texto legal, autoriza a sociedade de economia mista atuar em funções da administração direta e indireta, desde que seja contratada ou conveniada.¹⁹¹

Como se pode observar esse diploma legal acaba entregando uma gama de ações que não caberiam a uma empresa com capital privado.

Ao responder à questão acima mencionada, há de se indagar se a criação dessas empresas estaria atendendo aos ditames constitucionais. Observa-se que, conforme visto no caso de Porto Alegre, necessário será questionar essas espécies de legislações, uma

¹⁸⁸ CASAROTTO, João Pedro. Securitização, cessão e novação da dívida ativa e demais recebíveis estatais. **Revista Ceape**. Edição de junho de 2017, Porto Alegre/RS. Disponível em: <http://www.ceapetce.org.br/uploads/documentos/595560ec6855b2.41614480.pdf>. Acesso em: 21 ago. 2019, p. 16.

¹⁸⁹ *Ibid.*, p. 17.

¹⁹⁰ Vide Lei do Município de Porto Alegre, nº 11.911, de 30 de dezembro de 2015 § 2º A sociedade deverá agir somente no sentido de complementar as políticas públicas deliberadas pelos órgãos competentes, não podendo assumir outras funções ou responsabilidades da Administração Direta ou da Administração Indireta sem que, para isso, tenha sido contratada ou conveniada, visando ao ganho econômico.

¹⁹¹ CASAROTTO, *Op.Cit.*, p. 19.

vez que, podem ser vagas e ou amplas demais, propiciando a atuação ilegal do poder privado dentro do setor público. No mais, quando há a possibilidade de transferência de atividades privativas do setor público para o setor privado, poderá haver um ato contrário ao interesse coletivo.

Em setembro de 2016, o Ministério Público de Contas do Estado do Rio Grande do Sul, através do Procurador-Geral Geraldo Costa da Camino, entrou com um pedido de medida cautelar, Representação nº 0006/2016, pleiteando a abstenção de constituir a Investe POA ou a suspensão de seus efeitos se, por acaso, ela já tivesse constituída e, ainda, pediu a “instauração de inspeção especial visando ao acompanhamento e à averiguação integral dos fatos suscitados no âmbito do Executivo Municipal de Porto Alegre.”¹⁹²

O relator Iradir Pietroski, do Tribunal de Contas do Estado do Rio Grande do Sul, entendeu ser o caso de deferimento da solicitada Medida Cautelar, o que impediu a constituição da Investe POA, “até pronunciamento ulterior do TCE”. Os efeitos gerados pela Medida Cautelar foram mantidos e perduram mesmo após deferido o arquivamento do processo em questão.¹⁹³

No caso do Município Gaúcho, quando se suscitou dúvidas em relação à constitucionalidade da legislação municipal ou, o não alinhamento a outros diplomas infraconstitucionais, o Tribunal de Contas inclinou-se à precaução e impediu a implementação de uma empresa que poderia estar em desacordo com a leis e princípios nacionais, elegendo a manutenção do interesse preponderante da coletividade frente a possíveis interesses privados.

3.2.5 O Desenho da Operação e o Preço da Cessão no Caso do FIDC-NP BH

A Lei nº 7.932 de 30 de dezembro de 1999, do Município de Belo Horizonte. “autoriza o executivo a associar o Município a outras entidades, visando à criação de associação civil comunitária e dá outras providências.”¹⁹⁴

¹⁹² Vide Parecer nº 0006/2016. E-1968-25/124/126/16. Ministério Público de Contas do Estado do Rio Grande do Sul.

¹⁹³ TCE-RS - Processo nº 011474-0200/16-6. Disponível em: https://portal.tce.rs.gov.br/aplicprod/f?p=20000:46::NO::P46_CD_DOCUMENTO:2905570. Acesso em 27/08/2019.

¹⁹⁴ BELO HORIZONTE. **Lei nº 7.932 de 30 de dezembro de 1999**, Município de Belo Horizonte. Preâmbulo.

Além da previsão de participação do Município com uma associação civil comunitária com fins na recuperação da Bacia da Pampulha, a legislação versa, em seu art. 7º, sobre a cessão, a título oneroso, de crédito tributário parcelado, inscrito ou não em dívida ativa, autorizando a criação do FIDC-NP BH que restou como objeto de controvérsia no TC 016.585/2009-0.

No caso de Belo Horizonte a operação se deu na seguinte forma: o município inscreve os contribuintes em mora na dívida ativa tributária. Desta forma, os contribuintes são devedores do Município. O Município cria o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não-Padronizados (FIDC-NP) e, disponibiliza e integraliza ao fundo o montante da dívida. O FIDC-NP emite 100 cotas, com o valor de 1 milhão cada ao Município, sendo que essas cotas passam a fazer parte do patrimônio do Município. O Município coloca as cotas à disposição dos investidores que pagam pelas cotas e entregam o valor à municipalidade. Desse modo o ente obtém “receita de capital e alienação de bens”. Os contribuintes pagam suas parcelas ao Banco do Brasil que é o Agente Arrecadador o qual remete os valores ao FIDC-NP que, com o valor arrecadado dos contribuintes, resgatará as cotas junto aos investidores.

Ressalta-se que a integralização feita pelo Município ao FIDC-NP não foi efetuada com a cessão da dívida ativa tributária, já que esta permanece com o Município.

Explicando melhor, o Município de Belo Horizonte integralizou ao FIDC-NP todos os direitos creditórios tributários inscritos em dívida ativa de sua titularidade, inclusive seus acessórios. Isso significa dizer que a municipalidade colocou à disposição do fundo o montante R\$ 4.886.507.469,00¹⁹⁵. Desse montante, 100 cotas no valor de 1 milhão cada, seria disponibilizada para os investidores. Com o devido adimplemento dos contribuintes ou devedores, que seriam sobre o valor total (R\$ 4.886.507.469,00), o fundo poderia facilmente quitar os investidores, uma vez que a quantia arrecadada, mesmo com uma possível inadimplência, superaria em muitas vezes os valores das cotas emitidas. O relatório do TCU demonstra, em cálculos do SEMAG, que o histórico da arrecadação da dívida ativa naquele Município seria, no período de duração contratual, pelo menos quatro vezes maior do que a oferta de cotas feita aos investidores. Isso denota a ausência de risco que os investidores incorreriam nessas operações. Dessa maneira, não haveria qualquer

¹⁹⁵ TCU Acórdão 772 de 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/documento/acordao-completo/1658520090.PROC/%2520DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0/%2520?uuiid=18824ac0-45c4-11ea-9b74-fff818c90aa4>. Acesso em 30/08/2019.

necessidade de a municipalidade dar garantia ou coobrigação ao fundo, uma vez que, o esperado já superaria a cifra negociada.

3.2.6 Lei Complementar nº 2720 de 25 de junho de 2015, do Município de Ribeirão Preto

A legislação que versa sobre securitização da dívida ativa no Município de Ribeirão Preto data do ano de 2015. À época, Oliveira e Scarpino Júnior chamaram a atenção para as condições em que a Lei de Ribeirão Preto, não diferente da Lei 13.723/09 do Estado de São Paulo e da Lei do Estado do Rio Janeiro, foi aprovada, em uma janela de tempo extremamente curta. Assim, repetindo os elementos dos outros casos, a grande maioria de vereadores na “base governista teve seu projeto aprovado num espaço de tempo de apenas dois dias úteis entre a apresentação e a votação (conhecida estratégia para inibir debates e articulações divergentes).”¹⁹⁶

Pela lei, foi instituído um Fundo Especial de Créditos Inadimplidos e Dívida Ativa - FECIDAT, no qual receberia todos os créditos inadimplidos do município. De acordo com o art. 2º, a totalidade dos créditos inadimplidos seria repassada ao fundo, podendo estar ou não inscritos em dívida ativa, de natureza tributária ou não, com parcelamento em vigor ou não, ou que não estivessem com exigibilidade suspensa e as demais receitas decorrentes de sua atuação.¹⁹⁷ Sendo assim, o montante global dos créditos inadimplidos ficariam em poder do FECIDAT, podendo ser securitizados mesmo que a dívida não estivesse reconhecida ou parcelada pelo devedor ou contribuinte.

Aqui abre-se um parêntese, sobre a violação ao princípio da não vinculação de receita de impostos. Esse repasse dos créditos ao FECIDAT suscitou dúvidas, em Parecer do Ministério Público de Contas do Estado de São Paulo (Processo: TC – 10308.989.16-9), da 7ª Procuradoria de Contas, o qual versava acerca do exame prévio do edital do Pregão Presencial nº 84/16, sendo relatado o entendimento que havia violação ao princípio constitucional da não vinculação de receita de impostos, prevista no art. 167,

¹⁹⁶ OLIVEIRA, Rafael Tomaz de; SCARPINO JÚNIOR, Luiz Eugenio. **Securitização da dívida ativa não pode ser simples política de governo.** Artigo. Conjur. 11/07/2015. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2015-jul-11/diario-classe-securitizacao-divida-ativa-nao-politica-governo>. Acesso em: 11 mai. de 2019.

¹⁹⁷ Vide Lei Complementar nº 2720, de 25 de junho de 2015. Art. 2º. Disponível em: <https://leismunicipais.com.br/a/sp/r/ribeirao-preto/lei-complementar/2015/272/2720/lei-complementar-n-2720-2015-autoriza-a-instituicao-do-fundo-especial-de-creditos-inadimplidos-e-divida-ativa-fecidat-e-das-outras-providencias?q=securitiza%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 02 jan. 2020.

inc. IV, da Constituição Federal, concluindo-se pela impossibilidade de cessão dos recursos de impostos ao FECIDAT.

De outro lado, ainda que se adotasse tal separação entre “crédito inscrito em dívida” e “fluxo financeiro decorrente da atividade de cobrança”, tem-se que não estaria afastada a ofensa ao inciso IV do art. 167 da Constituição. Mantendo-se tal apego a termos diversos que remetem a um mesmo objeto (qual seja, ingresso de recursos de impostos nos cofres públicos), haveria que se concluir que a Lei Maior não protegeu a vinculação do crédito tributário decorrente de impostos, mas sim a vinculação da receita de impostos.

Portanto, ainda que se separe o crédito tributário de seu fluxo de arrecadação, conclui-se que tal fluxo nada mais é do que a receita decorrente de impostos pagos a destempo, cuja vinculação é vedada pelo texto constitucional.

Com isso se conclui pela impossibilidade de cessão dos recursos de impostos auferidos em cobrança da dívida ativa municipal ao FECIDAT.¹⁹⁸

Contudo, além do artigo mencionado, tem-se que a Lei municipal traz outros dispositivos que causam desconfianças sobre o princípio constitucional, como o artigo 6º e seu subsequente art. 7º. O art. 6º, traz que, com o fim de garantir a transparência na gestão do FECIDAT, os recursos deveriam ser depositados em duas contas distintas, sendo: I – Conta de Recuperação para os recursos advindos de restabelecimento dos créditos inadimplidos inscritos ou não em dívida ativa, cuja movimentação caberia à própria instituição responsável pela securitização¹⁹⁹; e Conta de Resultado, destinada aos recursos da venda dos ativos financeiros de natureza sênior, de que trata o artigo 5º, inciso II, que versa sobre a receita do FECIDAT.

Já o art. 7º, estabelece que:

Os recursos depositados no FECIDAT vinculam-se às seguintes finalidades:

I - no caso dos recursos depositados na Conta de Recuperação:

a) transferência para o modelo securitizador escolhido, para fins de resgate e amortização dos ativos financeiros por ele emitidos, em caso de securitização dos ativos do FECIDAT;

b) transferência para a Conta de Resultado dos valores relativos aos custos e às despesas para a realização da operação de apoio à cobrança dos créditos inadimplidos e às taxas de administração afetas ao resgate dos ativos emitidos;

II - no caso dos recursos depositados na Conta de Resultado:

a) investimentos para realização de obras e serviços públicos;

b) pagamento dos custos e das despesas para a realização da operação de securitização, a serem pagos à instituição que venha a ser contratada;

¹⁹⁸ MINISTÉRIO PÚBLICO DE CONTAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. 7ª Procuradoria de Contas. TC – 10308.989.16-9. Disponível em: <http://www.mpc.sp.gov.br/wp-content/uploads/2016/08/EPE-10308.989.16.pdf>. Acesso em: 22/01/2020, p. 3/4

¹⁹⁹ Vide Lei Complementar nº 2720, de 25 de junho de 2015. Art. 6º, § único. Disponível em: <https://leismunicipais.com.br/a/sp/r/ribeirao-preto/lei-complementar/2015/272/2720/lei-complementar-n-2720-2015-autoriza-a-instituicao-do-fundo-especial-de-creditos-inadimplidos-e-divida-ativa-fecidat-e-das-outras-providencias?q=securitiza%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 02 de janeiro de 2020.

- c) capitalização do Regime Próprio de Previdência Social - RPPS;
- d) aporte financeiro em Fundo Garantidor de Parcerias Público-Privadas.

Sobre o princípio orçamentário da não vinculação de receita de impostos a órgão, fundo ou despesa, previsto no art. 167, inc. IV, da Constituição Federal, Harada expõe que “os impostos, que são decretados independentemente de qualquer atuação específica do Estado, destinam-se a prover a execução de obras públicas e serviços públicos gerais.”²⁰⁰ Todavia, existem exceções que propiciam que parte da receita, em casos específicos, possam ser vinculadas: a) a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159, esses artigos versam sobre as partilhas dos impostos destinados à União, aos Estados e aos Municípios; b) ações de serviços públicos de saúde, para manutenção e desenvolvimento do ensino, além de realização de atividades da administração tributária como determinado, respectivamente, pelos arts. 198, § 2º, 212 e 37, XXII; c) prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita, previstas no art. 165, § 8º, bem como o disposto no § 4º deste artigo. Abraham explica que:

O § 2º do art. 198 da Constituição traz a exceção para a aplicação anual de recursos mínimos em ações e serviços públicos de saúde (dispositivo regulamentado pela LC nº 141/2012). Por sua vez, o parágrafo único do art. 204 faculta a vinculação de certo percentual das receitas tributárias (o que inclui receita de impostos) ao programa de apoio à inclusão e promoção social, proibindo, entretanto, a aplicação desses recursos no pagamento de despesas com pessoal e encargos sociais, serviço da dívida ou de qualquer outra despesa corrente não vinculada diretamente aos investimentos ou ações apoiados. Já o art. 212, determina a aplicação de percentual mínimo da arrecadação de impostos na manutenção e desenvolvimento do ensino.²⁰¹

Nos casos de exceção acima mencionados assiste à possibilidade de vinculação de receitas de impostos. Todavia, percebe-se que a destinação do produto da securitização fica previamente calculada pela referida lei, sem levar em consideração as leis orçamentárias, vinculando sua receita de impostos a diversos fins, além de conferir um certo desprezo ao princípio da não vinculação de receita de impostos.

Em outros aspectos a lei segue os moldes de outras legislações estaduais e municipais, quando autoriza a cessão dos créditos do FECIDAT sem extinguir ou alterar

²⁰⁰ HARADA, Kiyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo, Atlas, 2017, p.79.

²⁰¹ ABRAHAM, Marcus. **Curso de Direito Financeiro Brasileiro**, 4ª ed. Ver. Atual. E ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 297.

a obrigação do devedor, e também sem dizimar o crédito do Município, nem modificando sua natureza, preservando as garantias e privilégios legais. A cobrança também se mantém com o ente público.

Pela lei, a instituição financeira, ao realizar as operações de securitização, seria contratada através de processo licitatório específico.

Outra questão que não parece clara é a da assunção ou não de compromisso financeiro pelo Município. O § 4º, do art. 3º, prescreve que a cessão, em hipótese alguma poderia acarretar qualquer tipo de obrigação financeira, comprometimento ou responsabilidade financeira ao ente público. O § 1º, do art. 4º, versa que a securitização não pode envolver qualquer espécie de compromisso financeiro da municipalidade com terceiros, assim como, não poderia incorrer na condição de garantidor dos ativos. Todavia, o § 6º, do mesmo art. 4º, aduz que, em caso de alteração ou revogação da lei que possa implicar a interrupção ou alteração do fluxo de recursos destinados ao resgate dos ativos colocados no mercado financeiro, o Município de Ribeirão Preto deveria “assumir a posição de garantidor perante aos investidores adquirentes dos ativos financeiros, devendo providenciar a imediata devolução a eles dos recursos recebidos, acrescidos dos encargos pactuados.”²⁰² Desse modo, o Município, a depender do caso, seria colocado como garantidor pelos investimentos feitos, devendo não só providenciar a devolução dos recursos recebidos como arcar com os encargos pactuados.

A lei prescreve, ainda, sobre o Conselho de Administração do FECIDAT, e o Conselho Municipal do FECIDAT, que haja sigilo relativo às informações do contribuinte ou devedor.

No artigo 10, a legislação autoriza ao Poder Executivo proceder abertura de créditos adicionais, de até 50% do patrimônio do FECIDAT para atender às finalidades previstas no art. 7º, com destinação às despesas obrigatórias de caráter Constitucional, Legal constante na LDO nº 13.321, de 28 de julho de 2014 e de caráter continuado, já contratadas. Sobre essa questão Oliveira e Scarpino Júnior vislumbram que:

[...] à abertura de créditos adicionais em 50% dos recursos do fundo (o que, na prática, significa que o chefe do executivo pode fazê-lo por decreto, sem a participação do legislativo) e, de maneira insidiosa, excepciona o exercício financeiro de 2015, possibilitando a abertura de tais créditos para resolver problemas de repasses em atraso ou de despesas já contratadas. Um

²⁰² Vide Lei Complementar nº 2720, de 25 de junho de 2015. Art. 4º, § 2º. Disponível em: <https://leismunicipais.com.br/a/sp/r/ribeirao-preto/lei-complementar/2015/272/2720/lei-complementar-n-2720-2015-autoriza-a-instituicao-do-fundo-especial-de-creditos-inadimplidos-e-divida-ativa-fecidat-e-das-outras-providencias?q=securitiza%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 02 de jan. de 2020.

esclarecimento: a lei, na linha das justificativas de praxe que já mencionamos, condiciona a aplicação dos recursos obtidos por meio da securitização em obras de infraestrutura. A possibilidade de utilização dos recursos para garantir repasses ou contratos já em curso foge ao escopo dessas finalidades.²⁰³

O art. 11, preconiza que “a aplicação das receitas orçamentárias vinculadas ao FECIDAT é feita por meio de dotação consignada na Lei de Orçamento ou em créditos adicionais.

Ao examinar a lei de Ribeirão Preto, nota-se tanto um obscurantismo quanto um caráter incerto. Percebe-se que existe violação no que diz respeito à Lei de Responsabilidade Fiscal e à Constituição Federal. O formato desse tipo de operação de securitização é feito, tendo por objetivo escapar da definição de operação de crédito prevista no art. 29, inc. III, da LC 101 de 2000, fazendo-se tratar de uma venda definitiva de ativos sem assunção de obrigações pelos entes federados. Entretanto, a Constituição Federal veda a vinculação de receita de impostos a órgão, fundo ou despesa, com algumas exceções, dentre elas a prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita. A Lei do Município de Ribeirão Preto traz a previsão da destinação do produto arrecadatório da operação de securitização em duas contas distintas, cada qual com uma finalidade própria, além do direcionamento dos créditos inadimplidos ao FECIDAT. Ao que parece, é improvável que o entendimento dessa espécie de destinação de receitas de impostos não esteja contrariando aos ditames constitucionais, excepcionando-se alguns itens do art. 7º, da Lei Municipal que se poderia questionar como algum tipo de garantia sobre uma operação de crédito por antecipação de receitas. Todavia, se essa operação se caracterizar como uma operação de crédito, prevista pela Lei de Responsabilidade Fiscal, deveria atentar aos ditames legais do caso, inclusive com a verificação do Ministério da Fazenda sobre o cumprimento dos limites e condições relativas à sua limitação, conforme expõe os arts. 38 e 32 da Lei de Responsabilidade Fiscal. Outra questão é o implícito comprometimento e responsabilidade financeira do Município em relação à operação de securitização. Como exemplo cita-se § 6º, do art. 4º, da LCM nº 2720, de 2015, que se refere à alteração ou à revogação da lei ocasionando a interrupção da operação e assunção pelo ente de “posição de garantidor perante os investidores adquirentes dos ativos

²⁰³ OLIVEIRA, Rafael Tomaz de; SCARPINO JÚNIOR, Luiz Eugenio. **Securitização da dívida ativa não pode ser simples política de governo.** Artigo. Conjur. 11/07/2015. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2015-jul-11/diario-classe-securitizacao-divida-ativa-nao-politica-governo>. Acesso em: 11 maio de 2019.

financeiros, devendo providenciar a imediata devolução a eles dos recursos recebidos, acrescidos dos encargos pactuados.”

Em relação ao deságio, ao montante de juros e aos demais encargos a lei é vaga, mas faz referência aos pagamentos de custos, despesas e taxas no art. 7º, inc. I, alínea “b”, como também, inc. II, alínea “b”, do mesmo art. 7º. Portanto, a lei não nega a existência de custos e encargos para a realização da operação, porém não estipula um teto com vistas a evitar a dissipação dos créditos públicos em prol do mercado financeiro ou outras intenções ocultas.

No mais, o Ministério Público de Contas junto ao TCU já havia caracterizado as operações de securitização como operação de crédito nos moldes do art. 29, inc. III e, novamente abordada a questão, o MPC e o TCU, no processo TC – 016.585/2009-0, demonstraram a assunção de compromisso financeiro pelo ente federado. Desse modo, o Ministério Público Estadual entendeu haver, na lei municipal, inconstitucionalidade e violação à Lei da Responsabilidade Fiscal, impedindo a contratação da operação nos conformes que se encontrava no momento da aludida licitação²⁰⁴.

3.3 SECURITIZAÇÃO, OPERAÇÃO DE CRÉDITO E A REGRA DE OURO (GOLDEN RULE)

A Constituição Federal, em seu artigo 167, inciso III traz a seguinte redação: é vedada “a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital”. Como exceção, a Constituição ressalva “as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta”.

Já na LC 101 de 2000, o § 2º do art. 12, aduz que o “montante previsto para as receitas de operações de crédito não poderá ser superior ao das despesas de capital constantes do projeto de lei orçamentária,”

Desse modo, os dispositivos da Constituição Federal e da Lei de Responsabilidade Fiscal, acima expostos, são os suportes legais para a chamada Regra de Ouro (*Golden rule*), que possui como finalidade a limitação do endividamento público, excetuando os financiamentos de despesas que possam trazer alguma benesse futura. Para tanto, a regra

²⁰⁴ MINISTÉRIO PÚBLICO DE CONTAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. 7ª Procuradoria de Contas. TC – 10308.989.16-9. Disponível em: <http://www.mpc.sp.gov.br/wp-content/uploads/2016/08/EPE-10308.989.16.pdf>. Acesso em: 22/01/2020, p. 8.

de ouro veda que operações de crédito sejam utilizadas para custear despesas correntes, permitindo que, dentro da legalidade, estas operações representem o custeio de despesas de capitais.

A lei 4.320, de 17 de março de 1964, em seu art. 12, classifica as despesas públicas em duas categorias, como despesas correntes e despesas de capital. Sendo que as despesas correntes seriam as de custeio e as transferências correntes. Despesas de custeio, segundo o §1º, do mesmo artigo, seriam as dotações para manutenção de serviços anteriormente criados, inclusive as destinadas a atender a obras de conservação e adaptação de bens imóveis. Além disso, as despesas de transferência correntes seriam as dotações para dispêndios nos quais não corresponda à contraprestação direta em bens ou serviços, inclusive para contribuições e subvenções destinadas a atender à manutenção de outras entidades de direito público ou privado (§ 2º). As despesas de capital, por outro lado, subdividem-se em investimentos, inversões financeiras e transferências de capital. O § 4º, alude que investimentos correspondem às dotações para o planejamento e a execução de obras, inclusive as destinadas à aquisição de imóveis considerados necessários à realização destas últimas, bem como para os programas especiais de trabalho, aquisição de instalações, equipamentos e material permanente, além da constituição ou aumento do capital de empresas que não sejam de caráter comercial ou financeiro. As inversões financeiras são as dotações destinadas à aquisição de imóveis, ou de bens de capital já em utilização; também representam a aquisição de títulos representativos do capital de empresas ou entidades de qualquer espécie, já constituídas, quando a operação não importe aumento do capital; e, por fim, a constituição ou aumento do capital de entidades ou empresas que visem a objetivos comerciais ou financeiros, inclusive operações bancárias ou de seguros (§ 5º). O § 6º, da Lei 4.320/64, confere que as transferências de capital são as dotações para investimentos ou inversões financeiras que outras pessoas do direito público ou privado devam realizar, independentemente de contraprestação direta em bens ou serviços, constituindo essas transferências auxílios ou contribuições, que derivam diretamente da Lei de Orçamento ou de lei especialmente anterior, bem como as dotações para amortização da dívida pública.

Dessa forma, o artigo 167, da Constituição da República e o art. 12, § 2º, da Lei de Responsabilidade Fiscal vedam que operações de crédito sejam realizadas para custear as despesas correntes, do dia a dia, permitindo que somente se pode contrair empréstimos para investimentos, inversões financeiras e transferências de capital (despesas de capital).

Entretanto, existe a possibilidade de o Congresso Nacional autorizar operações de crédito para: i) reforçar dotações orçamentárias existentes (créditos suplementares) ou, ii) criar dotações orçamentárias (créditos especiais) - vedada operação de crédito com finalidades gerais. Essa autorização do congresso apenas será permitida se aprovada por maioria absoluta.

Operação de crédito, nos conformes da Lei de Responsabilidade Fiscal, é um contrato de direito público, devendo atender a vários requisitos. Se a securitização da dívida ativa for abordada como uma operação de crédito, ela poderia contrariar aos ditames constitucionais e, também, aos preceitos da Lei de Responsabilidade Fiscal que veda operações de créditos, em diversas situações como contemplam os artigos 35, 36, 37 ou que a permite desde que sob o controle do Ministério da Fazenda (art. 32). Do mesmo modo, a possibilidade de antecipação de crédito por antecipação de receita orçamentária – ARO – deveria estar de acordo com as normas do art. 38, da Lei complementar 101, de 4 de maio de 2000.

Segundo Souza Neto, existem dois sérios entraves à securitização dos créditos da dívida ativa. O autor expõe que em primeiro lugar, a securitização como sendo uma cessão de crédito se trata de uma operação ligada “à aplicação de recursos junto a instituições financeiras e mesmo a emissão de títulos.” Posteriormente, porque a dívida ativa de origem tributária não se destina a despesas de capital e sim “para o custeio de despesas correntes, aquelas típicas e essenciais do Estado [...]”²⁰⁵ Entre as conclusões do citado autor somente seria possível esse tipo de operação se fosse destinada a financiar uma necessidade específica.

Outro obstáculo à securitização da dívida ativa se dá porque a sua composição, quando os créditos são tributários, é da mesma natureza que o tributo, o qual tem em sua definição trazida pelo art. 3º, do Código Tributário Nacional que “tributo é toda prestação pecuniária compulsória, em moeda ou cujo valor nela se possa exprimir, que não constitua sanção de ato ilícito, instituída em lei e cobrada mediante atividade administrativa plenamente vinculada.”

Dessa maneira, o autor expõe que a “obrigação fiscal é aquela contraída com a própria sociedade” e sua cobrança se faz de uma relação jurídica de direito público

²⁰⁵ SOUZA NETO, Jurandi Ferreira de. Securitização, regra de ouro e o capital: A inconstitucionalidade das operações de securitização e cessão da Dívida Ativa. **Jornal JOTA**. 10/09/2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/contraditorio/securitizacao-regra-de-ouro-e-o-capital-10092018>. Acesso em 26 fev.2020.

imbuída de cidadania que “deve ser tutelada e protegida pelo Estado mediante atividade administrativa plenamente vinculada”. Devendo, assim, considerar os preceitos do artigo 170 da Constituição Federal e os objetivos contidos no art. 3º da Constituição, fato que não pode ser deixado nas mãos do interesse privado sob pena de um desequilíbrio social ainda maior.

Partindo do ponto de vista de que a cobrança fiscal no Brasil é desenhada para não funcionar, deveria haver uma maior atenção, no que diz respeito ao aperfeiçoamento desse sistema de forma que ele funcione, ao invés de “vulnerar a sociedade e os bens jurídicos que a Constituição buscou proteger.”²⁰⁶

A securitização da dívida ativa deve ser entendida como uma operação de crédito, atendendo aos requisitos legais como a autorização do Ministério da Fazenda, sendo obtida após verificação de parecer constando a relação custo-benefício e o interesse social da operação,²⁰⁷ além de que haveria prévia e expressa autorização na lei orçamentária; a inclusão no orçamento ou em créditos adicionais dos recursos provenientes da operação; a observância dos limites estabelecidos pelo Senado federal; o atendimento à regra de ouro; e, em caso de operação de crédito externa, a autorização específica do Senado Federal; observando, ainda, outras restrições contidas na Lei de Responsabilidade Fiscal²⁰⁸. Se a securitização for compreendida como uma ARO – operação de crédito por antecipação de receita, teria também que ser realizada a partir do décimo dia do exercício e ser liquidada com seus juros e encargos até o dia dez de dezembro do mesmo ano, ou seja no mesmo exercício. Oliveira²⁰⁹ recorda que a operação de crédito carrega a possibilidade de alteração unilateral de determinadas cláusulas, se previsto em lei; sujeição a prestação de contas; inviabilidade de execução específica; e faculdade de rescisão unilateral.

A securitização por horas difere-se da típica operação de crédito da Lei de Responsabilidade Fiscal, todavia contém vários elementos que podem incluí-la no art. 29, inc. III, da LC 101 de 2000, principalmente no ponto, do referido artigo, que expõe “outras operações assemelhadas”, pois o fato de haver a obtenção no presente de um

²⁰⁶ SOUZA NETO, Jurandi Ferreira de. Securitização, regra de ouro e o capital: A inconstitucionalidade das operações de securitização e cessão da Dívida Ativa. **Jornal JOTA**. 10/09/2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/contraditorio/securitizacao-regra-de-ouro-e-o-capital-10092018>. Acesso em 26 fev.2020.

²⁰⁷ Vide Lei Complementar 101 de 04 de maio de 2000, art. 32, § 1º.

²⁰⁸ Vide Lei Complementar 101 de 04 de maio de 2000, art. 32, § 1º, incisos de I a VI.

²⁰⁹ OLIVEIRA, Regis Fernandes de. Curso de Direito Financeiro. 5º ed rev., atual. E ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013, p. 575. *Apud*. OLIVEIRA, Regis Fernandes de Empréstimo público, **Manual de Direito Financeiro**, 3 ed. São Paulo: RT 2000, p. 128.

recebível futuro, mesmo que o fato gerador já tenha ocorrido, com pagamento de juros, encargos, deságio e outras despesas relativas à securitização, ensejam que se trata de uma operação de crédito diferenciada.

Para escapar aos preceitos da LRF e ao enquadramento como uma operação de crédito, a maior parte dos diplomas que versam sobre a securitização colocam-na como uma venda definitiva de ativos. Não obstante, é necessário ressaltar que o crédito tributário é indisponível e inalienável. Afinal, o próprio Formulário de Referência do ano de 2019, da Companhia Paulista de Securitização – CPSEC, informa aos seus acionistas a possibilidade de ingresso de ação judicial por parte de interessados como o Ministério Público e os Procuradores do Estado acerca de sua inalienabilidade e indisponibilidade, além da violação ao princípio da não vinculação.

Terceiros interessados, inclusive o Ministério Público ou os Procuradores do Estado de São Paulo, podem questionar judicialmente a cessão do direito autônomo dos créditos tributários de ICMS que são objeto de parcelamento e cujo recebimento será automaticamente transferido para a Companhia. Esses terceiros interessados poderiam alegar que o crédito tributário é inalienável e indisponível, bem como que a Constituição Federal (“CF”), em seu artigo 167, inciso IV, não permite a vinculação de receitas de impostos a órgão, fundo ou despesa.²¹⁰

No mais, observa-se que a administração pública deve sempre levar em consideração o princípio da supremacia do interesse público. Se a Lei de Responsabilidade Fiscal coloca diversos obstáculos à operação de crédito com fim de evitar o super endividamento público, talvez não seria razoável pensar em um processo diferente, bastante dispendioso, como é a securitização. Isso significa dizer que ela pode ser menos interessante ao interesse público que a própria operação de crédito, uma vez que se contar todos os custos, pode ser mais onerosa aos cofres. E assim, não estaria atendendo ao relevante interesse coletivo e à supremacia do interesse de público.

3.3.1 A Visão do Tribunal de Contas sobre o enquadramento da securitização como operação de crédito

²¹⁰ Formulário de Referência - 2019 - COMPANHIA PAULISTA DE SECURITIZAÇÃO, p. 18 <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Documents/CPSEC/Fomul%c3%a1rio%20de%20Refer%c3%aancia%202019.pdf>. Acesso em: 26/01/2020

Quanto à securitização de créditos provenientes da dívida ativa, em sede de debates sobre a legalidade da operação ocorrida no município de Belo Horizonte, o Tribunal de Contas da União - TCU concluiu se tratar de típica operação de crédito nos moldes do artigo 29, III, da LRF, entendendo que o Senado havia tentado pacificar a questão editando a Resolução nº 11 de 2015 e posteriormente a Resolução nº 17 de 2015, na qual altera a Resolução nº 43, de 2001. Todavia, segundo a visão do TCU, essa seria uma tentativa “para permitir que as estruturas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), com base em recebíveis originados pelo parcelamento de dívida ativa, não sejam consideradas e enquadradas como operação de crédito.”²¹¹ Desse modo, figuraria não se tratar de operações de crédito a cessão do fluxo de recebimentos relativos aos direitos creditórios, conforme explicitado na Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a não ser que, o ente federado assumisse qualquer responsabilidade pelo pagamento a cargo do contribuinte ou qualquer outra espécie de compromisso financeiro.

Em 2014, o Ministro Bruno Dantas, em cautelar referente ao processo TC 043.416/2012-8, pede a suspensão do registro do FIDC-NP Dívida Ativa de Nova Iguaçu, assim como o registro de qualquer fundo que possua direitos creditórios que se enquadrem no art. 1º, § 1º, inc. II, da Instrução-CVM 444/2006, caracterizados como operações de crédito de acordo com CVM e que não possuam expressa autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32 da LRF.

Outra decisão cautelar relativa à securitização de créditos da dívida ativa é a do Ministro Raimundo Carreiro, no processo TC 016.585/20019-0 que determinou “à Comissão de Valores Mobiliários que suspenda, caso já tenha sido realizado, o registro do Fundo Especial da Dívida Ativa do Distrito Federal, FEDAT/DF.

Tratando-se do Distrito Federal, a Lei Distrital nº 5.424, de 2 de dezembro de 2014, foi julgada inconstitucional com efeito *ex tunc* e eficácia *erga omnes*, sob o argumento de que:

I - A Lei Orgânica do Distrito Federal reserva à lei complementar apenas o estabelecimento das condições gerais para a instituição e funcionamento de fundos, e não a sua criação propriamente dita, que poderá ocorrer por meio de lei ordinária.

II - Não se admite a vinculação ao Fundo receitas decorrentes de créditos tributários inadimplidos inscritos em dívida ativa, em razão do princípio da não afetação, insito no art. 151, IV, da LODF.

²¹¹ SALES, Pedro Henrique Ramos. PLS 204/16 e o mito da securitização da dívida pública: um mau negócio à vista. **Jornal JOTA**, 15/10/2016. 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: 26 fev. de 2020.

III - A fixação de destinação das receitas do Fundo instituído em contrariedade com as finalidades definidas no art. 150, § 11, da LODF contamina a norma com vício de inconstitucionalidade.

IV - A norma distrital que autoriza a abertura de crédito adicional sem a existência e a indicação de recursos disponíveis e descomprometidos viola ao disposto no art. 151, V, da LODF.

V - A abertura de créditos adicionais sob garantia futura e a possibilidade de cessão de créditos que sequer ingressaram no Fundo configura nítida conformação de operação de crédito, cujo procedimento é vedado nos 120 (cento e vinte) dias anteriores ao final do mandado do Chefe do Poder Executivo, nos termos do art. 15 da Resolução 43/2001 do Senado Federal, de observância obrigatória pelo Distrito Federal, por força do art. 146, caput, da Lei Orgânica.

VI - A contratação de empréstimos sob garantias futuras sem a indispensável previsão do impacto a recair na administração financeira subsequente ofende o art. 146, § 1º, da LODF.

VII - Ação julgada procedente, para declarar a inconstitucionalidade da Lei Distrital nº 5.424, de 2 de dezembro de 2014, com efeitos ex tunc e eficácia erga omnes.²¹²

Em sede de relatório, o TCU aduz que o Ministério Público de Contas compartilha do mesmo entendimento da unidade técnica e da CVM que as operações de FIDC e debêntures envolvendo créditos públicos acarretam compromisso financeiro junto ao fundo ou sociedade correspondente devendo ser encaradas como operações de crédito sob o controle da Lei da Responsabilidade Fiscal²¹³.

3.3.2 A Resolução Nº 33/2006 do Senado Federal

Em meados de 2006, o Senado Federal edita a Resolução nº 33, cujo enfoque se dá na cessão da dívida ativa para o setor privado. Ou seja, autoriza aos Estados, Distrito Federal e Municípios a ceder às instituições financeiras a sua dívida ativa consolidada e a sua respectiva cobrança em face do contribuinte ou devedor. Mediante o endosso-mandato, as instituições financeiras se responsabilizariam pela cobrança podendo parcelar os débitos nas mesmas condições que os entes federados fariam. Quando amortizada a antecipação e, de acordo com o andamento das cobranças, as instituições financeiras fariam o repasse do saldo da cobrança efetivada ao ente, descontados os custos operacionais fixados em contrato. A resolução traz, ainda, a irrevogabilidade do endosso-mandato enquanto não amortizada a antecipação.

²¹² Vide Acórdão n.905891, 20140020319550ADI, Relator: JOSÉ DIVINO CONSELHO ESPECIAL, Data de Julgamento: 03/11/2015, publicado no DJE: 16/11/2015. Pág.: 11.

²¹³ Vide julgado nº TC 016.585/2009-0, TCU.

Embora ainda mantivesse vigência, a Resolução 33/2006 do Senado Federal, enfrentou uma Ação Direta de Inconstitucionalidade proposta pela Associação Nacional dos Procuradores de Estado. A ADIn nº 3.786, que vislumbrava que a Resolução feria os artigos 52, inciso V a IX; 61, § 1º, inciso II, alínea “e”, 132 e 146, inciso III, alínea “b”.²¹⁴ Do mesmo modo, a Federação Brasileira de Associações de Fiscais de Tributos Estaduais ingressaram com a ADIn nº 3845, argumentando ser a Resolução norma inconstitucional, pois “valeu-se de atribuições que não poderiam ser nela normatizadas, eis que previstas para segmento específico de servidores públicos”²¹⁵ e que somente compete ao Senado a fixação de alíquotas e não a criação de impostos.

O julgamento sobre as referidas ADIns tornou-se suspenso, graças ao pedido de vistas do ministro Luís Roberto Barroso,²¹⁶ pelo período de mais ou menos um ano. Em outubro de 2019, a ação direta de inconstitucionalidade foi julgada procedente, havendo uma divergência quanto à legitimidade dos ingressantes e ao mérito.

“Ementa: Ação Direta de Inconstitucionalidade. Direito Tributário. Dívida Ativa. Cessão a instituições financeiras por endosso-mandato. Impugnação da Resolução do Senado Federal 33/2006. Inteligência do inciso VII do art. 52 da Constituição Federal. Ação Direta de Inconstitucionalidade julgada procedente.”²¹⁷

Em relação à cessão da dívida ativa por endosso-mandato às instituições financeiras, a maior parte do plenário entendeu não se encaixar na definição de operação de crédito contida na Lei de Responsabilidade Fiscal. De forma contrária, o voto divergente do Ministro Celso de Melo julgou tratar-se de operação de crédito, como disposto na LC 101 de 2000. A inconstitucionalidade foi dada pela “não caracterização como operação de crédito, para fins de submissão ao disposto no art. 52, inciso VII, da Constituição Federal.”²¹⁸ Ou seja, se o entendimento fosse no sentido de se tratar como operação de crédito nos moldes da LRF, o Senado teria competência para a emissão da Resolução 33/2006. Contudo, como a maioria julgou que esse tipo de operação de cessão

²¹⁴ Notícia. Diário do Estado. Associação de Procuradores ajuíza ADI no STF contra resolução do Senado Federal. 01/09/2006.

²¹⁵ Notícias STF, 13 de junho de 2018. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=381314>. Acesso em 14/07/2019.

²¹⁶ *Ibid.*

²¹⁷ SENADO FEDERAL Acórdão. **Ação Direta de Inconstitucionalidade 3.786** Distrito Federal. 03/10/2019. Disponível em:

<http://portal.stf.jus.br/processos/downloadPeca.asp?id=15342019313&ext=.pdf>, Acesso em: 27 de jan. de 2020, p. 1 de 43.

²¹⁸ *Ibid.*, p. 2 de 43.

de crédito, não se encaixaria no conceito deste mesmo procedimento contido no art. 29, inc. III, da LRF, o Senado seria incompetente para emitir tal resolução. Desse modo, esclarece o relator Ministro Alexandre de Moraes:

Em relação ao mérito, uma complementação é a tese que adoto - e foi aqui compartilhada tanto pela Advocacia-Geral da União e a Procuradoria-Geral da República - de que o Senado Federal não se ateu aos limites do art. 52, VII. A cessão a instituições financeiras por endosso mandato de valores inscritos em dívida ativa do estado, Distrito Federal e municípios não poderia - e aí estaria a inconstitucionalidade - ser enquadrada em nenhuma das espécies de operação de créditos previstas na legislação complementar nacional. O que ocorreu aqui foi uma resolução do Senado tentando relativizar a Lei de Responsabilidade Fiscal, a Lei Complementar nº 101/2000, entendendo como espécie de operação de crédito - e aí a competência seria do próprio Senado - a cessão a instituições financeiras por endosso-mandato dos valores inscritos em dívida ativa. Não há correspondência entre o conceito de operações de crédito e a cessão disciplinada pela resolução.²¹⁹

Portanto, com o julgamento maioritário do plenário do Supremo Tribunal Federal, em não enquadramento desse tipo de cessão de crédito como uma típica operação de crédito, a Corte acaba por sinalizar a linha de pensamento acerca de outras formas de securitização da dívida ativa, proporcionando um ambiente mais favorável às operações que envolvem a dívida ativa.

3.3.3 Securitização, Operação de crédito e Derivativos

As operações de securitização com base em direitos creditórios advindos da dívida ativa, embora se queira transparecer de modo diverso, parece se tratar de uma operação de crédito. A Lei de Responsabilidade Fiscal conceitua como 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;²²⁰

Ao ampliar o escopo interpretativo do artigo 29, inc. III, da Lei de Responsabilidade Fiscal, com a inclusão de “outras operações assemelhadas”, o legislador se esforça para não limitar ações análogas que possam caracterizar um

²¹⁹ SENADO FEDERAL Acórdão. **Ação Direta de Inconstitucionalidade 3.786** Distrito Federal. 03/10/2019. Disponível em: <http://portal.stf.jus.br/processos/downloadPeca.asp?id=15342019313&ext=.pdf>, Acesso em: 27 de jan. de 2020, p. 26 de 43

²²⁰ Vide Lei Complementar 101, de 04 de maio de 2000. Art. 29, inc. III.

compromisso financeiro assumido pelo ente estatal. A securitização tem suas peculiaridades, como explicitado acima. No que concerne à sua concretização necessita-se de ativos recebidos, um veículo de propósito específico e a emissão de títulos comercializáveis no mercado de capitais. Avelino²²¹ esclarece que a securitização, no âmbito internacional, compreende outros instrumentos financeiros, além das ABSs – *asset-backed securities*, abrange os CDSs *credit default swaps*, os CDOs (*collateralized loan obligations*) e os CLOs – *collateralized loan obligations* que são derivativos de créditos. No Brasil os derivativos são visualizados de forma distinta da securitização.

Todavia, alguns procedimentos de emissão de títulos de derivativos dependem do processo de securitização, e a comercialização dos derivativos financeiros são, claramente, caracterizados como operação de crédito na Lei de Responsabilidade Fiscal quando o inciso III, do art. 29 aduz que “[...] outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros.”

Os derivativos são, de acordo com o portal do Investidor da Comissão de Valores Mobiliários, “contratos que derivam a maior parte de seu valor de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice.”²²² Isso significa dizer que são papéis que carregam implicitamente a dependência em outros ativos. Sua forma de comercialização pode ser no mercado futuro, no mercado a termo e também no mercado de opções. Desta forma, os derivativos têm por finalidade a transferência do risco das flutuações dos valores e das oscilações da macroeconomia. O ativo subjacente pode ser composto de variados tipos de ativos como as produções agrícolas, minerais e industriais ou mesmo financeiros como a taxa de juros e as ações.

Os derivativos mais comuns são:

Credit Default Swap (CDS) consiste em um acordo entre comprador e vendedor, no qual há a transferência do risco de crédito de uma entidade, de um investidor a outro,²²³ sendo uma espécie de seguro contra a inadimplência;

²²¹ AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. **Aspectos jurídicos da securitização no Brasil**. 2014.140f. Dissertação (Mestrado)- Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 21.

²²² CONSELHO VALORES MONETÁRIOS. CVM, Portal do Investidor. **O que São Derivativos?** Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/derivativos/Derivativos_introducao.html. Acesso em: 17 -09-2019

²²³ CARNELOS, Marcos Ricardo. **Derivativos de crédito: aplicação para o mercado brasileiro**. 2007. 99 f. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

Credit Linked Notes (CLN) é a combinação de um título normal com um derivativo de crédito,²²⁴ conforme explica Carnelos:

Para entender o funcionamento da CLN, imagine um *dealer* de derivativos de crédito que compra uma proteção contra a inadimplência de uma entidade em referência num *Credit Default Swap* e securitiza para um investidor que está em busca de exposição de forma financiada nessa entidade de referência. O investidor paga para comprar a nota e, caso o CDS não seja acionado, recebe LIBOR mais o *spread* igual ao do CDS, embora algumas vezes, em função dos custos administrativos, o *spread* pago pela nota pode ser diferente do *spread* do CDS.²²⁵

Este tipo de derivativo possui grande vantagem porque as CLNs podem ser livremente negociadas no mercado aberto, ampliando a pulverização do risco.

Total Return Swap (TRS) é um contrato bilateral, no qual uma parte paga a outra o valor do retorno total do ativo subjacente. Em contrapartida, a parte que pagou o retorno total receberá uma quantia de libor mais um *spread*. Carnelos explica que a “estrutura do *Total Return Swap* permite ao investidor usufruir do fluxo de caixa do ativo de referência sem realmente possuí-lo, através da criação de um ativo sintético semelhante ao ativo original.”²²⁶ A vantagem do TRS se encontra no fato de ser um instrumento fora do balanço, ou seja, a contraparte que paga o libor mais o *spread* não precisará declará-lo em seu balanço porque o proprietário legal é o pagador do retorno.

Neste sentido, “*In contrast to the credit default swap, the total return swap does not only transfer the credit risk but also the market risk of the underlying. Total return swaps effectively create a synthetic credit-sensitive instrument*”²²⁷. A explanação dos autores demonstra que, neste tipo de derivativo, a transferência do risco é total, tanto do risco de crédito quanto do risco de mercado do ativo subjacente, sendo um instrumento sintético bastante sensível ao crédito.

Collateralized Debt Obligation (CDO) Sintético é um produto financeiro formalizado por um veículo de propósito específico que tem como objeto o fluxo de risco de crédito de um portfólio. De acordo com Carnelos; “para remover o risco de crédito associado a uma carteira de ativos, o banco vende o risco de crédito associado para um

²²⁴ CARNELOS, Marcos Ricardo. **Derivativos de crédito: aplicação para o mercado brasileiro**. 2007. 99 f. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007. p. 31.

²²⁵ *Ibid.*, p. 32.

²²⁶ CARNELOS, Marcos Ricardo. **Derivativos de crédito: aplicação para o mercado brasileiro**. 2007. 99 f. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 35.

²²⁷ HENKE, Sabine, BURGHOF, Hans-Peter, RUDOLPH, Bernd. *Credit Securitization and Credit Derivatives: Financial Instruments and the Credit Risk Management of Middle Market Commercial Loan Portfolios*. **CFS Working Paper** Nr. 98/07. January, 1998. Disponível em: https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/98_07.pdf. Acesso em: 17 set. 2019, p. 9.

SPV²²⁸ que, por sua vez, emite notas, possibilitando a transferência dessa ameaça a diversas classes de investidores.”²²⁹ Desse modo, essas notas de ativos são divididas em *tranches*, nas quais as de categoria superior, como as *sêniores*, recebem altas notas de uma agência de classificação de riscos, normalmente *rating* AAA. Conforme explica Bomfim:

As CDOs sintéticas permitem um banco vender anonimamente o risco de crédito associado com os empréstimos mantidos em sua contabilidade. Por meio da CDO sintética, o banco essencialmente securitiza o risco de crédito do portfólio, enquanto numa CDO tradicional tanto o risco de crédito quanto o empréstimo são securitizados.²³⁰

Assim, de acordo com Rodrigues:

O CDO é um título de dívida emitido em decorrência de securitização de carteira de empréstimos ou do risco de crédito de tais operações. Costuma-se chamar de CDO tanto o título de dívida emitido em referida securitização como também a própria estrutura de securitização [...]²³¹

Essa espécie de derivativo, já foi mencionada nesta presente pesquisa. Os *CDOs* foram utilizados para disseminar os títulos securitizados das hipotecas *subprime* nos Estados Unidos, sendo um dos fatores desencadeadores e agravantes da crise internacional de 2008.

Através dos *CDOs*, os títulos lastreados nas hipotecas *subprime* foram comercializados entre outros diversos tipos de ativos de dívidas.

Isso quer dizer que, embora a securitização não seja propriamente um derivativo ela é uma operação que dá suporte à comercialização dessas espécies de títulos. No mais, os títulos securitizados se assemelham aos títulos de derivativos. Ambos dependem de um ativo subjacente, que no caso seria a própria dívida ativa do ente estatal. Consciente das manobras e da criatividade do mercado em fomentar novos instrumentos financeiros como forma de abstrair da regulação existente, o legislador não limitou a definição de operação de crédito na Lei de Responsabilidade Fiscal, a passagem do inc. III, do art. 29, que aduz “outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros”, demonstra que operações correlatas aos derivativos são consideradas

²²⁸ *Special Purpose Vehicle*.

²²⁹ CARNELOS, Marcos Ricardo. **Derivativos de crédito**: aplicação para o mercado brasileiro. 2007. 99 f. Dissertação (Mestrado) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007, p 40.

²³⁰ BOMFIM, Antulio N. **Derivativos de Crédito e Outros Instrumentos**. Tradução Cristiane Jaeger. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 155.

²³¹ RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de Crédito**: Aspectos Jurídicos. 2015. 304 f. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 79.

operações de crédito. Portanto, não é possível que se diga que a securitização não seja uma operação de crédito nos conformes da Lei da Responsabilidade Fiscal. Trata-se de uma operação estruturada com características de operação de crédito.

No mais, ressalta-se que a transferência a ser efetuada à Sociedade de Propósito Específico pelo ente público, confere somente aos direitos creditórios e não à totalidade ou à parcialidade da dívida ativa. O § 4º, do art. 1º, do PLP 459/2017, aduz dever ser considerada a operação como uma venda definitiva de patrimônio público.

As Instruções de Procedimentos Contábeis do Ministério da Fazenda, Secretaria do tesouro Nacional, sobre a cessão de direitos creditórios demonstram que a transferência do direito creditório originário de créditos tributários somente é possível em caso de cessão sem coobrigação para o cedente.

De acordo com a Estrutura Conceitual (NBC TSP Estrutura Conceitual), para ser caracterizado como um ativo, a entidade deve ter o controle do recurso. Assim, entende-se que para que seja caracterizada a cessão definitiva e, por conseguinte a alienação de ativos, o controle do recurso há de ser transferido integralmente. Já a cessão com coobrigação caracteriza a manutenção do controle do ativo por parte do cedente, já que não há transferência dos riscos e benefícios. Dessa forma, o direito creditório só é transferido para o cessionário em caso de cessão sem coobrigação para o cedente.²³²

Ocorre que o ente público deveria estar fora da relação contratual, mantendo um aspecto correspondente com o conceito de *true sale* do regramento norte-americano. Para melhor compreensão, segue a explanação de Mendes:

O termo *true sale* pode ser traduzido como cessão perfeita e acabada, com o sentido de que o cedente efetivamente transfere a propriedade dos títulos e os riscos a eles inerentes. Dessa maneira, haverá cessão perfeita e acabada quando os riscos de um eventual inadimplemento do devedor do recebível não forem mais suportados pelo originador, mas, imediatamente, pelo veículo securitizador e, mediante, pelos investidores adquirentes dos valores mobiliários emitidos por tal veículo, embora de maneira pulverizada.²³³

Contudo, a realidade da natureza do crédito tributário não permite que essa cessão se dê dessa maneira. Uma vez que, a legislação pertinente mantém a prerrogativa de cobrança com a administração pública, o ente federado se mantém na relação por ser o

²³² Ministério da Fazenda – Tesouro Nacional. **Instruções de Procedimentos Contábeis: IPC XX – Cessão de Direitos Creditórios** com base no modelo de PCASP para Estados e Municípios, Constante do anexo III da IPC 00, 2017. p. 8.

²³³ MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. **Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05**. 2013. 128 f. Tese (Doutorado)- Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 51.

responsável pela efetiva cobrança do contribuinte,²³⁴ mantendo o ônus de cobrança sobre a União, Estados e Municípios.

Mesmo que o ente encontre dificuldades em receber os créditos tributários, essa negociação, com o mercado de capitais, pode ser mais prejudicial, em termos coletivos, do que a espera pelo recebimento dos parcelamentos. O ente continua com o dispêndio de pessoal e capital para a cobrança, arca com deságio, custos e juros relativos à operação diferentemente dos investidores e intermediários que se revestem de garantias pelas notas das agências de *rating*, além do grande volume da dívida ativa que garante o resgate dos títulos securitizados.

²³⁴ PLP 459/2017, art. 1º, § 1º, inc. III

4 A BOA GOVERNANÇA E O EXERCÍCIO DA CIDADANIA

Até o presente momento, esta pesquisa objetivou traçar aspectos econômicos, financeiros e jurídicos que interligados podem ou não contribuir para o atendimento ao interesse coletivo. A economia faz parte da vida estatal, e é através dela que se dão as relações entre sujeitos, pessoas físicas ou jurídicas, públicas e privadas que quando unidas em um propósito de crescimento mútuo e atendimento às necessidades humanas, transformam um povo em uma verdadeira nação.

Foram estudadas questões relativas à securitização, tanto em âmbito privado quanto em âmbito público. Como é possível notar, em um universo vasto de transações econômicas, esta simples operação financeira, representando um ínfimo número de negócios, acabou por ser um dos agentes de uma grave crise sistêmica internacional.

O fantasma da inflação que tinha assolado os anos anteriores da crise havia afastado os investidores de longo prazo dos títulos e ações de empresas. Desta forma, outros modos de investimento como ouro e arte foram sendo preferidos. O momento e a falta de regulação acabaram propiciando novas formas de comercialização de capitais. Os bancos e instituições cada vez mais ávidos pelo lucro e despreocupados com o desenlace, criaram produtos de uma complexa engenhosidade, dentre eles a securitização, que resultou por inflar a lucratividade do setor financeiro, através das taxas. Assim, nas palavras de Stiglitz:

O processo de securitização proporcionava taxas infundáveis, as taxas infundáveis proporcionavam lucros sem precedentes, os lucros sem precedentes proporcionavam bônus inéditos e tudo ofuscou o julgamento dos banqueiros.²³⁵

Aos Estados, coube rever até que ponto a regulação existente propiciava que interesses particulares se sobrevissem ao interesse coletivo. No caso norte-americano, foram revistos os diplomas legais e, em uma tentativa de retorno ao passado, uma nova regulamentação passa a reger as atividades financeiras que circulam por aquele país. O *Dodd-Frank Act*, como marco desse novo processo da história em retomar uma regulamentação mais perspicaz, se consumou regulando, inclusive, questões referentes às taxas e à remuneração dos agentes.

²³⁵ STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre**: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. Companhia das Letras. E-book kindle, posição 1736.

A preocupação da nação norte-americana em rever seus diplomas legais e tentar limitar os contornos e a originalidade dos agentes financeiros, demonstram que após o rompimento da bolha, com o resgate aos bancos pelos cofres públicos, somente atos de cidadania e boa governança poderia atenuar e reverter o quadro gerado. O *Dodd-Frank Act* como uma legislação minuciosa de controle aos atos desse mercado, foi um dos diplomas que nasceram ou fizeram renascer, como alguns preceitos do *Glass Steagall*, representando normas de equilíbrio para o sistema.

Desse modo, passa-se agora a fazer uma breve análise acerca da cidadania voltada para a coletividade, justiça intergeracional e sustentabilidade financeira dentro de um contexto de boa governança.

4.1 A CIDADANIA EM TEMPOS ARISTOTÉLICOS: UMA DIGRESSÃO

A cidadania para Aristóteles consistia na plena participação do poder político, associada ao indivíduo que possuía o direito/dever de atuar nas Assembleias, que participava dos poderes deliberativo e judiciário. O mero habitante da pólis não era considerado um cidadão em si, já que escravos, mulheres e estrangeiros não possuíam este *status* porque à época a qualidade verdadeiramente característica do cidadão seria “o direito de voto nas Assembleias e de participação no exercício do poder público em sua pátria”.²³⁶

Embora a cidadania fosse conferida somente a alguns privilegiados, esses deveriam primar pelo fim do bem comum. A elaboração das leis teria que se referir à comunidade como um todo e não a uma só pessoa. Aristóteles via o homem como um animal político porque entendia-se que este ser era por natureza carente, possuindo uma deficiência originária que o faz depender de outrem. A convivência em comunidade tornaria o homem, juntamente com outros, um ser acabado e autossuficiente²³⁷. Diferente disso, um ser que fosse por si só totalmente acabado e autossuficiente seria um sobre-humano. Desta forma, a autossuficiência de um cidadão abarcaria a comunidade como um todo.

²³⁶ARISTÓTELES, **A Política**. Disponível em: <https://mega.nz/#F!88FVCbqK!Heay0BIZCI-A29hJjs0uLA>. Acesso em: 20 de dez. de 2019, p. 31.

²³⁷WOLFF, Francis. **Aristóteles e a Política**. Tradução Thereza Christina Ferreira Stummer, Lygia Araujo Watanabe. São Paulo: Discurso Editorial, 1999, p. 86.

Considerado sob o ângulo da autossuficiência, o raciocínio parece chegar ao mesmo resultado, porque o bem absoluto é considerado como autossuficiente. Ora, por autossuficiente não entendemos aquilo que é suficiente para um homem só, para aquele que leva uma vida solitária, mas também para os pais, os filhos, a esposa, e em geral para os amigos e concidadãos, visto que o homem nasceu para a cidadania.²³⁸

Essa necessidade de comunidade, da autossuficiência propiciou a associação dos seres humanos primeiro em aldeias e mais tarde em cidades. Desta maneira, a cidade estaria na natureza do homem. Aristóteles acreditava que tamanha era a necessidade de viver em conjunto que qualquer um que estivesse fora dessa realidade estaria acima ou abaixo do ser humano e, citando Homero, “um ser sem lar, sem família e sem leis.”²³⁹

A felicidade do ser humano, seria inerente a essa vida em comum. Em *Ética a Nicômaco*, o filósofo supõe que ser feliz somente seria possível em meio a outras pessoas, uma vez que o solitário não conseguiria alcançar tal dádiva mesmo que afortunado fosse: “Não menos estranho seria fazer do homem sumamente feliz um solitário, pois ninguém escolheria a posse do mundo inteiro sob a condição de viver só, já que o homem é um ser político e está em sua natureza o viver em sociedade.”²⁴⁰

Ademais, o homem como ser político ainda com mais intensidade do que todos outros animais gregários seria o único a possuir o *logos*. O filósofo, em seu livro *A Política*, faz uma breve comparação do homem com as abelhas: “o homem é um animal cívico, mais social do que as abelhas e os outros animais que vivem juntos. A natureza, que nada faz em vão, concedeu apenas a ele o dom da palavra, que não devemos confundir com os sons da voz.”²⁴¹

O *logos* não se compara aos sons emitidos por nós ou por outros animais, dado que é muito mais do que a emissão de ruídos ou as comunicações precárias, já que trata-se do poder da linguagem, conforme explica Wolff: “a linguagem existe com vistas a manifestar o vantajoso e o nocivo e, por via de consequência, também o justo do

²³⁸ ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. Tradução de Leonel Vallandro e Gerd Bornheim da versão inglesa de W. D. Ross. São Paulo: Nova Cultural, 1991. Disponível em: <https://abdet.com.br/site/wp-content/uploads/2014/12/%C3%89tica-a-Nic%C3%B4maco.pdf>. Acesso em: 16 dez. 2019., p.6

²³⁹ ARISTÓTELES. *A Política*. Disponível em: <https://mega.nz/#F!88FVCbqK!Heay0BIZCI-A29hJjs0uLA>. Acesso em: 20/12/2019, p. 11.

²⁴⁰ ARISTÓTELES, ARISTÓTELES. *Ética a Nicômaco*. Tradução de Leonel Vallandro e Gerd Bornheim da versão inglesa de W. D. Ross. São Paulo: Nova Cultural, 1991. Disponível em: <https://abdet.com.br/site/wp-content/uploads/2014/12/%C3%89tica-a-Nic%C3%B4maco.pdf>. Acesso em: 16 dez. 2019., p. 210.

²⁴¹ ARISTÓTELES, *A Política*. Disponível em: <https://mega.nz/#F!88FVCbqK!Heay0BIZCI-A29hJjs0uLA>. Acesso em: 20/12/2019., p. 11.

injusto.”²⁴² Permite ter o discernimento, do poder julgar de modo positivo, o bem e de modo negativo, o mal, ou seja, a capacidade do homem de entender e expressar valores. Através do *logos* o ser humano consegue não somente se comunicar com os outros, mas também avaliar valores iguais a todos e isso depende da vida em comum, pois sem ela não há meios de comparação e de retórica que possibilitem a diferenciação do bem e do mal, do justo e do injusto. Faz parte do homem perceber de modo natural os valores comunitários, sociais e, ainda, ter o poder de “expressá-los e comunicá-los por meio de um instrumento específico, o *logos*.”²⁴³ Assim, de acordo com Wolff, o objeto do *logos* são os valores sociais.

Portanto, o viver nas cidades é natural do humano e implica em não somente viver juntos, mas sim viver bem juntos. A consciência dos valores sociais e a capacidade da discussão, de raciocínio acerca dos diferentes pontos de vista, através do *logos*, possibilita a vida em conjunto harmônica. Para Aristóteles, no Estado ou na sociedade política o todo vem antes da parte. Isso significa dizer que os indivíduos são partes integrantes da cidade subordinados à sua totalidade, possuindo diferentes funções que se tornam inúteis se desarticuladas. Um membro da cidade só não basta a si mesmo, daí a necessidade da vida em sociedade.²⁴⁴

O homem que se baste ou sem a necessidade da comunidade seria um ser apolítico. Entre as virtudes do cidadão e a do homem de bem, Aristóteles destaca a do saber comandar e a do saber obedecer. Sob o comando encontra-se o mérito da prudência e sob o da obediência a confiança e a docilidade,²⁴⁵ embora nem todos possuam as mesmas capacidades e as mesmas intensidades. Portanto, o ser político seria o melhor dos animais, já que seria capaz de cumprir seus desígnios e obedecer leis, preparado para a justiça, enquanto que o ser apolítico, de fora da cidade, seria o pior, pois é autossuficiente, dotado de intelecto que propicia sua autodefesa, e não se predispõe à obediência, rompendo com a lei e a justiça.²⁴⁶

Na passagem em que Aristóteles comenta sobre a finalidade do Estado, no livro *A Política*, o filósofo invoca a felicidade pública.

²⁴² WOLFF, Francis. **Aristóteles e a Política**. Tradução Thereza Christina Ferreira Stummer, Lygia Araujo Watanabe. São Paulo: Discurso Editorial, 1999, p. 88.

²⁴³ *Ibid.*, p. 89.

²⁴⁴ ARISTÓTELES, **A Política**, pdf. Disponível em: <https://mega.nz/#F!88FVCbqK!Heay0BIZCI-A29hJjs0uLA>. Acesso em: 20/12/2019., p. 11.

²⁴⁵ *Ibid.*, p. 38.

²⁴⁶ WOLFF, *Op.Cit.*, p. 95.

Mas não é apenas para viver juntos, mas sim para bem viver juntos que se fez o Estado, sem o quê, a sociedade compreenderia os escravos e até mesmo os outros animais. Ora, não é assim. Esses seres não participam de forma alguma da felicidade pública, nem vivem conforme suas próprias vontades.²⁴⁷

Trata-se do viver bem como fim da sociedade civil revestida de honra e virtude. Sendo assim, a felicidade íntima será dependente da vida em comum e a felicidade pública será dependente dos cidadãos portadores de virtudes políticas. Os cidadãos não possuem iguais funções, mas todos trabalham em prol da comunidade, “ou seja, para a salvação do Estado.”²⁴⁸

A finalidade da ciência política seria o bem humano compreendido pelo bem maior do Estado.

Ora, como a política utiliza as demais ciências e, por outro lado, legisla sobre o que devemos e o que não devemos fazer, a finalidade dessa ciência deve abranger as das outras, de modo que essa finalidade será o bem humano. Com efeito, ainda que tal fim seja o mesmo tanto para o indivíduo como para o Estado, o deste último parece ser algo maior e mais completo, quer a atingir, quer a preservar. Embora valha bem a pena atingir esse fim para um indivíduo só, é mais belo e mais divino alcançá-lo para uma nação ou para as cidades-Estados. Tais são, por conseguinte, os fins visados pela nossa investigação, pois que isso pertence à ciência política numa das acepções do termo.²⁴⁹

Aristóteles considera a virtude do mesmo modo que a felicidade, já que ambas se manifestam como atividade da alma. O bom político deve estudar a virtude com fins de fazer com que seus concidadãos sejam bons e obedientes às leis.²⁵⁰ O filósofo subdivide a virtude em intelectual e moral. No primeiro caso, ela seria adquirida através do ensino, enquanto na segunda situação pelo hábito. Nas duas situações a virtude não surge por natureza, mas necessita de uma predisposição natural de adquiri-la.

Dessa forma o animal político, o cidadão virtuoso e dotado do *logos*, assume o papel de vislumbrar o bem comum. Ao participar das Assembleias e elaborar leis, cabe a ele a projeção da consequência de suas atitudes. Desta forma, o homem deve discernir entre bem ou mal, o útil e o nocivo, e justo e o injusto.

Em vias da contemporaneidade, a consciência da justiça social e da solidariedade entre as gerações devem ser requeridas pelo bom cidadão. Embora a cidadania, em dias

²⁴⁷ ARISTÓTELES, **A Política**, pdf. Disponível em: <https://mega.nz/#F!88FVCbqK!Heay0BIZCI-A29hJjs0uLA>. Acesso em: 20 dez. de 2019, p.38.

²⁴⁸ *Ibid.*, p.38.

²⁴⁹ ARISTÓTELES. **ÉTICA A NICÔMACO**. Tradução de Leonel Vallandro e Gerd Bornheim da versão inglesa de W. D. Ross. São Paulo: Nova Cultural, 1991. Disponível em: <https://abdet.com.br/site/wp-content/uploads/2014/12/%C3%89tica-a-Nic%C3%B4maco.pdf>. Acesso em: 16 dez. de 2019.

²⁵⁰ *Ibid.*, p. 24.

atuais, possua uma conceituação mais ampla que nos tempos aristotélicos, seus ensinamentos nos valem e muito no sentido de se fazer a boa política e se buscar o bem comum, já que todos fazemos parte de um todo, sendo dependentes uns dos outros.

A compreensão é de que o exercício político exige que se busque o bem da coletividade e que a governança deva atentar à perpetuação da saúde da vida pública, independente de interesses egoísticos e ocultos.

Embora haja aparentes diferenças entre os tempos de Aristóteles e a atualidade, a finalidade do Estado continua a ser o bem comum. Logo, a atividade financeira tem como finalidade organizar e administrar os recursos públicos voltados à realização das necessidades coletivas. Desta forma, como expõe Harada:

[...] a finalidade última do Estado é a realização do bem comum. E para isso o Estado precisa prover e aplicar os recursos financeiros. Daí por que os fins da atividade financeira coincidem com as próprias finalidades da atuação estatal destinada à satisfação das necessidades coletivas, que crescem na mesma proporção do agigantamento do Estado moderno. Essas necessidades coletivas são inúmeras e das mais variadas espécies. Abrangem as construções de edifícios públicos, monumentos comemorativos, cemitérios, estádios, aeródromos, hospitais, pontes, praças e viadutos; abertura de ruas, avenidas, estradas vicinais e rodovias; manutenção dos serviços de transportes e comunicações; preservação e conservação de monumentos históricos e artísticos integrados em conjuntos urbanos; defesas interna e externa; prestação jurisdicional; assistência social; previdência social; saúde e higiene; educação e cultura, mais uma infinidade de bens e serviços.²⁵¹

A busca da realização desses fins exige da comunidade política uma movimentação no sentido de atender ao todo, antes da parte, “a comunidade política como aquela na qual a participação na comunidade é atribuída segundo a aptidão à comunidade, isto é, o que se chama a “virtude política”, a capacidade de comandar pelo bem de todos.”²⁵²

4.2 CIDADANIA PARTICIPATIVA E CIDADANIA FISCAL NO DIREITO FINANCEIRO

Os antigos gregos que possuíam o *status* de cidadão, exerciam essa cidadania de modo direto, através de efetiva participação nas assembleias e na vida política. Na

²⁵¹ HARADA, Kiyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo, Atlas, 2017, p. 27.

²⁵² WOLFF, Francis. **Aristóteles e a Política**. Tradução Thereza Christina Ferreira Stummer, Lygia Araujo Watanabe. São Paulo: Discurso Editorial, 1999, p. 129.

atualidade, o regime democrático em prática se dá pela representação. A democracia representativa confere ao cidadão o direito de voto e escolha daqueles que irão, em nome de seus eleitores, desempenhar de forma ativa o papel político, tomando as decisões em nome da coletividade.

Todavia, essa espécie de exercício democrático não é isenta de críticas. A constatação do domínio dos partidos na vida política voltando suas decisões a interesses próprios, eleitoreiros, intencionando a perpetuação no poder acabou entrando em choque com o real interesse coletivo. As aspirações dos habitantes do Estado foram ficando em escanteio. Soma-se, ainda, os interesses das classes dominantes, dos grandes grupos econômicos, além da pressão em atender às reivindicações de órgãos internacionais em contrapartida das reais necessidades da população.

A participação do cidadão se torna essencial, uma vez que o modelo representativo, com suas qualidades e vícios, nem sempre correspondem às necessidades e anseios das classes, da população em geral.

O sociólogo britânico T. H. Marshall, em um relato sobre a história das conquistas inglesas definiu o conceito de cidadania e o dividiu em três elementos: civis, políticos e sociais. Esses direitos, na realidade da Inglaterra, foram sendo alcançados no decorrer dos séculos, sendo que os direitos civis, que datam de muito antes, ganham força no século XVIII. Já os políticos no século XIX e os sociais, conquistam plano de igualdade com os outros dois, no século XX²⁵³. Assim, a cidadania passa a ser um *status* que confere aos seus detentores um direito de participação na vida política e um direito à prestação estatal para efetivação desses mesmos direitos. No Brasil, a conquista dos três elementos da cidadania acabou sendo alcançada de forma invertida com a da Inglaterra, conforme expõe José Murilo de Carvalho:

A cronologia e a lógica da sequência descrita por Marshall foram invertidas no Brasil. Aqui, primeiro vieram os direitos sociais, implantados em período de supressão dos direitos políticos e de redução dos direitos civis por um ditador que se tornou popular. Depois vieram os direitos políticos, de maneira também bizarra. A maior expansão do direito do voto deu-se em outro período ditatorial, em que órgãos de representação política foram transformados em peça decorativa do regime. Finalmente, ainda hoje muitos direitos civis, a base da sequência de Marshall, continuam inacessíveis à maioria da população. A pirâmide dos direitos foi colocada de cabeça para baixo.²⁵⁴

²⁵³ MARSHALL, T. H. **Cidadania, Classe Social e Status**. Tradução Meton Porto Gadelha. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1967, p. 75.

²⁵⁴ CARVALHO, José Murilo de. **Cidadania no Brasil**. O Longo Caminho – edição atualizada – 23 ed., Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2017, p. 220.

Em que pese a sequência do reconhecimento dos direitos civis, políticos e sociais terem sido obtidos em diferentes momentos, dependendo da realidade de cada país, a cidadania abarcou os três elementos. Contudo, para a efetivação dos direitos alcançados, o Estado, através dos agentes políticos que atuam de forma direta, tem o dever de gerir os recursos públicos, viabilizando as necessidades coletivas amparadas pela satisfação dos direitos civis, políticos e sociais.

Como discorrido anteriormente, a realidade da democracia representativa nem sempre atua do modo que deveria, ou seja, em prol da coletividade. Com a Constituição de 1988, uma outra vertente é conferida ao cidadão, ao trazer como um dos fundamentos da República Federativa do Brasil, no art. 1º, a cidadania e ao expor no parágrafo único, que “todo o poder emana do povo, que o exerce por meio de representantes eleitos ou diretamente, nos termos desta Constituição”. A carta maior traz a democracia participativa, na qual, abre caminho para o exercício da cidadania participativa que busca as raízes na cidadania aristotélica de participação direta, embora de maneira diversa. Através de institutos como plebiscito, referendos, iniciativas populares e meios de fiscalização, participação e controle da sociedade nas atividades dos órgãos políticos e administrativos, o cidadão passou a ter o poder/dever de atuar diretamente no exercício estatal que, no entendimento de Macedo:

No contexto constitucional, cidadania deve significar mais que a mera participação no processo eleitoral. A Constituição foi chamada de “Carta Cidadã” exatamente pelo fato de estarem nela presentes as garantias e direitos individuais, amplos direitos sociais e, também, mecanismos de expressão da vontade popular, para o efetivo exercício da cidadania. Para a democracia participativa, cidadão não é mero sinônimo de eleitor, mas de indivíduo participante, fiscalizador e controlador da atividade estatal.²⁵⁵

Nas finanças públicas a cidadania participativa se dá naquilo que recebe a nomenclatura de cidadania fiscal.

A cidadania fiscal consiste no direito/dever do cidadão com o fisco. Isso significa dizer que ao mesmo tempo em que todo o cidadão tenha o dever de cumprir com suas obrigações tributárias, tem também o direito não só de saber a carga tributária que está pagando, como também de acompanhar o desempenho dos gestores das finanças públicas

²⁵⁵ MACEDO, Paulo Sérgio Novais de. Democracia participativa na Constituição Brasileira. **Revista de Informação Legislativa**. Brasília a. 45 n. 178 abr./jun. 2008, p. 187. Disponível em: https://www12.senado.leg.br/ril/edicoes/45/178/ril_v45_n178_p181.pdf. Acesso em: 06 jan. 2019.

e sua efetiva destinação em políticas públicas adequadas às reais necessidades da coletividade.

O portal de transparência do Estado de Minas Gerais conceitua a cidadania fiscal como “o exercício, pelo cidadão, do direito de ser adequadamente informado sobre a origem e aplicação dos recursos públicos, fiscalizando a transformação dos tributos pagos em obras e serviços de qualidade.”²⁵⁶

O diploma constitucional traz vários dispositivos que preconizam a cidadania participativa e a cidadania fiscal, por exemplo, os incisos XXXIII, XXXIV, LXXIII, do art. 5º, aludem respectivamente o direito a receber dos órgãos públicos informações de seu interesse particular, ou de interesse coletivo ou geral; o direito de petição aos Poderes Públicos em defesa de direitos ou contra ilegalidade ou abuso de poder e a obtenção de certidões em repartições públicas, para defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal; e a possibilidade de propor ação popular que tenha por objetivo anular ato lesivo ao patrimônio público ou de entidade de que o Estado participe, à moralidade administrativa, ao meio ambiente e ao patrimônio histórico e cultural. Além desses, encontra-se também o § 2º, do art. 74, que confere a qualquer cidadão, partido político, associação ou sindicato a legitimidade para denunciar irregularidades ou ilegalidades perante o Tribunal de Contas da União.

Além dos citados, a Constituição Federal e a Lei de Responsabilidade Fiscal conferiram ao cidadão o direito de participar das deliberações orçamentárias e acompanhar sua execução, Assim, Abraham discorre que:

A promoção do acesso e da participação da sociedade em todos os fatores relacionados com a arrecadação financeira e a realização das despesas públicas se identifica nas seguintes propostas: a) programas de educação fiscal para a população; b) incentivo à participação popular na discussão e na elaboração das peças orçamentárias, inclusive com a realização de audiências públicas; c) ampla divulgação por diversos mecanismos, até por meios eletrônicos, dos relatórios, pareceres e demais e demais documentos da gestão fiscal; d) disponibilização e publicidade das cartas dos administradores durante todo exercício financeiro; e f) legitimação para o cidadão denunciar aos órgãos competentes irregularidades nas contas públicas.²⁵⁷

A Lei de Responsabilidade Fiscal, por sua vez, representa outro importante diploma na efetivação da cidadania participativa na esfera financeira. A lei objetiva a

²⁵⁶ **O QUE É CIDADANIA FISCAL.** In: Portal da Transparência do Estado de Minas Gerais, de 14/11/2015. Disponível em: <http://www.transparencia.mg.gov.br/cidadania-fiscal/sobre-a-cidadania-fiscal>. Acesso em: 08 de jan. de 2020.

²⁵⁷ ABRAHAM, Marcus. **Curso de Direito Financeiro Brasileiro**, 4ª ed. Ver. Atual. E ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 297, p. 61.

responsabilidade na gestão fiscal, sendo essa “a ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas [...]”²⁵⁸ Desse modo, a lei traz uma série de artigos voltados à transparência das contas públicas e dedica todo seu capítulo IX à transparência, controle e à fiscalização dessas atividades financeiras, conferindo meios de participação concreta nas finanças públicas. Da mesma forma, a LRF, em seu art. 73 A, propicia a qualquer cidadão a legitimidade em denunciar ao respectivo Tribunal de Contas e ao órgão competente do Ministério Público o descumprimento das prescrições estabelecidas nesta Lei Complementar.

Ao expor sobre o princípio orçamentário da não vinculação de receita de impostos, Kyoshi Harada recorda que a relação jurídico-tributária entre contribuinte e fisco se extingue no pagamento do imposto, pouco importando a destinação do recurso financeiro que adentrou aos cofres públicos. Todavia, esclarece que por se tratar de um princípio orçamentário e não tributário, a não vinculação de receita de impostos, não cabe ao contribuinte indagar acerca dos rumos das receitas de impostos que ingressam, mas que, “enquanto cidadão, poderá questionar não só a vinculação, como também a má aplicação dos recursos advindos de tributos em geral.”²⁵⁹ Portanto, é tarefa do cidadão fiscalizar e questionar a destinação dos tributos.

Desse modo, o Direito Financeiro passou “a constituir uma importante ferramenta de mudança social, facultando ao cidadão participar ativamente deste fundamental processo, no que hoje comumente é denominado cidadania fiscal.”²⁶⁰

Por conseguinte, o exercício da cidadania nas finanças públicas não se reduz ao simples cumprimento dos deveres fiscais, como o pagamento de tributos em geral ou a consciência da quantidade de tributos que carrega cada produto ou fato gerador, já que cabe ao atual cidadão acompanhar as decisões políticas e o desempenho da gestão fiscal e orçamentária buscando a boa gerência e a justiça social.

4.3 CIDADANIA FISCAL E A SECURITIZAÇÃO DA DÍVIDA ATIVA

²⁵⁸ Vide Lei Complementar nº 101 de 4 de maio de 2000, art. 1º, § 1º.

²⁵⁹ HARADA, Kyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo, Atlas, 2017, p. 80.

²⁶⁰ ABRAHAM, Marcus. **Curso de Direito Financeiro Brasileiro**, 4ª ed. Ver. Atual. E ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 297, p. 58.

Em relação à securitização da dívida ativa observa-se que o dever cidadão precisa ser operado tanto pelos gestores, que são os políticos envolvidos na participação direta e os técnicos implicados, quanto pelos comuns.

Aos administradores cabe a função da boa gerência com foco no bem comum. Desta forma, é preciso manter a elaboração de leis claras, não deixando brechas e lacunas para qualquer desvio de finalidade. Cabe também o correto exercício de suas funções e a disponibilização de todos os dados pertinentes às operações que se valem de verba ou direitos creditórios públicos. Ao cidadão comum, o exercício da cidadania se dá no correto implemento de suas obrigações tributárias, na fiscalização e na possibilidade de denunciar descumprimentos das normas estabelecidas.

Neste ponto, a securitização da dívida ativa encontra-se com alguns pontos nebulosos. Primeiro porque, como abordado nesta presente pesquisa, as leis que versam sobre a operação da securitização da dívida ativa a nível estatal e municipal, não deixam claro em quais os moldes esta operação se dará. O mesmo ocorre, em nível federal, com o projeto de lei que tramita pela Câmara dos Deputados em Brasília, o PLP 459/2017. Isso significa dizer que, apesar das legislações trazerem a previsão da securitização, elas não aduzem acerca de importantes fatores de interesse de toda comunidade como a estipulação de um teto para o deságio, limitação sobre a porcentagem da dívida ativa a ser securitizada, como e de onde sairão os recursos para arcar com a própria operação como custeio de pessoal envolvido, pagamento das agências *rating* e outras despesas inerentes ao processo de securitização.

O segundo fator se dá na ausência de transparência que muitas dessas operações se dão. Apesar de comumente haver sites disponibilizando o exercício da securitização, muitas informações acabam sendo confusas e incompreensíveis. Já em outras situações a transparência torna-se quase que totalmente deturpada, impossibilitando o acompanhamento lúcido e o exercício da cidadania. Conforme apresentado por Abraham, para o conceito de transparência não basta a disponibilização das informações de modo quantificado, mas as informações devem ser de qualidade, objetividade, inteligibilidade e utilidade.²⁶¹

O fato é que por mais que haja determinadas informações, a securitização da dívida ativa acaba envolvendo uma série de fatores que ficam invisíveis aos olhos da sociedade. Por exemplo, os recursos de custeio de pessoal, criação e manutenção da SPE,

²⁶¹ ABRAHAM, Marcus. **Curso de Direito Financeiro Brasileiro**, 4ª ed. Ver. Atual. E ampl. – Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 372.

agências de *rating*, mais o deságio e outras despesas que a operação exige justificariam esse adiantamento? A simples espera do adimplemento pelo contribuinte ou devedor não seria mais benéfica ao erário público e em consequência aos interesses da coletividade? Como se dá a contratação dos agentes envolvidos? Seriam servidores públicos ou técnicos do mercado de capitais? E os investidores, a quem se destinam os títulos securitizados?

Esses e outros questionamentos precisam ser colocados em pauta, mesmo porque algumas situações indesejadas podem surgir com essas operações. Uma delas se dá pela possibilidade do desvio de recursos públicos, ou seja, como a operação envolve uma série de outros custos, parte desses valores poderiam estar sendo super estimados como uma forma requintada de corrupção. Aristóteles vislumbrava o cuidado que se teria que tomar frente aos pequenos desvios e o estrito cumprimento de leis e costumes:

Deve-se, portanto, num Estado bem constituído, observar cuidadosamente que nada se faça contra as leis e os costumes, e sobretudo prestar atenção, desde o começo, nos abusos, por pequenos que sejam. A corrupção introduz-se imperceptivelmente; é que, como as pequenas despesas, repetidas, consomem o patrimônio de uma família. Só se sente o mal quando está consumado. Como ele não acontece de uma vez, seus progressos escapam ao entendimento e se parecem àquele sofisma que do fato de cada parte ser pequena infere que o todo seja pequeno. Ora, se é indubitável que o total seja composto de coisas pequenas, é falso que ele próprio seja pequeno. O ponto capital, portanto, é deter o mal desde o começo.²⁶²

Se é de fato que se possui uma legislação que visa evitar a gestão temerária dos recursos públicos, preconizando a transparência, como é o caso da Lei de Responsabilidade Fiscal, não se deve utilizar de artifícios que possam corromper tais sistemas.

Outro ponto diz respeito ao fato de que o contribuinte nacional esteja custeando grandes investidores internacionais, ao pagar os tributos atrasados, parcelados e com juros, parte dos recursos de pequenos contribuintes e devedores estariam engordando os bolsos de multimilionários do mercado de capitais, ao invés de adentrar aos cofres públicos e retornar para a melhoria de vida do nacional, a correta destinação para políticas públicas e diminuição da desigualdade social. É indiscutível que a securitização não é a única forma de transferência de recursos do contribuinte aos grandes investidores, porém é mais uma maneira de poder transferir tais recursos. Com uma possibilidade de deságio

²⁶² ARISTÓTELES. **A Política**. Disponível em: <https://mega.nz/#F!88FVCbqK!Heay0BIZCI-A29hJjs0uLA>. Acesso em: 20/12/2019, p. 158.

que possa a chegar a 70%²⁶³ do montante securitizado, os entes federados receberiam e alocariam para o público somente 30%, enquanto os bancos e investidores engoliriam o restante, demonstrando clara transferência de recursos públicos aos setores privados.

Além do mais, o contribuinte não arca somente com suas responsabilidades, seja pelo próprio pagamento dos tributos ou os juros e mora pelo atraso, mas reflete também nos contribuintes de modo geral, uma vez que, vão arcar conjuntamente com o deságio do montante, as custas operacionais, pagamentos de juros e possíveis multas contratuais como ocorrido no caso dos *royalties* do petróleo no Estado do Rio de Janeiro.

O exercício da cidadania fiscal em relação à securitização da dívida ativa consiste desde o correto implemento dos tributos, com o pagamento em dia, até a vigília frente à legislação pertinente nos três níveis estatais e o acompanhamento da destinação dos recursos obtidos se a securitização se viabilizar.

Enquanto a legislação e os procedimentos de securitização da dívida ativa ainda não estiverem totalmente clarificados e adequados na forma que se justifique, sua implementação poderá ser visualizada como uma forma de burlar a Lei de Responsabilidade Fiscal, impossibilitando o pleno exercício da cidadania.

4.4 DESTINAÇÃO DOS RECURSOS SECURITIZADOS E A SOLIDARIEDADE INTERGERACIONAL

Ao se falar em justiça entre gerações, Rawls²⁶⁴ defende a possibilidade de se criar uma poupança hoje que tenha por destinação as gerações vindouras. O autor entende que para a preservação de uma sociedade justa seria necessário que cada geração contribuísse com sua parcela para a manutenção das demais. Isso não significa dizer que as gerações presentes estariam se sacrificando para que as próximas pudessem usufruir sem limitação, mas sim para a promoção e a manutenção das instituições justas e das liberdades iguais.²⁶⁵ Como diz o autor “a geração atual não pode fazer o que bem entender, mas é obrigada,

²⁶³ GALDINO, Milena. **Securitização: venda de créditos pode engordar o caixa de estados e municípios.** Fonte: Agência Senado. 30/08/2019. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2019/08/30/securitizacao-venda-de-creditos-pode-engordar-o-caixa-de-estados-e-municipios>. Acesso em: 22 nov. de 2019.

²⁶⁴ RAWLS, John. **Uma Teoria de Justiça.** Tradução Almiro Pisetta e Lenita M. R. Esteves. São Paulo: Martins Fontes, 1997.

²⁶⁵ *Ibid.*, p. 322.

por princípios que seriam escolhidos na posição original, a definir a justiça entre as pessoas que vivem em épocas diferentes.”²⁶⁶

Em relação à securitização da dívida ativa, recursos financeiros inadimplidos formam uma massa de capital que se estivessem disponíveis aos cofres públicos poderiam atender ao seu fim de realização das necessidades coletivas. Todavia, por inúmeras motivações o contribuinte ou o devedor adia ou protela seu adimplemento. Esses recursos que deveriam estar, mas não estão disponíveis acabam sendo um recebível futuro ilíquido. Com intenção de trazer liquidez a essa massa de capital, o artifício da securitização é operacionalizado por administrações da atualidade.

Ocorre que, parte do montante que compõe a dívida ativa no momento antecedente à primeira operação de securitização não advém da atual administração, mas sim de administrações passadas que deixaram de conseguir captar seus recursos. A massa de direitos creditórios que se encontra no momento advém de um amplo conjunto de anos. Ou seja, mesmo que haja inadimplência nessa administração, ela, em seus quatro anos, não conseguiria ter os mesmos direitos creditórios do que o havido quando de sua posse. Isso significa dizer que, a primeira gestão a realizar o processo de securitização terá créditos superiores aos das futuras, o que representa uma vantagem dos gestores atuais frente aos que ainda virão. Vale ressaltar, que como abordado anteriormente, os montantes globais da dívida ativa acabam sendo securitizados o que torna os recursos futuros mais escassos.

As necessidades coletivas não cessam com a alteração da administração. Desta forma, as gerações vindouras demandarão tanto ou mais do que as contemporâneas, mas sua possibilidade de arrecadação poderá ser inferior.

Quando Woff discorre sobre os regimes expostos por Aristóteles ele contempla que a essência da cidade seja o bem dos destinatários e os regimes que visam a felicidade comum seriam, independente de qual seja, as formas retas segundo o justo sentido absoluto, enquanto que os regimes que objetivam somente o interesse dos governantes seriam defeituosos:

Se a essência da cidade é visar o bem dos destinatários, isto é, no caso, a de todos, pois todos buscam igualmente a felicidade comum, então ocorre que todos os regimes “que visam a vantagem comum sejam as formas retas

²⁶⁶ RAWLS, John. **Uma Teoria de Justiça**. Tradução Almiro Pisetta e Lenita M. R. Esteves. São Paulo: Martins Fontes, 1997, p. 324.

segundo o justo sentido absoluto, e aquelas, ao contrário, que visam apenas o interesse dos governantes sejam defeituosas.”²⁶⁷

Do mesmo modo, cabe aos governantes buscar o bem comum, ou seja, o justo para as atuais e futuras gerações. Sendo assim, um olhar míope que não contempla tanto o amanhã quanto o hoje seria um olhar egoísta de uma administração que busca somente a realização do seu fim e não de uma política de Estado estruturada e perpetuadora, uma administração defeituosa buscando seus próprios interesses. Como aduz Rawls a “concepção de justiça inclui uma provisão para as reivindicações justas das gerações futuras.”²⁶⁸

Como já abordado anteriormente, o autor do projeto de lei, PLS 204 de 2016, que tramitou pelo Senado e seguiu aprovado à Câmara dos Deputados, denominado de PLP 459 de 2017, Senador José Serra, não via como demasiado oneroso um deságio que chegasse até a 70% do valor securitizado.²⁶⁹ Justificando que seria mais interessante aos entes federados receber em curto prazo um montante bem inferior ao existente na dívida ativa, os legisladores a favor do projeto de lei, demonstram que o enfoque tem se dado muito mais para a solução de problemas atuais do que a um bem elaborado projeto de presente e futuro.

Todavia, na atualidade, a arrecadação de direitos creditórios da dívida ativa, por via da securitização, não significa simplesmente que esta gestão não esteja cumprindo com sua obrigação. Recursos quando bem utilizados podem gerar robustos proventos futuros enquanto, ao contrário, usados de forma inadequada, poderia trazer novos dividendos para a nova geração.

Conforme explica Harada:

O mais importante é a qualidade da despesa pública, coibindo-se gastos inúteis e improdutivos. Os de natureza reprodutiva (investimentos) hão de ser feitos, inclusive, se necessário, lançando mão de créditos públicos, sob pena de condenar o País à estagnação econômica.²⁷⁰

²⁶⁷ WOLFF, Francis. **Aristóteles e a Política**. Tradução Thereza Christina Ferreira Stummer, Lygia Araujo Watanabe. São Paulo: Discurso Editorial, 1999, p. 108.

²⁶⁸ RAWLS, John. **Uma Teoria de Justiça**. Tradução Almiro Pisetta e Lenita M. R. Esteves. São Paulo: Martins Fontes, 1997, p. 327.

²⁶⁹ GALDINO, Milena. Securitização: venda de créditos pode engordar o caixa de estados e municípios. **Agência Senado**. 30/08/2019. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2019/08/30/securitizacao-venda-de-creditos-pode-engordar-o-caixa-de-estados-e-municipios>. Acesso em: 22 nov. 2019.

²⁷⁰ HARADA, Kyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo, Atlas, 2017, p. 39.

A Lei de Responsabilidade Fiscal e a Constituição federal vedam que operações de crédito sejam utilizadas em despesas correntes, somente permitindo-as para as despesas de capital, a chamada regra de ouro prevista no art. 167, III, da Constituição e nos artigos 12 e 44 da LRF. Embora ainda não pacificada, a situação da securitização como sendo ou não uma operação de crédito nos moldes da Lei de Responsabilidade Fiscal, sua operação exige pagamento de juros, deságio e custos operacionais, o que dilapida o valor inicial dos direitos creditórios. Além do mais, o PLP 459 de 2017, versa que a receita de capital obtida na operação deverá atender aos preceitos do art. 44 da Lei de Responsabilidade Fiscal, somente podendo ser utilizados em 50% com despesas previdenciárias e o restante com despesas de investimentos, alinhando-se aos artigos que tratam acerca da regra de ouro.

Porém, a securitização se justificaria se a destinação de seus recursos pudesse atender a interesses futuros, gerando rendimentos acima dos que traria a dívida ativa no futuro remoto. Como se uma empresa qualquer adiantasse seus recebíveis de cartão de crédito para fins em investimentos que lhe gerasse uma lucratividade maior nos tempos vindouros.

Rawls em sua obra *Uma Teoria de Justiça* traz uma pequena passagem sobre a justiça na economia política. Sua visão vem no sentido de que no sistema econômico, as presentes gerações devam atentar para as futuras e não somente um sistema que objetive a satisfação do agora.

Assim, um sistema econômico não é apenas um dispositivo institucional para satisfazer desejos e necessidades existentes, mas também um modo de criar e modelar as necessidades futuras. O modo como os homens trabalham em conjunto agora para satisfazer os seus desejos atuais afeta os desejos que eles terão mais tarde, o tipo de pessoas que virão a ser.²⁷¹

O que importa quando se trata de um olhar às próximas gerações é a qualidade das despesas públicas e a sustentabilidade financeira do Estado. Abraham conceitua como despesa pública “a aplicação de recursos financeiros em bens e serviços destinados a

²⁷¹ RAWLS, John. **Uma Teoria de Justiça**. Tradução Almiro Pisetta e Lenita M. R. Esteves. São Paulo: Martins Fontes, 1997, p. 286.

satisfazer as necessidades coletivas.”²⁷² Baleeiro²⁷³ discorre que um dos raciocínios a se utilizar quando se pondera sobre os objetos de escolha das despesas públicas seja o da observância ao princípio da máxima vantagem social. Todavia, estas despesas públicas são escolhas políticas que, dependendo do poder em questão, podem ou não estar atendendo às reais aspirações e às necessidades da coletividade. Portanto, de acordo com Harada,²⁷⁴ o importante é a qualidade da despesa pública, mesmo que para isso seja necessária a utilização do crédito público.

Isso significa dizer que é através do correto direcionamento do objeto das despesas públicas que o Estado irá cumprir seu papel em suplantar as carências da coletividade. Contudo, tais escolhas deveriam ter como objetivo a máxima vantagem social, o que não exclui o pensamento intergeracional, ordenado com a sustentabilidade financeira, como bem aduz Scaff:

Não se pode deixar o direito das futuras gerações ser violado pelo jogo político do aqui e agora, das lutas políticas do presente. É necessário que sejam adotados limites financeiros para a sustentabilidade econômica dos Estados nacionais a fim de evitar que estas gerações sejam obrigadas a arcar com enormes custos para a manutenção do Estado *latu sensu* e desenvolvimento das políticas públicas.²⁷⁵

Quando se fala sobre sustentabilidade financeira tem-se a preocupação de ser, em primeiro lugar, uma política que alinhe as receitas e as despesas atuais calculando seus reflexos no futuro, uma vez que, nem sempre a possibilidade de se gerar receitas no futuro será o mesmo ou maior do que no presente. E segundo porque as necessidades coletivas variam e podem não ser as mesmas das atuais e, muitas vezes ficam mais onerosas. E terceiro porque a geração presente pode deixar déficits para o futuro. Um quadro não difícil de visualizar, pois basta imaginar o que está ocorrendo com o envelhecimento da população. Enquanto em uma geração da maioria sendo jovens a possibilidade de produção seja alta e os gastos com saúde sejam baixos, a outra, sendo uma maioria de velhos, tem-se uma minoria de jovens na produção, além de uma grande quantidade de

²⁷² ABRAHAM, Marcus. **Curso de Direito Financeiro Brasileiro**, 4ª ed. Ver. Atual. E ampl. – Rio de Janeiro, Forense, 2017, p. 199.

²⁷³ BALEEIRO, Aliomar. **Uma Introdução à Ciência das Finanças**. 16ª ed. rev. e atualizada, por Dejalma de Campos. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 79.

²⁷⁴ HARADA, Kyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo, Atlas, 2017, p. 39.

²⁷⁵ SCAFF, Fernando Facury. Equilíbrio orçamentário, sustentabilidade financeira e justiça intergeracional. **BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS LVII / III** (2014) 3179-3202. DOI: DOI:https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-3_19. Disponível em: URI:<http://hdl.handle.net/10316.2/39867>. Acesso em: 10 jan. 2020.

idosos que já não produzem tanto, mas que requerem altos cuidados médicos. Com isso, torna-se claro que a primeira geração irá gerar uma receita maior e sua despesa será menor do que na próxima. Porém, a situação se agrava ainda mais quando, por exemplo, a geração de jovens resolveu contrair créditos para seu próprio fim, com construções de estádios e locais de entretenimento, ao invés de hospitais. Além da futura geração não usufruir dos gastos da primeira, ainda arcará com os juros dos empréstimos, tendo que construir toda a infraestrutura para o implemento da saúde.

De acordo com Canotilho, o princípio da sustentabilidade possui três dimensões: (1) sustentabilidade interestatal, que se traduz pela imposição de equidade entre os países ricos e pobres; (2) a sustentabilidade geracional como a equidade entre grupos de uma mesma geração, mas com diferentes faixas etárias; e (3) sustentabilidade intergeracional que impõe a equidade entre as pessoas do presente e as do futuro.²⁷⁶ O autor divide o princípio da sustentabilidade em sentido restrito e sentido amplo. O de sentido restrito seria aquele conhecido como o princípio da sustentabilidade ecológica voltado à manutenção dos recursos naturais findáveis. Já em sentido amplo o princípio se insere em três pilares: sustentabilidade ecológica; sustentabilidade econômica e sustentabilidade social.²⁷⁷

A sustentabilidade financeira se insere no princípio da sustentabilidade em sentido amplo, objetivando uma equação que se projete mais no futuro do que o requerido no atual sistema de equilíbrio orçamentário. Seguindo o exemplo de Scaff,²⁷⁸ no intuito de fechar as contas públicas, o país contraiu uma dívida de curto prazo com vencimento no exercício seguinte, acrescido de altos juros. No exercício em que a dívida foi contraída, as contas fecharão mantendo seu equilíbrio orçamentário, mas não terão sustentabilidade financeira. Isso porque no exercício seguinte, o empréstimo deverá ser pago, tanto o principal quanto os juros, daí a problema, pois esse exercício correrá sério risco de não fechar suas contas dentro do equilíbrio orçamentário e, muitas vezes, carecerá de novos empréstimos tornando a economia daquele ente em um eterno devedor e pagador de juros.

²⁷⁶ CANOTILHO, Joaquim Gomes. O Princípio da sustentabilidade como Princípio estruturante do Direito Constitucional. **Revista de Estudos Politécnicos. Polytechnical Studies Review** 2010, Vol VIII, nº 13, 007-018 ISSN: 1645-9911, p. 9. Disponível em: <http://www.scielo.mec.pt/pdf/tek/n13/n13a02.pdf>. Acesso em: 09 jan.2020.

²⁷⁷ *Ibid.*, p.9.

²⁷⁸ SCAFF, Fernando Facury, Equilíbrio orçamentário, sustentabilidade financeira e justiça intergeracional. **BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS** LVII / III (2014) 3179-3202. DOI: DOI:https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-3_19. Disponível em: URI:<http://hdl.handle.net/10316.2/39867>. Acesso em: 10 jan. 2020.

Portanto, a sustentabilidade financeira requer que o equilíbrio orçamentário seja vislumbrado a médio e a longo prazos e não somente no exercício em questão. Desse modo expõe Scaff:

É necessário analisar a questão do equilíbrio orçamentário à luz da sustentabilidade financeira. Não basta empatar a receita e a despesa em um exercício fiscal. É necessário que as finanças públicas tenham sustentabilidade a médio e longo prazos.²⁷⁹

Cabe à administração pública voltar seu olhar para o futuro e vislumbrar a continuidade da máquina pública e das necessidades coletivas. Uma preocupação intergeracional porque como bem expõe Scaff:

Crédito público é imposto diferido. Renúncia fiscal equivale a despesa pública. Serão as futuras gerações que arcarão com os custos dos gastos realizados hoje com base em empréstimos que serão pagos no porvir. O caráter intergeracional da sustentabilidade financeira é que deve ser o foco do problema. Governos irresponsáveis, que aumentam gastos públicos rígidos, custeados a partir de empréstimos públicos — mesmo que de longo prazo — devem ser coibidos de fazê-lo. Aqui o foco é a qualidade do gasto público, visando seu equilíbrio.²⁸⁰

A boa governança deve se dar no sentido do exercício de cidadania com foco no hoje e no amanhã sem o esquecimento dos ensinamentos do passado. Quando ocorreu a crise de 2008, nos Estados Unidos, a solução encontrada pelo governo norte-americano, para o não agravamento do quadro, foi o resgate dos bancos com a utilização de verba pública, ou seja, o dinheiro do contribuinte. Na ocasião, Stiglitz chamou a atenção para a diferença de coeficiente multiplicador que determinados investimentos possuem frente a outros:

Gastar dinheiro para salvar as empresas automobilísticas pode equivaler a jogar dinheiro fora, muito embora preserve empregos temporariamente. Investimentos em estradas podem contribuir para o aquecimento global, um dos maiores problemas de longo do planeta. Seria muito melhor criar um sistema de transporte público moderno e de alta velocidade. Gastar dinheiro para salvar os bancos sem obter nada de volta é dar dinheiro aos americanos mais ricos, com um multiplicador quase nulo.²⁸¹

Lembrando que a securitização das hipotecas *subprime* foi uma das alavancas da eclosão da crise e de sua dissipação no globo, ocasionando uma grande crise sistêmica. O

²⁷⁹ SCAFF, Fernando Facury, Equilíbrio orçamentário, sustentabilidade financeira e justiça intergeracional. **BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS LVII / III** (2014) 3179-3202. DOI: DOI:https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-3_19. Disponível em: URI:http://hdl.handle.net/10316.2/39867. Acesso em: 10 jan. 2020.

²⁸⁰ *Ibid.*, p. 3193

²⁸¹ STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre**: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. Companhia das Letras. E-book kindle., posição 1404.

cidadão norte-americano, portanto, perdeu não só uma ou duas vezes com a ganância do mercado financeiro, mas várias vezes, haja vista a perda pessoal com a degradação do preço de imóveis e a consequente impossibilidade de cumprir com os pagamentos da hipoteca restando, muitas vezes, na perda do bem. Do mesmo modo, perdeu com o resgate aos bancos com o dinheiro público e, também, por ter que viver em uma recessão sem perspectiva de saída. Em sua análise sobre a crise de 2008, o autor do livro “*O mundo em Queda Livre*” expôs que o que deveria ser feito no momento pós-crise, no início do governo Obama teria de encaminhar mais valores aos setores de tecnologia e a novos empreendimentos, uma vez que havia sido em demasia o valor direcionado ao setor imobiliário. “A função do setor financeiro era encaminhar os fundos aos destinos em que os ganhos para a sociedade fossem os mais altos.”²⁸² Mas, ao contrário, a escolha se deu para o resgate dos bancos, do mesmo setor que havia desencadeado a crise, levando em conta que os administradores pouco fizeram, no intuito de assegurar um retorno efetivo para a sociedade.

Os dirigentes dos Estados Unidos não se esforçaram no amparo aos mais vulneráveis, no que diz respeito às vítimas que haviam perdido todos os bens e, ainda, foram jogadas ao desemprego. No entanto, empregaram uma vultosa quantia de verba nos próprios agentes das finanças. A utilização da verba gasta se voltada à geração de benefícios futuros, pode ser uma política em favor da realização do bem comum.

Baleeiro²⁸³, ao expor sobre o crédito público, já havia chamado a atenção para os investimentos e sua possibilidade de retorno, além da diferença entre o bom e o mau uso do dinheiro que se reflete tanto na atualidade como no futuro. A própria dívida pública pode ser justificável se o retorno de seus investimentos for benéfico. O autor, exemplifica com os investimentos em bens duráveis como estradas de ferro, canais e portos e a visão dos clássicos que se mantém até os dias atuais, com a manutenção da regra de ouro, impedindo o uso de verba de operações de créditos em despesas correntes permitindo-as, dentro da legalidade, com as despesas de capitais.

A geração futura ficaria onerada com a amortização, ou com os juros da dívida, mas receberia, como compensação desse ônus, o valor da rede de transportes, das empresas públicas produtivas de receitas originárias, das fortalezas, frotas mercantes de guerra, bens corpóreos etc. O sacrifício da posteridade seria

²⁸² STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre**: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. Companhia das Letras. E-book kindle, posição 961.

²⁸³ BALEEIRO, Aliomar. **Uma Introdução à Ciência das Finanças**. 16ª ed. rev. e atualizada, por Dejalma de Campos. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 477.

praticamente nulo pelo ativo que se conservaria até a época em que viesse a suportar os ônus financeiros correspondentes.²⁸⁴

Alguns estudiosos, como Scaff²⁸⁵, traçam críticas quanto à vedação da regra de ouro, chamando a atenção para a impossibilidade de outros investimentos que, embora não sejam despesas de capitais, trazem grandes benefícios à sociedade, como a utilização da verba no ensino de qualidade que produz capital humano qualificado.

De fato, existem bens que não se trajam como bens de capital, mas que são de extrema importância para o desenvolvimento da nação com grandes ganhos futuros. Desta forma, o emprego angariado pela antecipação da dívida ativa, através da securitização, se devidamente empregado, com vistas a obter a sustentabilidade financeira e repercutir de modo benéfico às gerações vindouras, pode representar uma estratégia inteligente dos agentes do presente para com a população do futuro.

²⁸⁴ BALEEIRO, Aliomar. **Uma Introdução à Ciência das Finanças**. 16ª ed. rev. e atualizada, por Dejalma de Campos. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 477.

²⁸⁵ SCAFF, Fernando Facury, Equilíbrio orçamentário, sustentabilidade financeira e justiça intergeracional. **BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS LVII / III** (2014) 3179-3202. DOI: DOI:https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-3_19. Disponível em: URI:<http://hdl.handle.net/10316.2/39867>. Acesso em: 8-01-2020.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

1 - A securitização é uma operação financeira que possibilita que créditos ilíquidos se transforme em títulos comercializáveis no mercado de capitais. Inicialmente, qualquer tipo de direito creditório pode ser utilizado para a viabilização da operação de securitização. Como já referido nesta pesquisa, o setor bancário se interessa por esse mercado de securitização porque a cadeia entre o tomador do empréstimo e o investidor é longa o bastante possibilitando a arrecadação de taxas e comissões.²⁸⁶

Portanto, existe uma busca incessante nesse setor por direitos creditórios. Nos Estados Unidos, em um período de pouca regulação, o setor bancário utilizou hipotecas ofertadas a pessoas que não tinham bom histórico de crédito (*subprime*) para alicerçar títulos securitizados e espalhá-los pelo globo, tendo como reflexo uma severa crise sistêmica.

Com vistas a evitar que novos abusos fossem cometidos, os americanos tenderam a regulamentar de maneira mais eficiente o setor financeiro com a promulgação do *Dodd Frank Act*. Ressalta-se que a crise ocasionada pelo mercado com a distribuição das hipotecas *subprime* não se limitou a levar a falência instituições financeiras e empresas, mas causou inúmeros prejuízos aos cidadãos e contribuintes em diversos países. Os contribuintes norte-americanos tiveram que arcar com o resgate milionário de instituições financeiras, além de enfrentarem uma grande recessão, perdendo empregos e imóveis. Dessa forma, era imprescindível que se prestasse mais atenção às atividades desse mercado.

2 - Apesar do lamentável desenrolar da crise de 2008, o mercado continua tendendo a operacionalizar com esse tipo de produto. Ou seja, prossegue buscando direitos creditórios para serem securitizados e transformados em títulos comercializáveis. A preferência se dá por direitos creditórios que carreguem alguma espécie de lastro como na área imobiliária na qual o imóvel garante o crédito.

No Brasil, várias legislações regulamentam as operações de securitização, cada uma com suas especificidades. No setor privado, as leis estabelecem e regulam a

²⁸⁶ CAGNIN, Rafael Fagundes. O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002. 2007. 121p. Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP, p. 38

securitização de direitos creditórios em áreas como a da imobiliária e do agronegócio. Além das legislações existentes que regulam de forma abrangente a securitização na esfera privada, uma série de instruções da Comissão de Valores Mobiliários e Resoluções do Banco Central, amparam essa espécie de negociação. Já no setor público, a regulamentação ainda não resta minuciosa, suscitando dúvidas além de trazer insegurança jurídica aos envolvidos.

Em relação à securitização dos créditos oriundos de *royalties* de petróleo e participação especial acabou por ser objeto de Ação Civil Pública, quando se constatou que com a queda do preço do barril, o índice IC que garantia a operação tornou-se afunilado, fato que levou à Rioprevidência a arcar com as penalidades contratuais, trazendo prejuízos aos cofres públicos.

O ocorrido com a securitização dos *royalties* de petróleo e participação especial tem uma importância relevante quando se trata da securitização da dívida ativa. Os diplomas que versam sobre o assunto, normalmente, disciplinam que o ente federado não seria responsável ou assumiria qualquer garantia ou outra espécie de compromisso financeiro, perante o cessionário, pelos créditos securitizados. Contudo, no caso da Rioprevidência, havia uma garantia implícita, o IC, inclusive com previsão contratual de que sua alteração provocaria penalidades previstas no contrato, o que acabou pela renegociação do pacto com elevação dos juros pagos pelo ente público. Desse modo, percebe-se que o mercado, de um modo ou de outro, não irá negociar com títulos que não carreguem qualquer espécie de garantia.

3 - A securitização da dívida ativa é uma realidade cada vez mais presente. Variados diplomas normativos em âmbito Estadual e Municipal vêm disciplinando o assunto e autorizando que muitas dessas operações sejam realizadas. O recente entendimento do plenário do Supremo Tribunal Federal, na Ação Direta de Inconstitucionalidade 3.786 do Distrito Federal, sobre o não enquadramento da cessão de direitos creditórios da dívida ativa por endosso-mandato como operação de crédito, sinaliza a linha de pensamento majoritário que ronda a instância máxima da justiça brasileira. Com a provável aprovação do PLP 459 de 2017, o assunto estará legalmente pacificado. A questão, então, passará a ser sobre sua necessidade, viabilidade financeira e moralidade, tanto para a atualidade quanto para uma visão de solidariedade intergeracional.

4 - Embora no Direito brasileiro seja comum o uso de artifícios de retórica na tentativa de descaracterizar o que é em realidade, a securitização é uma sofisticada

operação de crédito nos conformes da Lei de Responsabilidade Fiscal. Foi passado que a securitização é utilizada em alguns instrumentos de derivativos financeiros como os *CDOs* e que dependendo da situação até se confunde com eles. Mesmo que haja entendimento de que os derivativos sejam distintos da securitização, essa última se insere na estrutura deles e os serve de suporte. Portanto, com a caracterização de operação de crédito com o uso de derivativos e outras operações assemelhadas, a Lei de Responsabilidade Legal, implicitamente estaria incluindo a securitização.

No mais, sempre haverá alguma assunção de responsabilidade do ente público com o cessionário. Seja pelo vasto montante da dívida ativa servindo como colchão para garantir que os créditos sejam adimplidos, seja pela cobrança dos contribuintes pelos órgãos públicos, mantendo todo dispêndio financeiro com os entes públicos, no intuito de garantir que os investidores sejam recompensados pelos títulos adquiridos.

A essência de algumas coisas não muda porque alguém diz que mudou ou quer que mude. O que se diz hoje pode ser desdito amanhã, mas a essência será sempre a mesma, pois as consequências para o hoje e o amanhã serão as mesmas. Curvo²⁸⁷ já havia demonstrado que Minsky previa que a regulação ia se tornando insuficiente porque as instituições financeiras estariam sempre buscando novas formas e moldes para contorná-la.

Assim, a Lei de Responsabilidade Fiscal foi instituída como forma de evitar um grande endividamento público propiciando instrumentos de controle e fiscalização. Todavia, nenhuma legislação é suficientemente eficaz em prever todos os atos e inovações que as mentes humanas são capazes de criar. Neste sentido, podemos dizer que a lei não fecha as possibilidades de enquadramento das operações de crédito.

5 - O fato das legislações nacionais que versam sobre a securitização da dívida ativa manter a prerrogativa de cobrança com ente público descaracteriza a venda definitiva do ativo e o conceito do *true sale*. Para a securitização ser perfeita, o originador deveria ficar 100% de fora da relação, passando para o veículo securitizador e para os investidores toda a responsabilidade sobre os riscos de eventual inadimplemento. Ocorre que, existe a impossibilidade de transferência da prerrogativa de cobrança. Portanto, o ente permanece com um ônus, mantendo-se na relação.

²⁸⁷ CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as Grandes Crises Sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929 e 2008)**. 2011.199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011, p. 51-42.

Desse modo, mesmo que o § 4º, do art. 1º, do PLP 459/2017, aduzir ser considerada a operação como uma venda definitiva de patrimônio público, com a manutenção do ente na relação através da prerrogativa de cobrança, não há de se falar em venda definitiva, sem assunção de risco para o ente federado, pois o dispêndio de pessoal e capital continua a ser suportado pelo contribuinte.

6 – A operação de securitização dos créditos da dívida ativa exige uma série de custos para sua implementação, além do deságio em si. Esses custos podem não ser justificáveis frente ao interesse coletivo e não devem ser visualizados como irrisórios. A aceitação de uma dilapidação significativa do valor constante em dívida ativa vai contra a supremacia do interesse público tanto na atualidade como no futuro.

Desta forma, deve ser estabelecido um teto para o montante do deságio e outros custos nas operações de securitização em lei, como forma de evitar a transferência do capital público aos setores privados, e não somente contratualmente ou em processo licitatório.

É necessário recordar que o afrouxamento da legislação nos Estados Unidos propiciou um ambiente bastante favorável a práticas financeiras de baixa qualidade e segurança, transformando um ambiente equilibrado em caos. Os ensinamentos deixados provocaram o *Dodd-Frank Act* como tentativa de reequilíbrio e de obstar um quadro semelhante.

Para tanto, a legislação deve ser zelosa quando se trata do erário público, finanças, instituições e mercado financeiro, principalmente quando sua finalidade está na implementação das necessidades coletivas, como é a destinação dos recursos públicos.

Recordando que o pagamento de tributos além de ser uma obrigação é um dever fundamental, instituto jurídico constitucional, consubstanciado na capacidade contributiva, solidariedade e dignidade da pessoa humana, servindo para a manutenção estatal e realização das necessidades coletivas, não é passível que seus recursos sejam dispersados pelo mercado ao invés de cumprir com sua função.

7 - A presunção de certeza e liquidez e o efeito de prova pré-constituída da dívida ativa é relativa, de acordo com o parágrafo único do art. 204, do Código Tributário Nacional, podendo ser ilidida por prova inequívoca, a cargo do sujeito passivo. Isso significa dizer que pode haver créditos inscritos em dívida ativa de forma irregular e passíveis de invalidação. Ou seja, créditos securitizados podem ser cancelados e, nesse caso, o contribuinte ou o devedor não iriam arcar com sua quitação, restando o poder

público responsável perante o cessionário sobre o crédito cancelado ou como um agente cedente de créditos inexistentes, sem liquidez (créditos podres).

Além do fator acima elencado, algumas legislações acabam autorizando a cessão de créditos tributários ainda não inscritos em dívida ativa. Tal situação reforça a possibilidade de o ente federado poder ceder um crédito de caráter duvidoso, mesmo porque tais créditos são ainda passíveis de cancelamento. A cessão de direitos creditórios duvidosos enseja que pode haver a criação de um capital inexistente na ordem econômica facilitando a criação de bolhas.

Assim, a securitização da dívida ativa possibilita a disseminação de títulos duvidosos e de risco. Até o presente momento, a securitização da dívida ativa tem sido feita com uma grande cautela já que procurou-se securitizar créditos que não apresentavam severos riscos de inadimplência, além da manutenção de um colchão de direitos creditórios que garantem o adimplemento dos créditos securitizados. Todavia, em um momento futuro pode ser que tal cuidado não seja tão seriamente observado, e um efeito cascata seja ocasionado pela distribuição de títulos lastreados em direitos creditórios tributários. Tal fato, ensejaria em um desequilíbrio inesperado à estrutura econômica do Estado e ao mercado financeiro, podendo pleitear que o Estado assumisse o risco causado.

8 - Deve-se visualizar, do mesmo modo, o fato de possíveis formas lapidadas de corrupção. O escoamento de dinheiro público através de uma engenharia financeira bem refinada. A falta de transparência existente, de cálculos coerentes e confiáveis, poderiam estar a ocultar um desvio de verba pública e, claro, isso não interessa nem a coletividade atual e nem as futuras gerações.

9 - Outra questão a ser pensada é a da escassez de caixa. A atual administração poderia ceder todos os recursos futuros existentes, deixando o caixa do ente sem expectativa de recebimento, a não ser as novas arrecadações, ensejando um conflito intergeracional. O próprio Tribunal de Contas da União visualizou, no Acórdão 772 de 2016, que mesmo que o fato gerador tenha ocorrido no passado o que ocorre, na realidade, é que a arrecadação futura passa a ser objeto de uma troca intertemporal, sendo que o ente receberá no presente uma receita futura às custas de uma taxa juros explícita ou implícita e mais, havendo o comprometimento financeiro com o credor no futuro.

Através do *logos* o homem tem a capacidade de discernir o que é certo e errado, o justo e o injusto. A criação de leis que ampara somente uma parcela de interesses vai em desencontro à justiça e ao bem comum. O exercício político exige que se busque o bem

da coletividade e que a governança deva atentar à perpetuação da saúde da vida pública, independente de interesses egoísticos e ocultos.

Como já se viu, o mercado tem interesse na descoberta de novos direitos creditórios que sirvam de lastro para a securitização. Uma vez que, o caminho a ser percorrido entre o devedor e o investidor é longo o suficiente para se recolher as mais variadas taxas, tal percurso torna-se uma fonte interessante de enriquecimento dos agentes e das classes que atuam no mercado financeiro.

O exercício da cidadania, portanto, exige um olhar mais atento para as gerências das finanças e das legislações que surgem entre as penumbras do poder que representam interesses de um mercado que trabalha por si mesmo não cumprindo com a devida função social, mas alimentando as contas robustas dos investidores do mercado.

10 – Em uma conjuntura de cidadania participativa e fiscal cabe aos gestores públicos e cidadãos comuns acompanhar o desempenho dos cofres públicos, tendo como objetivo o bem comum, o interesse coletivo e a sustentabilidade financeira.

Aos administradores o foco deve se dar em estruturas que garantam a continuidade dos serviços públicos a longo prazo, atendendo as necessidades de gerações vindouras. Sendo assim, a boa governança requer uma gestão consciente e o respeito aos cofres públicos, além de uma política de Estado sistematizada e não uma mera política de governo ansiando pelas suas próprias ambições.

Sendo a securitização uma realidade cada vez mais concreta, a destinação dos recursos obtidos através da operação deve estar associada à criação dos alicerces para as necessidades futuras.

11 - A securitização da dívida ativa pode ser justificável se operada com responsabilidade, juros, custos e deságio num patamar aceitável como forma de viabilizar que a administração da atualidade possa operar em prol de um olhar mais longínquo. Mas, somente em casos que haja uma perspectiva de recebimento no futuro, sendo capaz de legitimar esse adiantamento de recursos contraído no presente.

REFERÊNCIAS

- ABRAHAM, Marcus. **Curso de Direito Financeiro Brasileiro**, 4ª ed. Ver. Atual. E ampl. – Rio de Janeiro, Forense, 2017.
- ALVES, Gustavo de Aguiar Ferreira. **Segregação Patrimonial e Securitização de Crédito**. 2010.165f. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais. Programa de Pós-Graduação em Direito. Belo Horizonte, 2010. Disponível em: http://www.biblioteca.pucminas.br/teses/Direito_AlvesGA_1.pdf. Acesso em: 01 jul. 2019.
- AMBIMA. **Reforma Financeira norte-americana: A Lei Dodd/Frank**. Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais. _ Rio de Janeiro: ANBIMA, 2011. 44 p.; 25 cm. – (Perspectivas). Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/B2/24/B5/51/742D7510E7FCF875262C16A8/Perspectivas_20ANBIMA_20Reforma_20Americana_1_.pdf. Acesso em: 30 out. 2019.
- ARISTÓTELES. **A Política**. Disponível em: <https://mega.nz/#F!88FVCbqK!Heay0BIZCI-A29hJjs0uLA>. Acesso em: 20 dez. 2019.
- ARISTÓTELES. **Ética a Nicômaco**. Tradução de Leonel Vallandro e Gerd Bornheim da versão inglesa de W. D. Ross. São Paulo: Nova Cultural, 1991. Disponível em: <https://abdet.com.br/site/wp-content/uploads/2014/12/%C3%89tica-a-Nic%C3%B4maco.pdf>. Acesso em: 16 dez. 2019.
- AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. **Aspectos jurídicos da securitização no Brasil**. 2014.140f. Dissertação (Mestrado)- Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Doi:10.11606/D.2.2014.tde-11022015-140625. Acesso em: 25 jul. 2019.
- BALEEIRO, Aliomar. **Uma Introdução à Ciência das Finanças**. 16ª ed. Ver. E atualizada, por Dejalma de Campos. Rio de Janeiro: Forense, 2006.
- BOMFIM, Antulio N. **Derivativos de Crédito e Outros Instrumentos**. Tradução Cristiane Jaeger. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 155.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito Societário**. 13ª ed. Ver. E atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.
- BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues, Torres Filho, Ernani Teixeira. Analisando a Crise do *Subprime*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, V. 15, N. 30, P. 129-159, DEZ. 2008. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/8344/1/RB%2030%20Analisando%20a%20Crise%20do%20Subprime_P_BD.pdf> Acesso em: 13 jun. 2019.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Paraná TJ- **Acórdão n.905891**, 20140020319550ADI, Relator: JOSÉ DIVINO CONSELHO ESPECIAL, Data de Julgamento: 03/11/2015, publicado no DJE: 16/11/2015. Pág.: 11). Disponível em: <https://pesquisajuris.tjdft.jus.br/IndexadorAcordaos-web/sistj?visaoId=tjdf.sistj.acordaoeletronico.buscaindexada.apresentacao.VisaoBuscaAcordaoGet&idDocumento=905891>. Acesso em: 21/07/2019.

BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS TCE-RS – Processo nº 011474-0200/16-6. Disponível em: https://portal.tce.rs.gov.br/portal/page/portal/tcers/consultas/processos_detalhes?p_processo=114740200166. Acesso em 27/08/2019.

BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO TCU, **ACÓRDÃO 772/2016 – PLENÁRIO**; Relator: RAIMUNDO CARREIRO; Processo nº016.585/2009-0. Disponível em: https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/documento/acordao-completo*/KEY:ACORDAO-/COMPLETO-1712063/DTRELEVANCIA%20desc/0/143epositór%3Dfalse. Acesso em: 14/07/2019

BRASIL. TRIBUNAL DE CONTAS DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Gabinete do Conselheiro Rodrigo de Melo do Nascimento. **Processo nº 108.168-2/16**. Disponível em: <https://www.tce.rj.gov.br > proc.105.879.8.14. Contas GERJ 2013.pdf>. Acesso em: 12/11/2019.

CAGNIN, R. **O ciclo dos imóveis e o crescimento econômico nos Estados Unidos 2002-2008**. Estudos Avançados, 23(66), 147-168, 2009. Disponível em <http://www.revistas.usp.br/eav/article/view/10416>. Acesso em 12 jun. 2019.

CAGNIN, Rafael Fagundes. **O mercado imobiliário e a recuperação econômica dos EUA após 2002**. 2007. 121p. Dissertação (mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Instituto de Economia, Campinas, SP. Disponível em: <http://www.repositorio.unicamp.br/handle/REPOSIP/285734>. Acesso em: 20 jun. 2019.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Projeto permite negociação de direitos de dívidas com estados e municípios**. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/camaranoticias/noticias/ECONOMIA/551181-PROJETO-PERMITE-NEGOCIACAO-DE-DIREITOS-DE-DIVIDAS-COM-ESTADOS-E-MUNICIPIOS.html>. Acesso em: 30 jun.2019.

CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Ed. Saraiva, 2005.

CANOTILHO, Joaquim Gomes. O Princípio da sustentabilidade como Princípio estruturante do Direito Constitucional. **Revista de Estudos Politécnicos. Polytechnical Studies Review 2010**, Vol VIII, nº 13, 007-018 ISSN: 1645-9911, p. 9. Disponível em: <http://www.scielo.mec.pt/pdf/tek/n13/n13a02.pdf>. Acesso em: 09 jan.2020.

CARDOZO, José Eduardo M.; QUEIROZ, João Eduardo L.; SANTOS, Márcia Walquiria Batista dos. **Direito Administrativo Econômico**. São Paulo:Atlas, 2001.

CARNELLOS, Marcos Ricardo. **Derivativos de crédito: aplicação para o mercado brasileiro**. 2007. 99 f. Dissertação (Mestrado em Economia) - Pontifícia Universidade

Católica de São Paulo, São Paulo, 2007. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/handle/handle/9323>. Acesso em: 18/09/2019

CARNEIRO, Antônio Velloso. Securitização de dívida ativa: o omelete e os ovos. **O Estado de São Paulo**. Estadão Política. 03 de janeiro de 2018. Disponível em: <https://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/securitizacao-de-divida-ativa-o-omelete-e-os-ovos/>. Acesso em: 11 jul. 2019.

CARPENTER, David H; MURPHY, Edward V; MURPHY, M. Maureen. **The Glass-Steagall Act: A Legal and Policy Analysis**. 2016. Congressional Research Service 79-5700 www.crs.gov R44349. Disponível em: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R44349.pdf>. Acesso em: 25 jun. de 2019.

CARVALHO, José Murilo de. **Cidadania no Brasil**. O Longo Caminho – edição atualizada. 23 ed., Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2017, p. 220.

CASAROTTO, João Pedro. Securitização, cessão e novação da dívida ativa e demais recebíveis estatais. **Revista Ceape**. Edição de junho de 2017, Porto Alegre/RS. Disponível em: <http://www.ceapetce.org.br/uploads/documentos/595560ec6855b2.41614480.pdf>. Acesso em: 21 ago. 2019.

CASAROTTO João Pedro. **As invalidezes jurídica e social das Sociedades de Economia Mista Gestoras de Ativos Estatais**: O caso de Porto Alegre e de congêneres Estaduais e Municipais. Porto Alegre/RS: 2016. Disponível em: <http://www.febrafite.org.br/wp-content/uploads/2016/06/00-EstudoCompleto-1.pdf>. Acesso em: 22 ago. 2019.

CECHIN, Alicia; MONTOYA, Marco Antônio. Origem, causas e impactos da crise financeira de 2008. **Teoria e Evidência Econômica** - Ano 23, n. 48, p. 150-171, jan./jun. 2017. Disponível em: seer.upf.br/index.php/rtee/article/download/7363/4334/. Acesso em: 09 ago. 2019.

CINTRA, Marcos Antônio Macedo. **As transformações na estrutura do sistema financeiro dos EUA: a montagem de um novo regime monetário-financeiro (1980-1995)**. 1997.317 f. Tese (Doutorado) Universidade de Campinas -UNICAMP, Campinas, SP., 1997.

CINTRA, M. A. M. A reestruturação institucional do sistema financeiro americano (1980/95). **Economia e Sociedade**, v. 7, n. 1, p. 111-139. Disponível em <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643148>. Acesso em: 11 fev. 2016.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS. CVM, Portal do Investidor. **O que são derivativos?** Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/derivativos/Derivativos_introducao.html. Acesso em: 17 set. 2019.

COMISSÃO DE VALORES IMOBILIÁRIOS, CVM, Instrução Normativa CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst600.html>. Acesso em: 17 nov. 2019

CURVO, Raul Murilo Chaves. **Comparação entre as grandes crises sistêmicas do Sistema Capitalista (1873, 1929, 2008)**. 2011. 199 f. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em:
http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/pped/defesas/01-Raul_Murilo_Chaves_Curvo.pdf. Acesso 12 jun. de 2019.

DECLARAÇÃO DOS DIREITOS DO HOMEM E DO CIDADÃO, 1789. Disponível em: <http://www.direitoshumanos.usp.br/index.php/Documentos-antiores-%C3%A0-cria%C3%A7%C3%A3o-da-Sociedade-das-Na%C3%A7%C3%B5es-at%C3%A9-1919/declaracao-de-direitos-do-homem-e-do-cidadao-1789.html>. Acesso em: 02/02/2020.

DIÁRIO OFICIAL EMPRESARIAL – SÃO PAULO. **Relatório da Administração – exercício de 2018 – da Companhia Paulista de Securitização – CPSEC**. Disponibilizado no Diário Oficial Empresarial de São Paulo, dia 29 de março de 2019. <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Documents/CPSEC/Balan%C3%A7o%20018.pdf>. Acesso em: 01 set. 2019.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. **Direito Administrativo**. 25 ed. São Paulo: Atlas, 2012.

DINIZ, Maria Helena, **Curso de Direito Civil Brasileiro**, V. 2: teoria geral das obrigações. 29ª ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

EICHENGREEN, Barry J. **A globalização do capital: uma história do sistema monetário internacional**. São Paulo: Editora 34, 2000.

EIZRICK, Nelson; GAAL, Ariádna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais Regime Jurídico**. 3. Ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro, São Paulo, Recife: Renovar, 2011.

FERREIRA, Cláudio de Araújo. **As Operações de Securitização de Dívida Ativa: Equacionando as Contas Públicas**. São Paulo: Quartir Latin, 2018.

FREITAS, M. C. P. de; CINTRA, M. A. M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v.28, n.3 (111), p.414-33, 2008. Disponível em
<http://www.revistas.usp.br/eav/article/view/10416/12133>. Acesso em: 19 jun. 2019

FUSO, Rafael Correia. **Regimes Tributários na Securitização de Títulos e Valores Mobiliários: lucro real e lucro presumido**. 2016. 322 f. Tese (Doutorado) Pontifícia Universidade Católica PUC-SP, São Paulo-SP, 2016. Disponível em:
<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/19255/2/Rafael%20Correia%20Fuso.pdf>. Acesso em: 15 ago.2019.

GALDINO, Milena. Securitização: venda de créditos pode engordar o caixa de estados e municípios. **Agência Senado**. 30/08/2019. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2019/08/30/secritizacao-venda-de-creditos-pode-engordar-o-caixa-de-estados-e-municipios>. Acesso em: 22 nov. de 2019.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 10ª ed. ver. E atual. São Paulo: Malheiros, 2005.

GOVERNO DO ESTADO DE SÃO PAULO, Secretaria da Fazenda e Planejamento. Companhia Paulista de Securitização. **Estatuto Social da Companhia Paulista de Securitização**. Disponível em: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Documents/CPSEC/Estatuto%20Social%2030.04.2019.pdf>. Acesso em: 30 ago.2019.

HARADA, Kiyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**. 26ª ed. Ver., atual. E ampl. São Paulo: Atlas, 2017.

HENKE, Sabine, BURGHOF, Hans-Peter, RUDOLPH, Bernd. Credit Securitization and Credit Derivatives: Financial Instruments and the Credit Risk Management of Middle Market Commercial Loan Portfolios. **CFS Working Paper Nr. 98/07**. January, 1998. Disponível em: https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/publications/wp/98_07.pdf. Acesso em: 17 set. 2019.

KREGEL, Jan. **United States Financial Regulation: The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act in Current and Historical Perspective**. Disponível em www.ipea.gov.br/portal/images/stories/convites/cap.2%20as%20transformacoes%20sistema%20financeiro%20internacional%20cap%20%202%20kregel%20english%20oct%2012.pdf. Acesso em: 08 out. 2019.

MACEDO, Paulo Sérgio Novais de. Democracia participativa na Constituição Brasileira. **Revista de Informação Legislativa**. Brasília a. 45 n. 178 abr./jun. 2008, p. 187. Disponível em: www12.senado.leg.br/ril/edicoes/45/178/ril_v45_n178_p181.pdf. Acesso em: 06 jan. 2019

MARSHALL, T. H. **Cidadania, Classe Social e Status**. Tradução Meton Porto Gadelha. Rio de Janeiro: Zahar Editores, 1967.

MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. **Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05.2013**. 128 f. Tese (Doutorado)- Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, Disponível em: https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20012015-144438/publico/INTEGRAL_Tese_Helio_Mendes.pdf. Acesso em: 08 ago.2019.

MINISTÉRIO DA FAZENDA, Tesouro Nacional. **Instruções de Procedimentos Contábeis: IPC XX – Cessão de Direitos Creditórios** com base no modelo de PCASP para Estados e Municípios, Constante do anexo III da IPC 00, 2017. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/613266/Minuta+IPC+-+Cess%C3%A3o+de+Direitos+Credit%C3%B3rios/ed9e19ae-0718-4f43-a349-1025c4372a66>. Acesso em: 08 ago.2019.

MINISTÉRIO PÚBLICO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Grupo de Atuação Especializada no Combate à Sonegação Fiscal e aos Ilícitos contra a Ordem Financeira, Tributária e Orçamentária (GAESF)**. Disponível em: <https://www.mprj.mp.br/home/-/detalhe-noticia/visualizar/56605>. Acesso em: 06 nov./2019.

MINISTÉRIO PÚBLICO DE CONTAS DO ESTADO DE SÃO PAULO. 7ª Procuradoria de Contas. **TC – 10308.989.16-9**. Disponível em: <http://www.mpc.sp.gov.br/wp-content/uploads/2016/08/EPE-10308.989.16.pdf>. Acesso em: 22 jan. 2020.

MINISTÉRIO PÚBLICO DO RIO DE JANEIRO - MPRJ – notícia. **MPRJ pede que Estado deixe de realizar operações de securitização dos royalties do petróleo**. Publicação 16/04/2018. Disponível em: <https://www.mprj.mp.br/home/-/detalhe-noticia/visualizar/56605>. Acesso em: 02 nov.2019.

MINISTÉRIO PÚBLICO DE GOIÁS. Representação oferecida ao Tribunal de Contas do Estado de Goiás – TCE/GO [footnoteRef:9], em julho/2015, acerca da “Securitização da Dívida Ativa” (**Processo 201500047001439**) Disponível em: <http://mpc.go.gov.br/e/wp-content/uploads/2014/09/Representa%C3%A7%C3%A3o-Dr.-Fernando-24.07.pdf>.] Acesso em: 19 jul. 2019.

MIRANDA, Luiz Ricardo, **A regulação das relações econômicas Internacionais**, Justiça do Direito, v. 30.n3, p. 402-421, set/dez. 2016. Disponível em: <http://seer.upf.br/index.php/rjd/article/view/6338/4106>. Acesso em: 27 de jun. 2019.

NABAIS, José Casalta. **O Dever Fundamental de Pagar Impostos**. Contributo para a compreensão Constitucional do estado fiscal contemporâneo. Teses de doutoramento. Almedina, Coimbra, 2015

NEAL, Larry; WHITEN, Eugene N. **The Glass-Steagall Act in Historical Perspective**, Quarterly Review of Economics and Finance 52(2) · May 2012. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/254409725_The_Glass-Steagall_Act_in_Historical_Perspective. Acesso em: 24 jun. 2019.

NOTÍCIA. **Diário do Estado**. Associação de Procuradores ajuíza ADI no STF contra resolução do Senado Federal. 01/09/2006. Disponível em: <http://www.direitodoestado.com.br/noticias/associacao-de-procuradores-ajuiza-adi-no-stf-contra-resolucao-do-senado-federal>. Acesso em: 24/07/2019.

OLIVEIRA, Rafael Tomaz de; SCARPINO JÚNIOR, Luiz Eugenio. **Securitização da dívida ativa não pode ser simples política de governo**. Artigo 11 jul. 2015. Conjur. 11/07/2015. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2015-jul-11/diario-classe-securitizacao-divida-ativa-nao-politica-governo>. Acesso em: 11 mai. 2019.

OLIVEIRA, Regis Fernandes de. **Curso de Direito Financeiro**. 5º ed rev., atual. E ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

OLIVEIRA, Giuliano C; MAIA, Geraldo; MARIANO, Jefferson. O Sistema de Bretton Woods e a Dinâmica do Sistema Monetário Internacional Contemporâneo. **PESQUISA & DEBATE**, SP, volume 19, número 2 (34) pp. 195-219, 2008.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**, vol. II. Teoria Geral das Obrigações. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

PUBLIC LAW 111-2013 – July 21, 2010. Preâmbulo. Disponível em: <https://uscode.house.gov/statutes/pl/111/203.pdf>. Acesso em: 31 out. 2019.

PORTAL NOTÍCIAS DA GLOBO.G1 Rio. **Cabral e Pezão são multados por irregularidades no Rioprevidência**. 24/05/2019. <https://g1.globo.com/rj-rio-de-janeiro/noticia/2019/05/24/cabral-e-peza0-sao-multados-por-irregularidades-no-rioprevidencia.ghtml>. Acesso em: 14 nov. 2019.

PROCURADORIA GERAL DO RIO DE JANEIRO. PGE-RJ. Notícia. **Justiça garante antecipação de R\$ 2 bilhões da receita dos royalties que vão pagar o 13º salário de servidores**. 18 de abril de 2018. Disponível em: <https://pge.rj.gov.br/imprensa/noticias/2018/04/justica-garante-antecipacao-de-r-2-bilhoes-da-receita-dos-royalties-que-va0-pagar-o-13-salario-de-servidores>. Acesso em 15 nov. 2019.

RAWLS, John. **Uma Teoria de Justiça**. Tradução Almiro Pissetta e Lenita M. R. Esteves. São Paulo: Martins Fontes, 1997.

RIBEIRÃO PRETO, Lei Complementar nº 2720, de 25 de junho de 2015. Art. 2º. Disponível em: <https://leismunicipais.com.br/a/sp/r/ribeirao-preto/lei-complementar/2015/272/2720/lei-complementar-n-2720-2015-autoriza-a-instituicao-do-fundo-especial-de-creditos-inadimplidos-e-divida-ativa-fecidat-e-da-outras-providencias?q=securitiza%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 02 jan. 2020.

ROQUE, Pamela Romeu. **Securitização de Créditos Vencidos e Pendentes de Pagamento e Risco Judicial**. São Paulo: Almedina, 2014.

RODRIGUES, Rodrigo Alves. **Derivativos de Crédito: Aspectos Jurídicos**. 2015. 304 f. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015, p. 79. Disponível em: www.teses.usp.br/teses/disponiveis/tde-14122015-091419. Acesso em 18 set. 2019.

SALES, Pedro Henrique Ramos. PLS 204/16 e o mito da securitização da dívida pública: um mau negócio à vista. **Jornal JOTA**, 15/10/2016. 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: 11 jul. 2019.

SANTOS, Durval José Soledade. Debêntures: Um Instrumento Moderno de Aplicação e Captação de Recursos. **Revista do BNDS**, Rio de Janeiro, v2, n 3, p. 239-254, jun. 1995. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/13462/2/RB%2003%20Deb%C3%AAntures_Um%20Instrumento%20Moderno%20de%20Aplica%C3%A7%C3%A3o%20

e%20Capta%C3%A7%C3%A3o%20de%20Recursos_P_BD.pdf. Acesso em: 11 jul.2019.

SANTOS, Raquel do Amaral de Oliveira. **Trust**: Das origens à aceitação pelos países de direito romano-germânico.2009.220f. Dissertação (Mestrado)- Pontifícia Universidade Católica, São Paulo. Disponível em:

<https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/8488/1/Raquel%20do%20Amaral%20de%20Oliveira%20Sa.pdf>. Acesso em: 03 ago.2019.

SCAFF, Fernando Facury. Equilíbrio orçamentário, sustentabilidade financeira e justiça intergeracional. **BOLETIM DE CIÊNCIAS ECONÓMICAS LVII / III** (2014) 3179-3202. DOI: DOI:https://doi.org/10.14195/0870-4260_57-3_19. Disponível em: URI:<http://hdl.handle.net/10316.2/39867>. Acesso em: 8 jan.2020.

SILVA, Américo Luís Martins da, **A Execução da Dívida Ativa da Fazenda Pública**, 4 Edição Revista e Atualizada de acordo com a Lei nº 13.105, de 16.03.2015. e-book.

SILVA, José Afonso da. **Curso de Direito Constitucional Positivo**. 37ª ed. Ver. E atual. (até a Emenda Constitucional n. 76, de 28.11.2013) Malheiros, São Paulo, 2014

SOUTO, Marcos Juruena Villela; ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de recebíveis de royalties do petróleo. **Rev. Direito**, Rio de Janeiro. V. 6, n. 10, jul/dez 2001. Disponível em:

http://www.camara.rj.gov.br/setores/proc/revistaproc/revproc2001/revdireito2001B/art_royalties.pdf. Acesso em: 06 jul. 2019.

SOUZA NETO, Jurandi Ferreira de. Securitização, regra de ouro e o capital: A inconstitucionalidade das operações de securitização e cessão da Dívida Ativa. **Jornal JOTA**. 10/09/2018. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/contraditorio/securitizacao-regra-de-ouro-e-o-capital-10092018>. Acesso em: 22 jul.2019.

STANDARD AND POORS. **Ratings das debêntures da CPSEC apresentam recalibragem da escala de ratings**. Comunicado à Imprensa de 02 de outubro de 2018. Disponível em:

https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF?articleId=2108404&type=NEWS&subType=RATING_ACTION. Acesso em 31 ago. 2019

STIGLITZ, Joseph E. **O Mundo em Queda Livre**: Os Estados Unidos, o mercado livre e o naufrágio da economia mundial. Companhia das Letras. E-book kindle.

STRECK, Lenio Luiz. **A Interpretação da Constituição no Brasil: Breve Balanço Crítico**. Revista Paradigma, Ribeirão Preto-SP, a. XVII, n. 21, p. 2-35, jan./dez. 2012. ISSN 2318. Disponível em: <http://revistas.unaerp.br/paradigma/article/view/210/187>. Acesso em: 03/07/2019

SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL -**Notícias STF, 13 de junho de 2018**. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/portal/cms/verNoticiaDetalhe.asp?idConteudo=381314>. Acesso em 14/07/2019.

S&P GLOBAL RATINGS. **Relatório de Monitoramento da Companhia Paulista de Securitização – CPSEC**. 07 de maio de 2019. Disponível em:
https://www.standardandpoors.com/pt_LA/delegate/getPDF;jsessionid=8DFCE12393B9301D469FFEF63CEE4FB7?articleId=2228039&type=FULL&subType=PRESALE.
Acesso em: 29 ago. 2019.

TOLEDO, Margherita Coelho. **A Sociedade de Propósito Específico no Âmbito do Direito Empresarial Brasileiro**. 2009.92 f. Dissertação (Mestrado)- Faculdade de Direito Milton Campos, Nova Lima, MG. Disponível em:
<http://www3.mcampos.br/u/201503/margheritacoelhotosocietadedepropositoespecificoambitodireitoempresarialbrasileiro.pdf>. Acesso em: 13 ago.2019.

URPIA, Arthur Gualberto Bacelar da Cruz. **O Sistema Financeiro dos EUA: Da Glass-Steagall à Lei Dodd-Frank**. 2015. 245 f. Tese (Doutorado)-Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós Graduação em Economia, 2015. Disponível em: http://www.ie.ufrj.br/images/pos-graduacao/ppge/TESE_VERSO_FINAL_Arthur_Gualberto_Urpie.pdf. Acesso em: 25 jun. 2019.

UNAFISCO NACIONAL – Gestão 2016/2019. **Perguntas e Respostas: Securitização dos Créditos Tributários Parcelados**. Disponível em:
http://www.unafiskonacional.org.br/img/publica_pdf/Cartilha-Securitizacao-Unafisco.PDF. Acesso em: 25 jun. de 2019.

WOLFF, Francis. **Aristóteles e a Política**. Tradução Thereza Christina Ferreira Stummer, Lygia Araujo Watanabe. São Paulo: Discurso Editorial, 1999.