

# *Securitização de créditos fiscais tributários no Setor Público, sob a forma de direitos creditórios*

Uma proposta de análise técnica com base em estudo de caso da jurisprudência TCU



## **LUIS AUGUSTO FERREIRA DOS SANTOS**

Mestre em Contabilidade, Universidade Federal da Bahia.

Contador e Servidor público estadual.

E-mail: [luis.ferreira@mpba.mp.br](mailto:luis.ferreira@mpba.mp.br)

## RESUMO

Esse trabalho apresenta uma proposta de verificação da viabilidade técnica e conformidade de implantação de Securitização em Ente Subnacional, com impacto contábil-financeiro, na forma da utilização de um conjunto de critérios (fatores e indicadores) capazes de serem aplicados à operação de Securitização no Setor Público, que ainda é um tema que demanda mais estudos, registrando exemplos recentes de sua pretensão dos Executivos Municipais. A Securitização é procedimento consolidado no âmbito da iniciativa privada, na forma de operação financeira envolvendo créditos negociados de empresas privadas e regulamentada por órgãos e agências governamentais. Os resultados sugerem que ao verificar o modelo simplificado de uma proposta para securitização da Dívida Ativa de um Ente Subnacional e considerando os aspectos contábeis e financeiros envolvendo essa operação no Setor Público, ao comprometer receitas futuras e imóveis do Patrimônio Público municipal, inserir riscos em vários níveis, obscurecer a transparência requerida e não oferecer eficiência em grande escala, é controversa a viabilidade da operação para o ente público como modelo eficiente.

**PALAVRAS-CHAVE:** Securitização no Setor Público. Viabilidade financeira. Moralidade administrativa. Dívida Ativa. Assimetria informacional.

## 1 INTRODUÇÃO

A Securitização é procedimento consolidado no âmbito da iniciativa privada, sobretudo inserido no mercado financeiro na forma de operação financeira envolvendo créditos negociados de empresas privadas e regulamentada por órgãos e agências governamentais. No entanto, a operação de Securitização no Setor Público ainda é um tema que demanda mais estudos e os exemplos recentes de sua pretensão dos Executivos Municipais, no que concerne à finalidade e formato escolhido para implantação, conforme ao que o Tribunal de Contas da União (TCU) tem verificado, exposto aqui, solidifica a ausência de um convencimento, a respeito da sua utilidade em imprimir mais eficiência ao que se lhe está proposto, bem como se há adequação legal à sua aceitação nesse contexto. O objetivo desse trabalho é apresentar a utilização das métricas aplicadas na presente metodologia para a verificação da viabilidade técnica e conformidade ao ordenamento jurídico específico, de empresa específica em Ente municipal do Brasil, com impacto contábil ou financeiro, na forma da utilização de um conjunto de critérios (fatores e indicadores) capazes de serem aplicados à operação de securitização no Setor Público.

Os resultados sugerem que ao verificar o modelo simplificado de uma proposta geral para securitização da Dívida Ativa de um ente subnacional e considerando os aspectos contábeis e financeiros envolvendo a operação com o desenho no

Setor Público, ao comprometer receitas futuras e imóveis do Patrimônio Público municipal, inserir riscos diversos, obscurecer a transparência requerida e não oferecer eficiência em grande escala, é controversa a viabilidade da operação para o ente público como modelo eficiente. Exemplificadamente, o TCU revela que o caso prático em apreciação demonstrou que a eficiência de recuperação dos créditos em cobrança da Dívida Ativa, já em níveis irrisórios na série temporal, não sofreu significativa alteração.

Diante das condições de evidente nível irrisório de recuperabilidade dos créditos tributários e não tributários da Fazenda Pública dos Entes Públicos, verificou-se na jurisprudência do TCU, a presença de julgados de feitos envolvendo operações de securitização dessa Dívida Ativa e a pretensão de outros Entes Subnacionais nessa tendência. Portanto, é de grande relevância, e justifica o presente trabalho, verificar a proposta de análise desse arranjo jurídico e financeiro da securitização, com interface com o Erário.

Finalmente, esse trabalho está dividido em: **Introdução**, com a apresentação do tema e delimitação do escopo, **Desenvolvimento**, com a apresentação da descrição conceitual a respeito da configuração operacional, contábil-financeira da operação de Securitização e sua aplicação e repercussão no contexto do orçamento público, baseado na reprodução dos casos em destaque nos julgados do TCU e se valendo da proposta de uma metodologia sugerida a fim de avaliar a viabilidade e conformidade legal das prováveis pretensões dos Entes Públicos Municipais em fomentar essa operação de Securitização e, por fim, as **Conclusões**.

## 2 DESENVOLVIMENTO

### 2.1 Conceituação

Preliminarmente, apresentam-se os fundamentos conceituais a respeito da operação de securitização e na sequência será destacado o exemplo do contexto do Setor Público, cabendo maior atenção.

Com esse objetivo, é de relevante contribuição o fato de que há tramitação no TCU do Processo nº 016.585/2009-0, cuja composição fundamenta o Acórdão nº 772/2016 – Plenário, e descreve movimentação desde julho de 2009, a respeito de demandas oriundas de vários entes federativos subnacionais com o seguinte objeto:

Assunto: Representação de unidade técnica a respeito da natureza jurídica das operações realizadas por entes da federação para captar recursos financeiros junto ao mercado, mediante a cessão de direitos creditórios lastreados na receita futura de títulos das respectivas dívidas ativas decorrentes de créditos tributários vencidos e não pagos, realizadas por meio de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados. ((Tribunal de Contas da União, 2016).

Iniciando pela conceituação, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) define a securitização como sendo a prática financeira que consiste em agrupar um ou mais ativos financeiros, convertendo-os em títulos ou cotas de fundos negociáveis no mercado de capitais. Assim, a dívida é transferida para um ou mais investidores sob a forma de instrumentos negociáveis.

Essa operação tem como objetivo funcionar como mais uma forma de financiamento das empresas, ao permitir que receitas de vendas futuras possam ser antecipadas (cessão de recebíveis), de uma forma mais vantajosa, do que um empréstimo bancário, por fornecer captação de recursos financeiros ajustados aos fluxos de caixa de projetos específicos ou na forma de ampliação no portfólio de crédito no mercado financeiro, além dos limites impostos pelos bancos. Essa vantagem, enfim, antecipa recebíveis futuros e aumenta a liquidez presente.

Dessa forma, trata-se de prática consolidada no mercado e preconiza benefícios econômicos para as empresas, que melhoram sua liquidez presente, e para os investidores, que tem a oferta de ganhos na forma de juros conhecidos para um horizonte temporal, garantidos por ativos dessas próprias empresas, reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Banco Central do Brasil (Bacen), exigindo que uma empresa específica realize essa operação, visto que as empresas comerciais, industriais ou de serviços não possuem autonomia nem autorização para transacionarem títulos negociáveis com investidores.

O procedimento consiste em iniciativas das empresas privadas que contratam securitizadoras e fazem a cessão de recebíveis, geralmente atrelado a um projeto definido pela empresa. A securitizadora então transforma esse conjunto cedido em um título financeiro, sob a forma de Certificados de Recebíveis Imobiliários ou Agronegócio (CRI ou CRA), de forma a viabilizar a negociação para investidores interessados, ofertando benefícios na forma de juros pré-fixados. A empresa então recebe uma antecipação na venda desses títulos, melhorando sua liquidez presente e compromete parte de suas receitas futuras, dependendo de como seu projeto resulte em um Valor Presente Líquido (VPL) capaz de sustentar a operação.

Nessa altura, cumpre esclarecer que todas as operações financeiras possuem riscos, reforçando a máxima de que quanto maior o risco, maiores são as garantias exigidas. Não é diferente nas operações de securitização, e a depender do custo de capital das empresas, podem ser riscos elevados. Os riscos podem ser compartilhados ou não e também podem ser ainda mitigados por meio da oferta de garantias, conforme detalhado no informativo da CVM:

**Debêntures** são títulos de dívida, “de médio e longo prazo, que conferem a seu detentor um direito de crédito contra a companhia emissora. Quem investe em debêntures se torna credor dessas companhias. No Brasil, as debêntures constituem uma das formas mais antigas de captação de recursos por meio de títulos.

Consiste em um instrumento de captação de recursos no mercado de capitais, que as empresas utilizam para financiar seus projetos.

Ao disponibilizar seus recursos para serem utilizados pela empresa, o **comprador** (ou debenturista, debenturista proprietário, titular de debênture, como é chamado) faz jus a uma remuneração.

Desta forma, a **debênture é um título de crédito privado** em que os debenturistas são credores da empresa e esperam receber juros periódicos e pagamento do principal no vencimento do título, conforme estipulado em um contrato específico chamado ‘Escritura de Emissão’. (Comissão de Valores Mobiliários, 2018, grifo nosso).

Numa securitização, a emissão de cotas ou debêntures é garantida por meio de ativos da empresa devedora, na forma de títulos de certificados de recebíveis, a exemplo de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP). A empresa, portanto, se beneficia com a antecipação de recebíveis, porém garantindo a viabilidade financeira do projeto.

Por fim, é válido verificar a sequência da operação, conforme descrita no Acórdão do TCU:

Em sua formatação geral, na seara privada, que não é muito diferente, em essência, do que ocorre no setor público, o fluxo dos FIDCs apresenta as seguintes etapas:

1. Empresas vendem produtos e serviços a clientes;
2. Clientes que geram direitos creditórios;
3. Empresas cedem direitos creditórios ao Fundo;
4. FIDC emite cotas;
5. Investidores adquirem cotas;
6. FIDC paga a cessão;
7. No vencimento dos recebíveis, os clientes pagam ao FIDC;
8. FIDC paga amortização e/ou resgate de cotas seniores e
9. FIDC paga amortização e/ou resgate de cotas subordinadas. (TCU, 2016).

## 2.2 Securitização no Setor Público: envolvendo os créditos fiscais tributários da Fazenda Pública (“Dívida Ativa”)

Passa-se então ao contexto da operação de securitização no âmbito do Ente Público, inicialmente no que concerne aos aspectos contábil-financeiros conceituais e seus impactos. Algumas particularidades que tornam a securitização da Dívida Ativa divergente daquela observada e consagrada nos acordos entre empresas privadas podem ser visto a seguir.

Sendo a securitização a operação centralizada na compra de uma dívida por parte de investidores que decidem assumir o risco envolvido em troca de um benefício na forma de juros remuneratórios conhecidos, em que lhe são da mesma forma, ofertados garantias por parte de devedor, ao espelhar essa operação no Setor Público a discussão se transfere para o fato de que a cessão dos créditos tributários da dívida ativa representam ou não uma forma de operação financeira por antecipação de receitas futuras para o ente público, resultando em forma de mascarar uma operação vedada na Lei de responsabilidade Fiscal (LRF), cujo destaque o TCU rebate no teor do Acórdão nº 772/2016:

“ a operação via debêntures é, na realidade, uma tentativa de descaracterizar e mascarar a natureza de operação de crédito e, com isto, tentar dispensar o exame do Ministério da Fazenda e do Senado Federal quanto à adequação da operação ao limite de endividamento do ente federal”. (Tribunal de Contas da União, 2016).

Na Figura 1 a seguir é possível verificar o diagrama aproximado de uma securitização no Setor Público, ou seja, a securitização envolvendo a Dívida ativa:

Figura 1: Diagrama geral da operação de securitização envolvendo as receitas públicas



Fonte: adaptação do autor com base em TCU (2016)

A Figura 1 demonstra o modelo simplificado de uma proposta geral para securitização da Dívida Ativa de um ente subnacional, em que as setas representam os fluxos financeiros e as cessões de direitos envolvidos, com sequência numérica explicativa, e os principais agentes participantes do processo. Esse diagrama foi coletado do site do TCU ao apresentar um caso concreto sobre securitização e é **um modelo que possui um fluxo interno**, dentro do alcance do ente público, e **um fluxo externo**, entre a empresa securitizadora e os investidores. É possível verificar que o **FDIC, Fundo de Investimento em Direitos Creditórios**, é o fundo em que a empresa securitizadora é a gestora e realiza a operação. Ainda é questionável sobre o fluxo número 4, pois ele é feito pela empresa securitizadora, por meio de outro fundo de sua gestão. É preciso também atentar para o fluxo 6, podendo atribuir fragilidade do controle público, ao que se chamou de **conta vinculada**.

Ainda na intenção de esclarecer a forma de operação da securitização, o TCU descreve a construção observada no caso do FIDC-NP Nova Iguaçu, nesse município, destacando entre outras nuances, a criação de dois Fundos, FDIC e

FEDA, para movimentar os recursos e como se dá a **formação das debêntures sênior e compromissada**.

E no que diz respeito aos questionamentos analisados pelo TCU em relação à possibilidade de que as operações de securitização apreciadas ocorram com venda de ativos do município durante os contratos de cessão e recuperação de créditos, ficou evidente que o procedimento resulta no comprometimento do fluxo financeiro futuro, e que isso se traduz numa operação financeira de antecipação: “h) não há falar em venda de ativos, considerando que o ativo “dívida ativa” permanece registrado contabilmente no ativo do município. O que se tem, na verdade, é o comprometimento do fluxo financeiro que o ente irá receber no futuro” (TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO, 2016).

Assim, frisando que trata-se de tema complexo, sobrepesando o fato de que admitir uma empresa securitizadora no contexto público significa incluir no ordenamento jurídico e contábil, uma entidade específica e multifacetada, regida por diversos dispositivos legais, de caráter público e privado, sujeita a dispositivos regulatórios providos por entes de todas as esferas, a exemplo da CVM, PGFM, Senado Federal, Tribunais de Contas, STN, Ministérios Públicos, Bacen, Secretarias da Fazenda, e ainda submissa aos diplomas legais desde a LOA até as instruções normativas que regem os contratos públicos e privados, com autorização de cessão de créditos tributários e de negociá-los segundo as regras de mercado. Tal construção de unidade de negócio com essa estrutura patrimonial e esses direitos e obrigações é propensa a fomentar a assimetria de informações, e inibir a transparência, sobretudo ao lidar com derivativos financeiros (contratos que derivam a maior parte de seu valor de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice e podem ser ações, taxas de juros, etc., negociado no mercado à vista ou não, conforme o Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público, MCASP (2018).

### **2.3 Análise proposta da viabilidade técnica da implantação de empresa securitizadora no âmbito de Ente Público**

Considerando que ainda não havia uma **metodologia** capaz de fornecer um julgamento sobre a viabilidade ou não da implantação da empresa de securitização, foi necessário levantar alguns **fatores** (constructos) que permitissem delimitar o tema dentro do Setor Público, considerando a sua complexidade e amplitude e que pudessem, então, realçar **indicadores** (variáveis) no sentido de evidenciar critérios



mais objetivos possíveis, a fim de analisar a viabilidade. Tais fatores (na forma de grandezas que necessitariam de uma variável indireta ou matriz de variáveis para sua mensuração) são apresentados em sequência a seguir (de “a” até “f”) e oportunamente, aqueles que puderam ser representados por meio de grandezas mensuráveis (variáveis) são relatados como indicadores, no decorrer do texto.

### **a) sobre a necessidade econômico-financeira de sua implantação**

A antecipação de recebíveis da receita pública segue regramentos legais no sentido de proteger, entre outros parâmetros da gestão pública, a própria continuidade do ente público (*on going concern principle*), ao preservar o “potencial de gerar serviços” das receitas e estabelecendo limites ao gestor atual, de maneira a preservar recursos financeiros para gestões posteriores, do contrário, a despeito do endividamento futuro insustentável, a liquidez presente estaria garantida. Esse ordenamento sobre operações de crédito está amparado principalmente no normativo constitucional, na LRF, art. 37, e seguida nas Leis do planejamento orçamentário do Ente, transcrito no MCASP (2018).

Assim, visto que os exemplos de **securitização da “dívida ativa” (créditos fiscais tributários da Fazenda Pública)** em execução no Brasil e apresentados pelo TCU demonstram que é questionável a melhoria do principal entrave da Dívida Ativa, ou seja, sua baixa recuperabilidade, com o aumento da eficiência de créditos em cobrança, supõe-se também questionável a justificativa econômico-financeira para sua implantação.

Vale ressaltar que, na securitização da dívida ativa existe ainda o risco de adicionar receitas públicas derivadas, além das que estritamente estão registradas como créditos tributários da Fazenda Pública, ao admitir negociações lastreadas em receitas cujo fato gerador se localiza no futuro, implicaria também na descaracterização da “capacidade de gerar benefícios econômicos e potencial de serviços” dessa receita pública futura. Isso significa que as receitas públicas arrecadadas nos exercícios seguintes, não mais iriam possuir o potencial de gerar serviços públicos, sob condição de honrar o pagamento das debêntures compromissadas (obrigação financeira), em garantia aos investidores no exercício presente, podendo afetar os serviços públicos demandados pela coletividade nas gestões subsequentes e evidenciando fragilidade na definição precisa do objeto de cessão.

Portanto, nesse fator, sobrepesa o nível percentual de recuperabilidade da dívida ativa e a carência de uma resposta convincente de que o modelo proposto altere essa curva de eficiência e somado ao fato de que a situação de endividamento do Município, sendo questionável a viabilidade de implantar um modelo com a securitização.

### **b) sobre o compartilhamento de riscos da operação e o nível de garantias asseguradas**

Nas operações de securitização observadas nos Entes subnacionais que autorizaram essa prática, as negociações dos títulos com base nos créditos da Dívida Ativa da Fazenda Pública, possuíram críticas e manifestações sobre não terem preservado a devida transparência das emissões de debêntures, valores, condições e beneficiários, em nítida acentuação de problemas de assimetria de informação.

A respeito das questões envolvendo o risco assumido sem compartilhamento, o teor do Acórdão 772/2016 – Plenário, o TCU assim se pronunciou:

Com tal montante de créditos postos à disposição do fundo, com o conhecimento da consistente e crescente série histórica de recebimentos e com, ainda, a satisfação prioritária do compromisso assumido junto ao fundo, por meio da canalização dos recursos recebidos pelo Banco do Brasil diretamente para a conta transitória e repasse para o município apenas do valor excedente, não havia e não há o menor risco para o fundo. À luz, portanto, da realidade econômica da operação, **é uma falácia afirmar-se que o município não assumiu nenhum risco e que todo o risco foi transferido para o fundo. A verdade é que não há risco algum de não recebimento de valores suficientes para satisfazer o cronograma financeiro esperado pelo fundo.** (Tribunal de Contas da União, 2016, grifo nosso).

E ainda sobre os custos para o município e garantias envolvidas, o teor do Acórdão 772/2016 – Plenário, o TCU assim se pronunciou:

- k) O deságio obtido pela antecipação de receita para o município pelo fundo traduz-se em custos para o município. Nesse particular, o Regulamento do FIDC-NP BH previu como meta a valorização correspondente a 100% da variação acumulada da taxa DI, acrescida de spread ou sobretaxa de 4% ao ano (peça 10, p. 15);
- l) a garantia da operação, considerando os fluxos históricos de recebimento da dívida ativa pelo Município de Belo Horizonte, seria bastante elevada. O fluxo mensal esperado de recebimento da dívida ativa tributária seria, no mínimo, 100% superior ao montante das obrigações mensais do fundo junto a seus cotistas (peça 3, pp. 36/7, itens 79/86), fato que facilitaria o

atingimento da meta a ser paga aos cotistas e que redundaria em maiores custos ao Município de Belo Horizonte; (Tribunal de Contas da União, 2016).

Além disso, o Acórdão 772/2016 – Plenário, do TCU declarou que a discrepância entre ceder os direitos totais do montante de todo o volume da Dívida Ativa do ente em nítida desproporção do valor a ser recebido, se configura, em essência, a execução de garantia aos beneficiários da securitização:

O município de Belo Horizonte/MG cedeu e transferiu “ao Fundo, que adquire de acordo com os termos, condições e limitações previstos neste Contrato, todos os direitos decorrentes dos créditos tributários de titularidade do Município... (‘Direitos Creditórios’)” (peça 11, p. 29). Repetindo, para fazer jus às cotas no montante de R\$ 100.000.000,00, a municipalidade pôs à disposição do fundo a incrível monta de R\$ 4.886.507.469,00, correspondente à totalidade do “estoque de direitos creditórios em 30/4/2008” (peça 11, pp. 57/9). (Tribunal de Contas da União, 2016).

O gestor público, no momento do seu mandato, pode se deparar com incapacidade de interferir em apropriações por parte da empresa de securitização sobre ativos imobilizados ou mobiliários do município que deverão ser usados em face da prestação de garantias aos investidores, e sem participação popular no processo. Da mesma forma, os órgãos de controle, Tribunais de Contas e Ministério Público não poderão verificar, com a transparência requerida, a incorporação de ativos municipais ao capital ou ao patrimônio da empresa securitizadora, sendo comprometida sua atuação fiscalizadora dos gastos públicos.

Nesse caminho, no que concerne aos riscos da operação, inerentes a qualquer transação financeira, observa-se que a proposta inicial apresentada pode não revelar com a transparência requerida que o esperado compartilhamento de riscos entre o ente público e os investidores não se concretiza. De fato, as propostas de garantias veiculadas no texto do Acórdão do TCU, trazem à tona 3 bases de garantias que reforçam essa evidência:

- propensão a seleção adversa, por assimetria informacional, na formação da debênture sênior (detalhado adiante): essa assunção dos créditos fiscais da dívida pública em inadimplência possui alto risco de recuperação, concernente a posição no nível irrisório de recuperabilidade, promovendo uma assimetria informacional para quem tem o direito de escolher os créditos de menos riscos, ao expurgar esses créditos irrecuperáveis.

- adicionar garantias lastreadas em ativos imobilizados cedidos do ente público para a securitizadora, na forma de imóveis transferidos no momento da integralização do capital desta empresa ou cedido diretamente para suas operações.
- possibilidade de o contrato prever garantir o total das debêntures seniores, que é uma parcela da Dívida Ativa, pelo total da cessão de créditos à securitizadora, o que representa, enfim, o montante da Dívida Ativa do ente e também torna a garantia desproporcional, na ordem de bilhões de reais (somando ativo circulante e não circulante). O que poderia, inclusive, representar o **primeiro indicador**, na forma de compensação de risco de perda total do título ofertado:

$$\text{Valor esperado do risco monetário para a securitizadora} = \frac{([\text{valor antecipado ao Município pela Securitizadora}] - [\text{VPL do fluxo de caixa projetado da recuperabilidade usual do montante da dívida, estimando o nível de recuperabilidade médio do período}])}{[\text{valor antecipado ao Município pela Securitizadora}]} \quad (01)$$

Ou, resumidamente:

$$\text{Valor esp. r. Sec.} = \frac{([\text{valor antecip. pela Securit.}] - [\text{VPL projetado da recuperabilidade}])}{[\text{valor antecip. pela Securit.}]} \quad (02)$$

Donde poder-se-ia simular, para esse caso de Belo Horizonte, considerando que “a municipalidade pôs à disposição do fundo a incrível monta de R\$ 4.886.507.469,00, correspondente à totalidade do “estoque de direitos creditórios em 30/4/2008”, “para fazer jus às cotas no montante de R\$ 100.000.000,00”:

$$\text{Valor esp. r. Sec.} = \frac{([\text{valor antecip. pela Securit.}] - [\text{VPL projetado da recuperabilidade}])}{[\text{valor antecip. pela Securit.}]}$$

$$\text{Valor esp. r. Sec.} = \frac{([\text{R\$ } 100.000.000,00] - [\Sigma ((\text{R\$ } 24.432.537,34)/(1 + 0,5\%) - \text{R\$ } 4.886.507.469,00)])}{[\text{R\$ } 100.000.000,00]}$$

$$\text{Valor esp. r. Sec.} = \frac{([\text{R\$ } 100.000.000,00] - [\text{R\$ } 237.738.651,20])}{[\text{R\$ } 100.000.000,00]}$$

$$\text{Valor esp. r. Sec.} = - 138 \%$$

Cabe ressaltar que trata-se meramente de uma simulação na intenção de validar o índice proposto aqui como capaz de ser útil em análises similares. O

valor percentual obtido (nesse caso, de -138%), representa um valor estimado e que significa que, em tese, o risco que a empresa de securitização teria (caso houvesse compartilhamento de riscos) seria compensado em 138% do valor que ela tem de compromisso para devolver ao município antecipadamente, visto que ela possui à disposição a totalidade da Dívida Ativa e, se não houvesse mais nenhuma redundância de garantia, como, de fato, houve. Em outras palavras, a mitigação dos riscos para a securitizadora é total, nesse desenho proposto, contudo, atribuindo maiores custos ao ente público.

Segundo essa simulação acima, ao projetar que o valor presente líquido dos fluxos de caixa anuais da recuperabilidade da Dívida Ativa, estimando um nível de recuperabilidade entre 0,5% a 1% do saldo total da Dívida Ativa do Município, no valor de R\$ 4.886.507.469,00, e verificando que o valor antecipado para o Município pela Securitização foi por meio de cotas no montante de R\$ 100.000.000,00, percebe-se que corresponde a mais do que o dobro do compromisso da Securitizadora (em 138 %), porém com custo maior para o Município, que ainda assumirá os custos financeiros advindos da operação. Se no exemplo acima, fosse obtido um valor percentual abaixo de 100% e positivo, seria o quanto estaria em risco aproximado para a securitizadora em receber suas parcelas, porém, como existem ainda outras garantias cedidas pelo município, de forma redundante, o risco para a Securitizadora nunca será acima de zero. E é por isso que o TCU chama a atenção sobre essa garantia desproporcional, ao permitir a garantia pela cessão total.

Difícilmente tal cessão de garantias, com esses 3 níveis de redundância, seria verificada em operações de créditos usuais, ou seja, se fossem feitas diretamente no mercado bancário nacional ou internacional. As garantias nas operações de crédito usuais para os Entes públicos, como se verá adiante, se perfazem em oferta de garantias e contra-garantias legais e sustentadas por fiança da União, que a STN disciplinou por meio do CAPAG (a Capacidade de Pagamento). Dessa forma, a transferência dos riscos e garantias nessa operação supõe exageros e fragiliza a viabilidade de implantar um modelo com a securitização no Setor Público, impondo maiores custos ao Município em troca de uma antecipação com grande deságio.

### **c) sobre a condição de operação de crédito e o posicionamento do TCU**

Nesse fator, no teor do Acórdão 772/2016 – Plenário, o TCU se manifestou a favor do enquadramento da operação de securitização das receitas públicas como

conceito de “operação de crédito estabelecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal”. Inclusive, ainda nesse processo o TCU esclarece que o prosseguimento desse procedimento de operação de crédito requer sua adequada inclusão nos índices de endividamento do ente público por parte da Fazenda Pública correspondente e que os requisitos legais sejam observados.

Ainda a respeito das questões envolvendo os aspectos de adequação ao ordenamento jurídico da operação, o teor desse Acórdão foi a favor do enquadramento da operação de securitização das receitas públicas como conceito de “operação de crédito estabelecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal” e acrescentou:

Em sua instrução final, o sr. Auditor da Semag aduziu, com a anuência dos dirigentes da unidade técnica, pertinentes fundamentos para caracterizar essa operação de crédito, cabendo destacar os seguintes (peça 124, itens 23/9 e 31/5):

- a) a natureza da operação não permitiria que o valor patrimonial da cessão fosse deduzido do total da dívida ativa. **Até porque a titularidade da dívida ativa é indelegável.** Ou seja, na referida negociação, manteve-se no patrimônio da municipalidade o ativo “dívida ativa” que daria origem ao referido fluxo de caixa futuro. Nesse sentido, não há que se falar em dedução do fluxo de caixa do ativo “dívida tributária”. É a própria impossibilidade de transferência de titularidade da dívida ativa que determina a contabilização do fato, e não o inverso;
- b) o Código Civil Brasileiro prevê, como exemplificou a PGFN, a concessão de superfície, cuja cessão está prevista nos artigos 1.369 a 1.377 da Lei 10.406/2002. **O Código Tributário Nacional, porém, não apresenta nenhuma previsão de cessão da dívida ativa;**
- c) [...]
- d) nesse sentido, em momento algum os direitos creditórios “cedidos” ao fundo saem do controle do município, que cede apenas o direito autônomo ao recebimento do crédito. **Não há que se falar, portanto, em transferência de risco, que permanece com o município;**
- e) outro fator que chama a atenção na operação em análise é a **imprevisibilidade de quanto o município de Belo Horizonte irá pagar no futuro pelas cotas recebidas do FIDC** e comercializadas no mercado;
- f) [...]
- g) nesse contexto, **a engenhosa operação estruturada no âmbito do FIDC-NP BH tentou transformar a impossibilidade de venda de um ativo peculiar, de competência tributária indelegável, em algo similar à venda, para fugir dos controles da LRF;**
- h) ademais, ainda que o regulamento do fundo fale em **ausência de risco pelo município ante a inadimplência dos devedores, não é isso que se verifica na prática, visto que os riscos do recebimento do ativo permanecem com o município**, que também não saberá ao certo quanto pagará de juros pela antecipação de receita, ante a imprevisibilidade dos recebimentos dos fluxos da dívida ativa;
- i) o fato de a dívida ativa corresponder a receitas que deveriam ser arrecadadas no passado não gera o direito de que esse ativo possa ser comercializado com deságio para recebimento presente sem que essa operação seja considerada de crédito [...]. Ademais, **o artigo 37, inciso I, da LRF apenas dispõe sobre tipos de operação de crédito vedadas**

**pela LRF, e não sobre as diversas modalidades de operação de crédito possíveis;**  
(Tribunal de Contas da União, 2016, grifo nosso).

Ademais, reforce-se que a STN já se manifestou na condição de requisitos requeridos para a prestação de garantias federais previstas para que as operações de crédito pudessem ser feitas, inclusive criando ranking específico nesse objetivo (a Capacidade de Pagamento, CAPAG). A STN definiu a CAPAG como a análise da capacidade de pagamento a fim de apurar a situação fiscal dos Entes Subnacionais que querem contrair novos empréstimos com garantia da União e se um novo endividamento representa risco de crédito para o Tesouro Nacional (SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL, 2018).

#### **d) sobre a viabilidade da operação e os custos ao Erário**

Preliminarmente, em sede de análise na esfera da moralidade pública, cita-se a seguir condições apresentadas no Setor Público que podem funcionar como indicador de que uma escolha na direção da operação de securitização também precisa ser avaliada como viável quanto à opção menos onerosa ao Ente Público. Ademais, não se pode ignorar que os efeitos contábil-financeiros derivados de atos de gestão em desacordo com o Princípio da Legalidade se reportam como danosos ao Erário público, ao passo que os juízos de valor nessa divergência extrapolam a competência contábil. Assim, no objetivo de aumentar a eficiência de recuperação dos créditos fiscais da Dívida Ativa, que é o esperado, as ações nesse sentido são balizadas legalmente a fim de incrementar essa eficiência.

Nesse fito, a STN também realizou consulta pública a respeito da proposta de regulamentação das operações envolvendo a securitização das dívidas dos entes do Setor Público, no período de setembro e outubro de 2019 e disponibilizado no site dessa Secretaria: “...Consulta Pública tem por objetivo subsidiar a tomada de decisão a respeito da possibilidade de a União vir a autorizar a securitização de dívidas dos entes subnacionais com garantia soberana, oriundas de reestruturação de dívidas existentes” (SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL, 2020).

O resultado para a divulgação sobre essa consulta pública é indicado como disponibilizado no site do Ministério da Economia, contudo, em visita a esse site oficial constam apenas os dados da consulta pública e o status de encerrado, conforme acesso ao sítio (MINISTÉRIO DA ECONOMIA, 2019).

Ainda nessa direção, a proposta de consulta pública para a securitização por parte da STN discrimina a inclinação dos benefícios de redução dos custos que sustentaria a proposta para que outros agentes se beneficiem, sobretudo os investidores, de maneira que a experiência observada pela STN, conforme descrita abaixo ainda necessita de avaliação sobre sua real viabilidade e também explicita que o modelo apresenta fragilidades nos controles, ao consolidar as transações na externalidade do modelo (fluxos externos do modelo básico da Figura 2), ou seja, nas condições das debêntures seniores e na transferência de garantias aos investidores, podendo resultar numa operação de crédito mais onerosa ao ente público (grifo proposital):

6. Historicamente a União autorizou a securitização de empréstimos com garantia soberana em apenas três casos, sendo os mutuários os estados de Minas Gerais, Maranhão e Rio de Janeiro. [...] **em nenhum dos três casos citados o Estado se beneficiou da redução de custos, uma vez que o custo do empréstimo com securitização foi semelhante ao custo de outros empréstimos sem securitização.** Além disso, o spread do título que teve o empréstimo como lastro aproximou-se do custo soberano. De fato, **o benefício da securitização acabou sendo apropriado ou pelo credor do empréstimo original, ou pelos investidores que compraram o título subjacente.** TEXTO DE APRESENTAÇÃO DA CONSULTA PÚBLICA. (Secretaria do Tesouro Nacional, 2020, grifo nosso).

Por fim, instada a se manifestar no bojo do mesmo processo do TCU, concernente a operação de securitização, a CVM destacou o impacto da redução das receitas futuras resultante dessa operação, com potencial de provocar supressão importante nas gestões futuras.

Ao verificar a possibilidade de impactos na disponibilidade orçamentária em gestões futuras, seguramente isso resulta na construção de um cenário de desatenção às receitas orçamentárias, atribuindo-lhes caráter perene e inesgotável, num momento histórico em que o equilíbrio fiscal se solidifica, porém unicamente se apoiando na redução de despesas e admite extensos e recorrentes comprometimentos de receitas futuras (renúncias fiscais, REFIS, alta dívida ativa), pondo em risco imponderável a execução dos serviços e políticas públicas dos próximos exercícios, elevando o risco de *shutdown*, conforme já declarado no Relatório do Parecer Prévio do TCU para as Contas Públicas, em 2017.

Ao que parece, outros fatores precisam ser ponderados, tais como: os riscos de admitir assimetrias de informações nesse modelo; as regulações concorrentes impostas por diversos órgãos normatizadores (causa de custos políticos); a assunção dos riscos de liquidez, de mercado e de crédito da operação para o ente público; o



risco de endividamento do ente; a contestada operação de crédito, como essência sobre a forma; a disponibilidade de transferir ativos imobiliários do patrimônio do ente público para aumento de capital ou comercialização por parte da empresa de securitização, além de transferir “garantias redundantes” do ente público para os investidores lastreados nesses imóveis; e a limitação da transparência nas operações, consubstanciada na negociação nos mercados de capitais.

Portanto, ainda permanece sob atenção a proposta de aumento de eficiência para o ente público com a implantação desse modelo de securitização da dívida ativa, no sentido de não promover a redução esperada dos custos referentes à sua implantação e execução.

### **e) sobre a limitação da transparência na securitização, por força da assimetria informacional**

Outro fator relevante é o nível de transparência das operações envolvendo a cessão dos créditos tributários, num valor da ordem de bilhões, visto que as Dívidas Ativas dos Entes Subnacionais giram em torno dessa cifra.

Como foi dito anteriormente, **o modelo de securitização (Figura 1) pode ser dividido em 2 fluxos, um interno e outro externo**. A interface dessa externalidade, nas negociações dos títulos a terceiros particulares, se distancia do Controle e Transparência do Ente Público. A limitação na transparência pode ser explicada por meio do problema da assimetria informacional.

É preciso destacar que o procedimento de recuperação fiscal usual já possui potencial para inserir assimetria de informação, no sentido de gerar benefícios a particulares em detrimento de condições de maior vantajosidade ao Setor Público (o alto estoque da dívida ativa já deixa isso patente). Assim, o nível de transparência pode ser prejudicado também por falhas na divulgação dos devedores da Dívida e seus montantes. Porém tal falha não tem a garantia de ser reparada por meio da implantação da securitização, podendo, ainda, inserir outras.

Desta forma, cabe trazer à tona que a assimetria de informação é um conceito associado à Teoria do Agenciamento, em que as informações disponíveis aos agentes envolvidos na negociação de bens e serviços não estão distribuídas de forma igualitária, de maneira que as decisões financeiras irão privilegiar mais um do que o outro, ao realizar os contratos formais ou verbais e ao estipular preços. Além disso, diversos estudos corroboram a presença de assimetria informacional também no

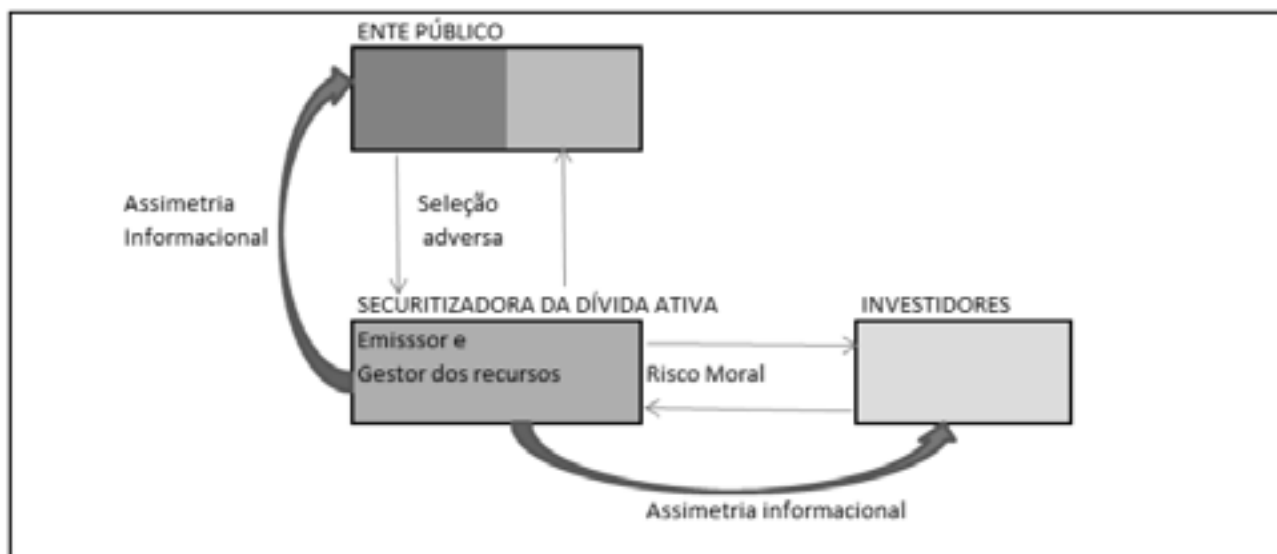
Setor Público.

Assim, é consolidado o conhecimento científico de que esse arranjo “principal e agente” resulta em um relacionamento com conflitos de interesses e por retenção de informações de forma assimétrica entre ambos. Os estudos confirmam que em ambientes em que ocorra transferência de delegação de autoridade para o “agente” (gestor ou tomador dos recursos) gerenciar os recursos de propriedade do “principal” (detentor dos recursos ou cedente do capital) invariavelmente se verifica um fluxo de informação assimétrico, cabendo a implantação de dispositivos (governança corporativa) para equilibrar esse fluxo e mitigar os conflitos (ZORZAL E RODRIGUES, 2015).

E no caso de negociações de títulos financeiros lastreados em garantias do Erário, tal qual a securitização, envolvendo de um lado Princípios balizadores de uso dos recursos públicos e de outro a confluência com regras de mercado, do tipo “ganha-ganha” ou maximizadores de rendimentos, existe forte propensão de que se verifique assimetria informacional nesse cenário, em que ocorrerão contratos públicos de cessão e contratos privados de cotas seniores, e em que o emissor e o gestor desses títulos se configuram em um único agente, ou seja, a empresa securitizadora (específica e multifacetada na sua estrutura contábil e ordenamento jurídico).

As informações que precificam os ativos financeiros, cujos ativos subjacentes são os créditos da Dívida Ativa, nesse modelo de securitização, passam do sistema público do Ente, regido por Princípios legais e formais, para o sistema de Mercado de capitais, regido por regras de Mercado, que visam maximizar retornos, minimizar riscos e reforçar garantias. É nesse momento que a transparência é comprometida: a empresa securitizadora, na intenção de maximizar seus interesses, tenderá a selecionar os melhores créditos para compor a debênture sênior ofertada e o Ente Público não detém todas as informações nessa ação de seleção adversa, motivada pela assimetria informacional. A Figura 2 abaixo traduz simplificada o modelo da securitização no Setor público, dessa vez com os agentes envolvidos, seus eixos de contrato e as setas representando os fluxos de informação no modelo:

Figura 2: Diagrama geral do fluxo e monopólio da informação nas transações entre os agentes da securitização da dívida ativa



Fonte: elaboração do autor

De imediato, percebe-se pela Figura 2 que o Ente Público não alcança as informações e interesses dos investidores, sendo, portanto propenso a se concretizar um **risco moral**, relacionado à assimetria de informações entre esses agentes do modelo, limitando a transparência da securitização, pois “as ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, havendo assimetria informacional entre as partes”, ou seja, o risco moral “ocorre quando o principal não pode observar as ações do agente mesmo após o contrato, a ação deste não é verificável” (KLANN et al., 2014).

Note-se ainda que a empresa securitizadora possui **dois fluxos de assimetria**: quando ela funciona como **agente**, ao receber a cessão do direito de créditos do Ente Público (principal), que cede e delega a gestão. De posse dos créditos, ao se relacionar nas negociações com os investidores, ela funciona como **principal**, sendo gestora e detentora também das informações a respeito da seleção adversa que invariavelmente executa ao formar os títulos.

É ainda agravante o fato de que essas debêntures seniores, que são transacionadas nos fluxos externos do modelo de securitização, têm seus ativos subjacentes de propriedade do ente público, sendo também o fornecedor de todas as garantias aos investidores.

A respeito das situações em que ocorre a assimetria informacional e a seleção adversa, passível na securitização, é esclarecedor conferir esta citação:

A existência de assimetria de informação permite que, em uma determinada transação, a parte que detenha maior grau de informação extraia maiores benefícios que a outra..

[...]

Entende-se que o problema de seleção adversa existe quando o agente possui mais informações que o principal antes do contrato, ou seja, uma das partes não sabe o tipo ou a qualidade dos bens que a outra possui a informação oculta, assim o principal colocará em oferta somente aquilo que o interessa.

(Klann et al., 2014).

Assim, “o problema da seleção adversa”, no caso específico da securitização da Dívida Ativa, pode ocorrer na seleção dos créditos mais líquidos da dívida para compor uma carteira específica num conjunto de títulos sênior, ou pior, ingerência do “principal”, que é a empresa securitizadora, em direcionar a venda da debênture sênior a compradores específicos, de forma que tais operações se sujeitam a ocultar as informações, interesses e comportamentos em algum nível, em nítida sujeição de assimetria de informação, entre investidores e a securitizadora e entre esta e o Ente Público.

Portanto, a restrição da transparência no modelo proposto da securitização também concorre para a sua viabilidade, não só na possibilidade de seleção adversa (*ex ante* aos contratos das compromissadas) na formação de cotas seniores mais líquidas ao mercado como também no risco moral (*ex post* aos contratos das compromissadas), refletido na incapacidade do ente público em verificar, controlar e interferir nas transações dos títulos para os investidores.

#### **f) sobre a eficiência de recuperabilidade dos créditos tributários em cobrança para a Dívida Ativa**

Por fim, aqui se pode verificar o **segundo indicador**, no que diz respeito à eficiência de recuperabilidade dos créditos tributários em cobrança para a Dívida Ativa do ente, na forma do nível de recuperabilidade, ou seja, o percentual obtido entre os créditos recuperados e o montante da Dívida Ativa tributária e não tributária cedida:

$$\text{Nível de recuperabilidade} = [(\text{saldo recuperado da D.A.}) / (\text{montante da D.A.})] \times 100 \quad (03)$$

É notório que os níveis de créditos recuperados alcançam percentuais baixíssimos e que tem sido destacado de maneira recorrente pelos Tribunais de Contas nas ocasiões de emissão do Parecer Prévio de auditoria das contas anuais, se estacionando em patamares irrisórios em torno de 0,5 a 1,0%, conforme divulgados nas contas públicas analisadas.

Isso é importante no sentido de que uma operação de securitização que promete aumentar a eficiência de recuperabilidade precisa retornar um aumento nesse nível, o que demonstraria a justificativa de sua implantação. Não se pode olvidar que o TCU declarou que a visibilidade dos volumes recuperados nos exemplos implantados de securitização, não se distanciam das quantias recuperadas na atuação usual da PGFM (Procuradoria Geral da Fazenda Municipal), refletindo em ausência de redução de custos supostamente esperada para realizar a mesma função sem essa securitização.

Portanto, no que diz respeito ao nível de recuperabilidade, os casos existentes de securitização no Brasil e analisados pelo TCU demonstram que é questionável a justificativa para sua implementação, em face de a quantia recuperada não aumentar a eficiência da recuperabilidade.

### 3 CONCLUSÕES

Diante do exposto, considerando a admissão do nível de riscos que foram relacionados na forma de “fatores apresentados” e “indicadores construídos”, a securitização dos créditos da Dívida Ativa passíveis de cobrança, não transparece como uma alternativa segura e garantida para o Ente Público, no objetivo de aumentar a eficiência de recuperabilidade desses créditos em cobrança.

Além disso, no que diz respeito à compatibilidade com o ordenamento jurídico correlato, observando o relatório emitido pelo TCU, pode-se verificar que há evidente contrariedade com o ordenamento contábil-financeiro, no que concerne à “essência sobre a forma”, ao expor o posicionamento dessa Corte de Contas a favor do enquadramento da operação de securitização da Dívida Ativa como conceito de “operação de crédito estabelecido pela Lei de Responsabilidade Fiscal.

Nos exemplos que puderam operar na securitização no Setor Público e as simulações de viabilidade sugeridas não permitem verificar incremento na eficiência de recuperabilidade dos créditos inadimplidos, não levando em consideração nenhum indicador de meta para a melhora do nível de recuperabilidade do montante

da Dívida Ativa.

Também foi evidente que, ainda a respeito de riscos e garantias, não há compartilhamento de riscos, pois tais riscos, por força do ordenamento jurídico tributário, se centraliza exclusivamente no Ente Público, uma vez que este não pode se “desfazer” dos créditos da Dívida Ativa em favor de terceiros, permanecendo como detentor e responsável.

Além do mais, dificilmente a cessão de garantias, com esses 3 níveis de redundância, seria verificada em operações de créditos usuais, ou seja, se fossem feitas diretamente no mercado bancário nacional ou internacional. Dessa forma, a assunção dos riscos e transferências de garantias nessa operação supõe exageros e fragiliza a viabilidade de implantar um modelo com a securitização no Setor Público, impondo maiores custos ao Município em troca de uma antecipação financeira com grande deságio.

O modelo proposto de securitização se configura em um desenho com um fluxo interno e outro externo, sem convencimento quanto à viabilidade e também explicita que o modelo apresenta fragilidades nos controles, ao consolidar as transações na externalidade do modelo (fluxos externos do modelo básico), ou seja, nas condições das debêntures seniores e na transferência de garantias aos investidores, bem como que se diferencia no alcance das ações da função de controle e fiscalização, resultando na propensão de inserção de assimetria informacional no Setor Público, sobretudo por meio da restrição da transparência no modelo proposto da securitização, não só na possibilidade de seleção adversa na formação de cotas seniores mais líquidas ao mercado, mas também do risco moral, refletido na incapacidade do ente público em verificar, controlar e interferir nas transações dos títulos para os investidores.

Por fim, a operação de securitização é capaz de motivar o impacto da redução das receitas futuras resultante dessa operação, com potencial de provocar supressão importante nas gestões futuras.

## REFERÊNCIAS

BAIRRAL, M. A. D. C., FERREIRA, M. C., & BAIARRAL, L. F. (2013). **A assimetria informacional e os pareceres prévios de auditoria dos Tribunais de Contas Estaduais: uma abordagem reflexiva**. *Pensar contábil*, 14(55).

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Instrução Normativa CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018**. Disponível em: <<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/index.html>>. Acesso em: 20 mar 2020.

\_\_\_\_\_. **Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público (MCASP)**, 8ª Ed. Brasília, 2018. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/mcasp>>. Acesso em: 20 mar 2020.

\_\_\_\_\_. Ministério da Economia. **Consulta pública: securitização da dívida dos entes subnacionais**. Brasília, 2019. Disponível em: <<http://www.economia.gov.br/aceso-a-informacao/participacao-social/consultas-publicas/2019/securitizacao-da-divida-dos-entes-subnacionais>>. Acesso em: 20 mar 2020.

\_\_\_\_\_. Secretaria do Tesouro Nacional (STN). **Capacidade de Pagamento (CAPAG), Portaria STN nº 882/2018**. Disponível em: <<https://www.tesourotransparente.gov.br/temas/estados-e-municipios/capacidade-de-pagamento-capag>>. Acesso em: 20 mar 2020.

\_\_\_\_\_. **Nota Técnica SEI nº 16/2019/GEPAT/COREM/SURIN/STN/FAZENDA-ME**. Assunto: Consulta pública sobre o tema de securitização da dívida dos entes subnacionais. Brasília, 2020. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/>>. Acesso em: 20 mar 2020.

\_\_\_\_\_. Tribunal de Contas da União (TCU). **Processo nº 016.585/2009-0, Acórdão nº 772/2016 – Plenário**, Relator Raimundo Carreiro, em 06 de abril de 2016. Brasília, 2016. Disponível em: <<https://portal.tcu.gov.br/inicio/>>. Acesso em: 20 mar 2020.

KLANN, R. C., GOMES, E. D. C. O., GREUEL, M. A., & BEZERRA, F. A. (2014). **Influência do risco moral e da accountability nas tomadas de decisões**. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(1), 99- 118.

ZORZAL, L., & RODRIGUES, G. M. (2015). **Disclosure e transparência no setor público: uma análise da convergência dos princípios de governança**. *Informação & Informação*, 20(3), 113-146.