

MARINA MICHEL DE MACEDO MARTYNYCHEN

**Securitização e o Estado Brasileiro:  
o fluxo dos recebíveis tributários e os impactos no Federalismo Fiscal**

Tese de Doutorado

Orientador: Prof. Titular Dr. Fernando Facury Scaff

São Paulo  
2020

MARINA MICHEL DE MACEDO MARTYNYCHEN

**Securitização e o Estado Brasileiro:  
o fluxo dos recebíveis tributários e os impactos no Federalismo Fiscal**

Tese apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito, na área de concentração em Direito econômico, Financeiro e Tributário, sob a orientação do Prof. Titular Dr. Fernando Facury Scaff.

Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito

São Paulo – SP

2020

**Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.**

**Catálogo da Publicação  
Serviço de Documentação Jurídica  
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

**Martynychen, Marina Michel de Macedo.**

**Securitização e o Estado Brasileiro: o fluxo dos recebíveis tributários e os impactos no Federalismo Fiscal/Marina Michel de Macedo Martynychen; Orientador Fernando Facury Scaff – São Paulo, 2020.**

**Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.**

**Palavras-chave: securitização – atividade econômica em sentido estrito – mercado de crédito – intermediação financeira – não intermediação financeira – mercado de capitais – fluxo – alienação – cessão – operação de crédito – pool de ativos subjacentes – veículo de propósito específico – planejamento – sistema orçamentário nacional - obrigação e crédito tributário – receita pública – receita corrente – receita de capital – desafetação – reafetação - transferências constitucionais obrigatórias – federalismo fiscal**

## FOLHA DE AVALIAÇÃO

Nome: MARTYNYCHEN, Marina Michel de Macedo

Título: Securitização e o Estado Brasileiro: o fluxo de recebíveis tributários e os impactos no Federalismo Fiscal

Tese apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito.

Prof. Doutor: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Doutor: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Doutor: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Doutor: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Doutor: \_\_\_\_\_

Instituição: \_\_\_\_\_

Julgamento: \_\_\_\_\_

Assinatura: \_\_\_\_\_

Para Muriel,  
Henrique e  
Beatriz.

## AGRADECIMENTOS

Em uma época na qual discute-se o papel das mulheres na sociedade, tenho em casa um exemplo. Mãe e esposa, diante dos obstáculos da vida, fortaleceu-se e tomou as rédeas do seu destino. A mim, estendeu as mãos quando mais precisei: ironicamente ou não, quando me tornei mãe. Sem diploma universitário, já possuí um filho duas vezes pós-doutor, meu irmão Rafael. Agora, minha mãe, Sandra Michel, presente cotidianamente na minha vida e na dos meus filhos, como avó, auxilia-me a ultrapassar mais uma etapa deste processo que se chama conhecimento.

Muriel Gonçalves Martynychen, amor da minha vida, companheiro das horas felizes e tristes, presente em cada etapa deste processo, cujo apoio foi fundamental não só aos estudos, mas, em especial, em relação aos nossos lindos filhos. Henrique, Ike, meu querido filho, com quem aprendi a ser mãe e descobri o amor incondicional (que se repetiu anos depois). Não há hora que não me lembre dos seus lindos olhos verdes – não mais azuis turquesa – e de como eles irradiam felicidade. Beatriz, minha bela Bia, doce e alegre como ninguém. Faz-me chorar todo dia que saio para estudar e escrever. Deixo para os dois, Henrique e Beatriz, nos beijos apertados que dou em seus rostos, o eterno pedido de perdão pelas horas roubadas do nosso convívio.

Obrigado ao meu orientador Fernando Facury Scaff por me lembrar do óbvio – não tão óbvio – ao se tratar de direito financeiro: que o direito deve servir ao ser humano, como um instrumento de emancipação, em um contexto de Estado Republicano. Exemplo de conduta, seja pessoal ou profissional, como professor ou advogado, será sempre um norte na minha vida. Obrigada, também, ao meu professor de direito financeiro da graduação, ainda na Universidade Federal do Paraná (UFPR), Rogério Distéfano, que quando soube do meu ingresso na Universidade de São Paulo (USP), presenteou-me com a sua biblioteca particular. Sem palavras para agradecer tamanha generosidade.

Serei eternamente grata ao escritório de advocacia Clèmerson Merlin Clève, em especial a sócia Ana Carolina de Camargo Clève, por todo o apoio necessário para a concretização do presente trabalho.

Aos meus dois grupos de *WhatsApp* preferidos! O primeiro – “meninas lindas” – formado pelas minhas queridas e eternas amigas, Camila Salmoria, Manuela Tallao Benke,

Mariana Seifert Bazzo e Patrícia de Fuccio Lages de Lima. Obrigada hoje e sempre pela bela amizade que se iniciou há 20 anos, nas arcadas do prédio histórico da UFPR. O segundo grupo é o “Pós-USP”, repleto de colegas de todos os cantos do Brasil, que deixo de enumerar pelo medo de esquecer algum! Certo é que, nas salas do Largo São Francisco, espaço democrático, pude conhecer, discutir e refletir. Neste contexto, no qual as noções de espaço e tempo foram radicalmente transformadas, sinto-me feliz em saber que levarei, por onde estiver, o contato de todos.

Por fim, agradeço a Jéssica Bravos da Silva e Nathaly Eliza Franco pelo auxílio de pesquisa, fundamental para que a presente tese fosse construída.

## RESUMO

MARTYNYCHEN, Marina Michel de Macedo. **Securitização e o Estado Brasileiro: o fluxo de recebíveis tributários e os impactos no Federalismo Fiscal**. 2020. 386f. Tese (Doutorado em Direito Econômico, Financeiro e Tributário) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2020.

A securitização é um instrumento jurídico que nasceu na contemporaneidade, com o objetivo de estimular o mercado de crédito para a materialização de políticas habitacionais estadunidenses. Cresceu e desenvolveu-se sob o manto privado, diante de alterações no contexto sócio-econômico mundial, e consagrou-se, no âmbito da nova economia, como o principal instrumento para realizar o que denominou-se “administração do dinheiro” ou *managed money*. Tal fato, inclusive, marcou alterações nos mercados, aproximando cada vez mais o mercado financeiro do mercado de capitais. A securitização foi recepcionada pelo Estado brasileiro desde a década de 1970, mas em um conceito amplo, apenas como não intermediação financeira (em especial pela alienação de títulos da dívida pública). A proposta aqui estudada não diz respeito àquela hipótese ou, ainda, a outras modalidades como o PESA ou o CEPAC. Refere-se, em verdade, à securitização, em sentido estrito, ou seja, caracterizada pela operação que pretende alienar/ceder o fluxo de créditos tributários (resíduos ativos ou parcelamentos) de forma a possibilitar recursos presentes para os Estados-membros, mediante a criação de um Veículo de Propósito Específico (VPE), o qual será responsável por captar recursos no mercado de capitais mediante a alienação de valores mobiliários (no caso, haverá a criação de uma sociedade de economia mista, a qual será responsável por emitir debêntures). Além de questões que envolvem o Federalismo Fiscal (transferências constitucionais obrigatórias entre Estados-membros e Municípios e autonomia financeira), temas relacionados a criação de um Veículo de Propósito Específico (VPE) para o exercício de uma atividade econômica em sentido estrito (mercado de crédito), à gestão dos ativos financeiros do Estado o que incluiu a análise do seu regime jurídico e ao endividamento público (se há ou não uma operação de crédito) serão abordados.

**Palavras-chave:** securitização – atividade econômica em sentido estrito – mercado de crédito – intermediação financeira – não intermediação financeira – mercado de capitais – fluxo – alienação – cessão – operação de crédito – pool de ativos subjacentes – veículo de propósito específico – planejamento – sistema orçamentário nacional - obrigação e crédito tributário – receita pública – receita corrente – receita de capital – desafetação – reafetação - transferências constitucionais obrigatórias – federalismo fiscal



## ABSTRACT

MARTYNYCHEN, Marina Michel de Macedo. **Securitization and the Brazilian State: the flow of tax receivables and the impacts on Fiscal Federalism.** 2020. 386 pp. Thesis (Doctorate in Economic, Financial and Tax Law) – Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2020.

Securitization is a legal instrument that was born in contemporary times, with the purpose to stimulate the credit market for the materialization of North American housing policies. It has grown and developed in the private sector, in the face of changes in the global socio-economic context, and became, within the scope of the new economy, the main instrument for carrying out what was called managed money. Such fact even determined changes in the markets, bringing the financial market closer and closer to the capital market. Securitization has been received by the Brazilian State since the 1970s, but as a broad notion, only as non-financial intermediation (in particular by the sale of public debt securities). The proposal studied here does not concern that hypothesis or other modalities such as PESA or CEPAC. It refers to, in fact, securitization in the strict sense, in other words, characterized by the operation that intends to dispose of/assign the flow of tax credits (outstanding debt or installment plan) in order to make resources available to the Member States, through the creation of a Special Purpose Entity (VPE), which will be responsible for raising funds in the capital market through the sale of securities (in this case, there will be the creation of a mixed capital company, which will be responsible for issuing debentures). Aside from issues involving Fiscal Federalism (mandatory constitutional transfers between Member States and Municipalities and financial autonomy), topics related to the creation of a Special Purpose Entity (VPE) for the exercise of an economic activity in the strict sense (credit market), the management of the State's financial assets, including the analysis of its legal regime and public debt (whether or not there is a credit operation) will be addressed.

**Keywords:** securitization – economic activity in the strict sense – credit market – financial intermediation – non-financial intermediation – capital market – flow – sale – transfer – credit transaction – pool of underlying assets – specific purpose vehicle – planning – national budget system – tax obligation and credit – public revenue – current revenue – capital revenue – withdrawal from public access and use – reallocation – mandatory constitutional transfers – fiscal federalism

## RÉSUMÉ

MARTYNYCHEN, Marina Michel de Macedo. **La titrisation et l'État brésilien : le flux de créances et ses impacts sur le Fédéralisme Fiscal**. 2020. 386 pages. Thèse (Doctorat en Droit Économique, Financier et Fiscal) – Faculté de Droit, Université de São Paulo, São Paulo, 2020.

La titrisation est un instrument juridique qui est né dans le cadre de la contemporanéité dont l'objectif est celui de stimuler le marché du crédit pour la matérialisation des politiques du logement états-uniennes. Cette technique financière a grandi et s'est développée à la lumière du secteur privé dû aux modifications dans le contexte socio-économique en se consacrant, au sein d'une nouvelle économie, comme le principal outil pour y mettre en œuvre ce que l'on a qualifié de « gestion de l'argent » ou encore managed money, en anglais. Ce fait, d'ailleurs, a provoqué des mutations sur les marchés, qui ont rapproché de plus en plus le marché financier du marché des capitaux. La titrisation a été mise en place par l'État brésilien depuis les années 1970, toutefois il s'agissait d'un concept plus ample, y tenu comme une non-intermédiation financière (tout particulièrement pour la cession des titres de dette publique). La proposition de cette étude-ci ne correspond pas à cette hypothèse-là ou, même, à d'autres modalités qui proviennent des programmes d'actifs comme le PESA ou le CEPAC. En vrai, on fait référence à la titrisation, au sens strict du terme, c'est-à-dire, celle qui est caractérisée par l'opération qui y prétend céder le flux de créances fiscales (actifs sous-jacents ou financement) afin de rendre possibles les ressources présentes aux États membres à travers un programme de fiscalité appelé en portugais « Veículo de Propósito Específico » (VPE) ou « véhicule d'acquisition ad hoc » en français, lequel sera chargé de capter des ressources imposables au marché des capitaux par le biais du rachat du crédit immobilier (dans ce cas-là, il y aura la création d'une société ad hoc d'économie mixte, celle qui va y émettre les débentures, ça veut dire les titres de dette). Au-delà des questions qui concernent le Fédéralisme Fiscal (une sorte de transfert de ressources de l'État obligatoires entre les États membres et leurs municipalités et autonomie financière), il y a des sujets attachés à la création d'un VPE pour l'exercice d'une activité économique en son sens strict (marché du crédit), au management des actifs financiers de l'État, y compris l'analyse de son cadre juridique, et à l'endettement public (surtout s'il y a ou pas une opération de crédit) qui seront, alors, abordés dans cette étude-ci.

**Mots clés:** titrisation; activité économique au sens strict ; marché du crédit ; intermédiation financière ; marchés des capitaux ; flux ; cession ; opération de crédit ; pool d'actifs sous-jacents; véhicule d'acquisition ad hoc ; prébudgétisation ; système de comptes nationaux ; obligation légale et crédit d'impôt ; recettes publiques ; recettes courantes ; recette en capital ; désaffectation publique ; redéploiement ; transfert de ressources de l'État obligatoires ; fédéralisme fiscal.

## LISTA DE SIGLAS

ABCP	Asset-backed commercial paper conduits
ABS	Asset-Backed Securities
ADCT	Atos das Disposições Constitucionais Transitórias
ADI	Ação Direta de Inconstitucionalidade
AID	Associação Internacional de Desenvolvimento
AIG	American International Group
ALERJ	Assembleia Legislativa do Rio de Janeiro
AMGI	Agência Multilateral de Garantia ao Investimento
ANBIMA	Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
ARO	Antecipação de Receita Orçamentária
ARPA	Agência de Projetos de Pesquisa Avançada
ARRA	American Recovery and Reinvestment Act
ATM	Modo de Transmissão Assíncrono
BACEN	Banco Central do Brasil
BB	Banco do Brasil
BBS	Bulletin Boards Systems
BC	Banco Central
BCB	Banco Central do Brasil
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BCN	Base de Cálculo Negativa
BH	Belo Horizonte
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BIRD	Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento
BIS	Banco de Compensações Internacionais
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CAE	Comissão de Assuntos Econômicos
CBGF	Fórum de Governança de Bancos Centrais
CC	Código Civil
CDO	Collateral Debt Obligations
CDS	Credit Default Swaps
CE	Conselho Europeu
CEPAC	Certificado de Potencial Adicional de Construção
CEPAL	Comissão Econômica para a América Latina
CERN	Conseil Européen pour la Recherche Nucléaire
CETIP	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados
CF	Constituição Federal
CFI	Corporação Financeira Internacional
CFSEC	Companhia Fluminense de Securitização S.A.
CGFS	Comitê de Sistema Financeiro Global
CISDI	Centro Nacional para Solução de Disputas de Investimentos
CLO	Collateralized Loan Obligations
CMN	Conselho Monetário Nacional
CMO	Collateralized Mortgage Obligations Bond
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNJ	Conselho Nacional de Justiça
CNPJ	Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
COPOM	Comitê de Política Monetária
COSIF	Plano Contábil das Instituições Financeiras
CPC	Código de Processo Civil
CPMI	Comissão Parlamentar Mista de Inquérito
CPP	Companhia Paulista de Parcerias
CPSEC	Companhia Paulista de Securitização
CRDII	Capital Requirements Directives II
CRDIII	Capital Requirements Directives III
CRDIV	Capital Requirements Directives IV
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
CTN	Código Tributário Nacional
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCL	Dívida Consolidada Líquida
DF	Distrito Federal
DI	Depósito Interbancário
DL	Decreto-lei
DO	Diário Oficial
DOERJ	Diário Oficial do Estado do Rio de Janeiro
DOESP	Diário Oficial do Estado de São Paulo
DTVM	Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
DVP	Demonstrações das Variações Patrimoniais
EC	Emenda Constitucional
EEE	Espaço Econômico Europeu
EL	expected losses
EPE	Entidade de Propósito Específico
ESA	European System of Accounts
EU	União Européia
EUA	Estados Unidos da América
EUROSTAT	Statistical Office of the European Communities
FADESC	Fundo de Apoio ao Desenvolvimento Empresarial de Santa Catarina
FCIC	Financial Crisis Inquiry Commission
FDIC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FECIDAT	Fundo Especial de Créditos Inadimplidos e Dívida Ativa
FED	Federal Reserve Bank
FEDA	Fundo Especial de Dívida Ativa
FGC	Fundo Garantidor de Créditos
FGPPP	Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Rio Grande do Norte
FHA	Federal Housing Administration
FHFA	Federal Housing Finance Agency
FHLMC	Federal National Mortgage Association
FICFIDC	Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos

	em Direitos Creditórios
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados
FII	Fundos de Investimento Imobiliário
FIM	Fundos de Investimento Mobiliário
FMI	Fundo Monetário Internacional
FNMA	Federal National Mortgage Association
FOMC	Federal Deposit Insurance Corporation
FPM	Fundo de Participação dos Municípios
FSB	Financial Stability Board
FTC	Fundo de Titularização de Créditos
GNMA	Government National Mortgage Association
GPRA	Government Performance and Results Act
GSE	Government-sponsored enterprise
HUD	Department of Housing and Urban Development
IAIS	International Association Of Insurance Supervisors
IASB	International Accounting Standards Board
ICMS	Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação.
ICVM	Instrução Normativa editada pela Comissão de Valores Mobiliários
IFAC	International Federation of Accountants
IFRS	Normas Internacionais de Relato Financeiro
IGP	Índice Geral de Preços
IGPM	Índice Geral de Preços do Mercado
IIF	Institute of International Finance
IMF	International Monetary Fund – IMF
IN	Instrução Normativa
IOF	Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros
IOSCO	International Organisation of Securities Comissions
IP	Internet Protocol
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
IPI	Imposto sobre Produtos Industrializados
IPSAS	International Public Sector Accounting Standards
IPSASB	International Public Sector Accounting Standards Board
IPTU	Imposto Predial e Territorial Urbano
IPVA	Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores
IR	Imposto de Renda
IRPJ	Imposto de Renda de Pessoas Jurídicas
ISS	Imposto sobre Serviços
ITBI	Imposto de Transmissão de Bens Imóveis
ITCMD	Imposto sobre Transmissão Causa Mortis e Doação
ITR	Imposto Territorial Rural
JUCESP	Junta Comercial do Estado de São Paulo
LBTR	Liquidação Bruta em Tempo Real
LDO	Lei de Diretrizes Orçamentárias
LEF	Lei de Execuções Fiscais

LFT	Letra Financeira do Tesouro
LOA	Lei do Orçamento Anual
LPP	Lei do Plano Plurianual
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
MATIF	Marché à Terme Internacional de France
MBS	Mercado de títulos lastreados em hipoteca
MF	Ministério da Fazenda
MG	Minas Gerais
MIT	Massachusetts Institute of Technology
MP	Medida Provisória
MPC	Ministério Público de Contas
MYDFA	Multi-Year Deposit Facility Agreement
OCC	Office of The Comptroller of the Currency
OCDE	Organização para a Cooperação para Desenvolvimento Econômico
ODM	Original Design Manufacturer
OEM	Original Equipment Manufacturer
OIC	Organismos de Investimentos Coletivos
OMC	Organização Mundial do Comércio
ONU	Organização das Nações Unidas
OPA	Oferta Pública de Aquisição
OTD	Originate to Distribute
OTH	Originate to Hold
PAEX	Parcelamento Excepcional
PD	Probability of Default
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
PEC	Projeto de Emenda Constitucional
PEP	Programa Especial de Parcelamento
PESA	Projetos Externos de Securitização Agrícola
PF	Prejuízo Fiscal
PGFN	Procuradoria Geral da Fazenda Nacional
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PL	Projeto de Lei
PLS	Private-label securities
PNE	Plano Nacional de Educação
PPA	Plano Plurianual
PPI	Programa de Parcelamento Incentivado
PPP	Parcerias Público-Privadas
PRODEC	Programa de Desenvolvimento da Empresa Catarinense
PROEF	Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais
PROER	Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional
PROES	Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária
PROFUT	Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro

RCPA	Regulatory Consistency Assessment Programme
RE	Recurso Extraordinário
REFIS	Programa de Recuperação Fiscal
REMIC	Real Estate Mortgage Investment Conduit
RFB	Receita Federal do Brasil
RG	Repercussão Geral
RJ	Rio de Janeiro
RN	Rio Grande do Norte
ROA	Return on assets
ROE	Return on equity
ROFT	Rio Oil Finance Trust
RPPS	Regime Próprio de Previdência Social
RREO	Relatório resumido de execução orçamentária
RS	Rio Grande do Sul
RTC	Resolution Trust Corporation
SBBS	Sovereign Bond-Backed Securities -SBBS
SEC	Security and Exchange Commission
SEDEIS	Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico, Energia, Indústria e Serviços
SEFAZ	Secretaria da Fazenda
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
SGFTC	Sociedade Gestora de Fundos de Titularização de Créditos
SIAFEM	Sistema Integrado de Administração Financeira para Estados e Municípios
SME	Sistema Monetário Europeu
SND	Sistema Nacional de Debêntures
SP	São Paulo
SPB	Sistema de Pagamentos Brasileiro
SPC	<i>Special Purpose Company/Corporation</i>
SPE	Sociedade de Propósito Específico
SPT	Special Purpose Trust
SPV	Special Purpose Vehicle
STC	Sociedades de Titularização de Créditos
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TAF	Term Auction Facility
TALF	Term Asset Lending Facility
TARP	Troubled Asset Relief Program
TBU	Tributação sobre Bases Universais
TC	Tomada de Contas
TCE	Tribunal de Contas do Estado
TCU	Tribunal de Contas da União
TSLF	Term Securities Lending Facility
UE	União Européia
UME	Unidade Monetária Europeia
USC	University of Southern California

VPA	Variação patrimonial aumentativa
VPD	Variação patrimonial diminutiva
VPE	Veículo de Propósito Específico
VRG	Valor residual garantido



## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>19</b>
<b>1 A SECURITIZAÇÃO COMO UM INSTRUMENTO JURÍDICO DA CONTEMPORANEIDADE.....</b>	<b>33</b>
1.1 A construção da nova economia e os fluxos financeiros.....	33
1.2 O endividamento público, na década de 1970, e o início da financeirização: a participação ativa dos Estados na construção do capitalismo financeirizado.....	57
1.3 O mercado financeiro do final do século XX e início do XXI: transformações e a aproximação com o mercado de capitais.....	88
1.4 A política habitacional estadunidense da década de 1960 à crise dos títulos <i>subprimes</i> em 2008: da origem ao auge do instrumento de securitização.....	107
1.5 Os reflexos da nova economia e do modo de produção capitalista financeirizado no âmbito jurídico: o direito financeiro e a regulação da securitização.....	132
<b>2 ASPECTOS GERAIS DA SECURITIZAÇÃO.....</b>	<b>149</b>
2.1 Natureza Jurídica Da Securitização.....	149
2.2 Etapas da Securitização.....	165
2.2.1 Constituição do Veículo de Propósito Específico – <i>Special Purpose Vehicle (SPV)</i> .....	165
2.2.2 Segregação de ativos: quem é o cedente e quais créditos podem ser cedidos.....	178
2.2.3 Emissão e subscrição de títulos pelo VPE - debêntures.....	187
2.3 Distribuição de riscos e as operações de securitização.....	194
2.4. Modalidades de securitização.....	197
<b>3 A SECURITIZAÇÃO NO ÂMBITO DO DIREITO PÚBLICO BRASILEIRO.....</b>	<b>203</b>
3.1 Possibilidade de criação de um VPE, na modalidade Sociedade Anônima, com fim específico, pelo Estado com o objetivo de Securitização (Sociedade de Economia Mista).....	203
3.2 O planejamento do Estado brasileiro e o instrumento da securitização: mecanismos para evitar o endividamento e promover o instrumento para a alocação socialmente eficiente dos recursos e bem-estar econômico (interesse coletivo).....	215
3.3 Segregação de ativos e desafetação: necessidade de revisão das diferenças entre os regimes contábeis: necessidade de preenchimento de lacunas diante da securitização.....	237
3.4 Há Antecipação da Receita Orçamentária (A.R.O) na operação de securitização?.....	249
3.5 O conceito de operações de crédito e o endividamento público: efeitos para o federalismo	

fiscal – redução da autonomia dos entes da federação?.....	253
3.6 Experiências de securitização no âmbito do Estado Brasileiro: houve ou não, no Estado brasileiro, a adoção da securitização em sentido estrito?.....	270
3.6.1 Securitização como instrumento jurídico para a reorganização da dívida pública federal .....	270
3.6.2 Securitização e <i>royalties</i> de petróleo.....	273
3.6.3 Securitização e as políticas de fomento para o agronegócio – PESA (projetos Externos de Securitização Agrícola).....	278
3.6.4 Securitização e financiamento da política urbana (CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção).....	282
<b>4 A SECURITIZAÇÃO E O DIREITO FINANCEIRO BRASILEIRO:</b>	
<b>POSSIBILIDADE DE ALIENAÇÃO OU ONERAÇÃO DOS RECEBÍVEIS</b>	
<b>TRIBUTÁRIOS.....</b>	<b>286</b>
4.1 Natureza e regime jurídico do crédito tributário.....	286
4.2 Execução orçamentária e fluxo de recebíveis: ligação entre orçamento e patrimônio e a possibilidade de alienação.....	302
4.3 A cobrança judicial da Dívida Ativa ou Ativos Residuais: impossibilidade de delegação pelo Estado.....	308
4.4 Parcelamento tributário: características gerais e formação do <i>pool</i> de ativos subjacentes .....	315
4.5 O problema da repartição das receitas públicas e a securitização: fluxo de recebíveis que envolvem dois entes da Federação (Estados-membros e Municípios).....	323
4.6 Exemplos de securitização de créditos tributários.....	332
4.6.1 Município de Nova Iguaçu (Lei Municipal de nº 4.266/2013).....	332
4.6.2 Município de Belo Horizonte – PBH Ativos (Lei Municipal nº13.003/2010).....	335
4.6.3 Estado do Rio de Janeiro e a Companhia Fluminense de Securitização (Lei Estadual de nº 7040/2015).....	337
4.6.4 Estado de Goiás e o “Goiás Parcerias” (Lei Estadual 18.873/2015).....	340
4.6.5 Companhia Paulista de Securitização (CPSEC) – Lei Estadual nº13.720/2009.....	346
<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>357</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>368</b>

## INTRODUÇÃO

Atualmente, são comuns as notícias publicadas na imprensa a respeito das crises orçamentárias envolvendo os Estados-membros da Federação brasileira. Os entes subnacionais apresentam um quadro deficitário o qual, além de prejudicar o cumprimento da execução orçamentária relacionada às despesas correntes, impede a realização de novos investimentos (despesas de capital). Referido contexto, infelizmente, contribuiu para que baixas taxas de desenvolvimento fossem consolidadas. Diante do referido quadro, novas formas de atrair créditos estão sendo discutidas, dentre elas a securitização.

A securitização, como operação de crédito, envolvendo o Estado, é peculiar. Isto porque temas complexos no âmbito do direito financeiro estão relacionados, tais como dívida ativa, parcelamentos tributários, operações de crédito e Federalismo Fiscal. Sendo assim, ao falar-se em securitização, o operador do direito, além de tratar do espectro negativo envolvendo o instrumento (em razão, em especial, da crise da *subprimes* em 2008, conforme será demonstrado), deve aprofundar seus estudos em uma área (direito financeiro) que passou a ganhar destaque apenas partir da Constituição Federal de 1988, ou seja, há 30 (trinta) anos. E mais: cujos dados relevantes, relacionados à dívida ativa, por exemplo, passaram a ser compilados nos últimos 10 (dez) anos, mas, ainda, com muitas lacunas<sup>1</sup>.

Sendo assim, a presente tese tem como objetivo responder as seguintes hipóteses<sup>2</sup>: (i) em primeiro lugar, “é possível a securitização do fluxo de recebíveis tributários no Estado Brasileiro?”; (ii) em segundo lugar, “a participação da União, no controle da securitização de recebíveis tributários dos Estados-membros, pode representar um mecanismo para evitar uma possível socialização da gestão fiscal irresponsável?”

Deve-se salientar que, para responder a primeira hipótese, alguns pilares serão tratados, os quais podem ser assim resumidos: (i) possibilidade ou não de caracterizar o fluxo de recebíveis tributários como um *pool* de ativos subjacentes; (ii) viabilidade de criação, pelo Estado Brasileiro, de uma sociedade de economia mista para realizar o papel de um Veículo de Propósito Específico (VPE) e (iii) legalidade ou não de alienação e/ou oneração de ativo

---

<sup>1</sup> O tema será tratado ao longo do capítulo 04.

<sup>2</sup> Segundo Fernando Facury Scaff, “A hipótese deve conter, no máximo, uma ou duas perguntas, cuja análise deve conduzir a escrita de todos os capítulos em que se desdobra o trabalho, e que devem ser respondidas na conclusão. Se a hipótese for formulada como uma afirmativa, esta deve ser negada ou confirmada ao final” (SCAFF, 2017, destaque no original).

financeiro público (fluxo de recebíveis tributários). Certo é que tais questionamentos trabalham não apenas as consequências da securitização para a Administração Pública e o orçamento, mas, sobretudo, a sua natureza jurídica.

Por outro lado, em relação à segunda hipótese (a qual envolve os impactos em relação ao Federalismo Fiscal), discute-se até que ponto a securitização pode ser ou não um mecanismo criado meramente para aumentar o endividamento dos Estados-membros, com a finalidade meramente especulativa. Além da questão do endividamento, analisa-se a redução ou não da autonomia financeira e orçamentária dos Estados-membros diante da atuação da União Federal, por meio de seus órgãos e autarquias tais como o Ministério da Fazenda (MF), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Banco Central do Brasil (Bacen), sem contar, ainda, o papel do Senado Federal. Por fim, destaca-se a necessidade de analisar, previamente, a repartição das receitas tributárias, em especial, aquelas que estão relacionadas às transferências constitucionais obrigatórias (no caso dos Estados-membros destacam-se o ICMS – Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre a Prestação de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação – e o IPVA – Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores), em razão do artigo 158. incisos III e IV da Constituição Federal de 1988<sup>3</sup>).

De forma a discutir os pontos acima delimitados, a presente tese é dividida em quatro capítulos.

O primeiro capítulo trata da contextualização da securitização. O seu objetivo é contribuir para a compreensão do surgimento da referida operação e o papel que exerce hoje. Trata-se de uma apresentação, eis que, como será a seguir demonstrado, há pouca discussão doutrinária (no âmbito do direito financeiro brasileiro) a seu respeito.

O nascimento da securitização ocorreu ao longo da década de 1960-1970, nos Estados Unidos da América (EUA), em decorrência da política pública habitacional (marco histórico-temporal). Contudo, o seu desenvolvimento e o seu ápice devem-se às transformações do modo de produção capitalista, as quais foram impulsionadas pelos avanços relacionados à tecnologia de informação e de comunicação.

---

<sup>3</sup> “Art. 158. Pertencem aos Municípios: (...) III - cinquenta por cento do produto da arrecadação do imposto do Estado sobre a propriedade de veículos automotores licenciados em seus territórios; IV - vinte e cinco por cento do produto da arrecadação do imposto do Estado sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação.”

É certo que os avanços tecnológicos permitiram que as noções de espaço e tempo<sup>4</sup> inerentes à modernidade<sup>5</sup> fossem radicalmente alteradas. Neste contexto, no qual o espaço (de fluxos)<sup>6</sup> e o tempo<sup>7</sup> ganham novas dimensões, operações como a securitização, podem ser enquadradas como inovações do capitalismo nas palavras de Otávio Yasbek, o qual segue, por sua vez, a definição de Joseph A. Schumpeter<sup>8</sup>. O espaço, na sociedade informacional, passa ser global e o tempo é representado por milésimos de segundo. Para troca de riquezas, o espaço físico tornou-se desnecessário, eis que a nova economia desenvolve-se por mercados conectados, o que, em conjunto com outros fatores, estimula mudanças não apenas no modo de produção capitalista, mas, sobretudo, na estrutura jurídica dos Estados soberanos, eis que as fronteiras deixam de ser obstáculos para as negociações – o que será tratado no item 1.5 do primeiro capítulo.

Aqui uma observação não pode ser deixada de lado: a securitização nasceu na

---

<sup>4</sup> Para a modernidade, o tempo é o tempo humanizado, o tempo cristão. Krishan Kumar esclarece que: “Deve estar evidente o quanto entendemos como modernidade está contido na filosofia cristã da história. Nela, o tempo é retirado da esfera natural e inteiramente humanizado (mesmo que sob a orientação divina). Ele é mostrado como linear e irreversível, ao contrário dos ciclos e recorrências do pensamento antigo. O cristianismo conta uma histórica com um começo (a criação e o pecado original), um meio (advento de Cristo) e um fim (o segundo advento) – e insiste nessa ordem necessária de eventos. Simultaneamente, inverte a cronologia e interpreta a história de frente para trás, a partir do seu ponto final. É orientada para o futuro. Satura o presente com um senso de expectativa, criando uma tensão permanente entre o presente e o futuro. Considera o passado um simples prólogo para o presente, a caminho de concretizar a promessa do futuro”. (KUMAR, 1997, p.81). E como esta noção influenciou o pensamento moderno? A modernidade ganhou o seu perfil ao longo do século XVIII, quando ao recepcionar a teoria cristã de tempo, transformou a filosofia em história, dividindo os períodos em antiga, medieval e moderna (KUMAR, 1997, p.82-91).

<sup>5</sup> A modernidade, do ponto de vista da consciência, é representada pela Revolução Francesa. Isto porque transformou o conceito de revolução, o qual passou a ser caracterizado como a criação de algo completamente novo, no âmbito das ideias e instituições. Já a Revolução Industrial é o conteúdo. Daí porque afirma-se que a modernidade são ideias e também conteúdo (técnicas). O industrialismo transformou a sociedade ocidental eis que houve, praticamente, o abandono da sociedade agrária. O industrialismo transformou sociedades agrárias em centros concentrados de poder (KUMAR, 1997, p.94-95).

<sup>6</sup> Para a pós-modernidade, há uma desvalorização do tempo e a valorização do espaço (mas um espaço distinto do moderno). A respeito da sua relação com o espaço, destaca-se o seguinte trecho: “A implosão espacial pela rede de informação e comunicação global é um exemplo. Não ser parte dela é estar privado de uma parte importante da vida contemporânea. As redes multinacionais do capitalismo global constituem outro exemplo, a outra face da descentralização e dispersão, que são os aspectos mais óbvios do pós-fordismo. Em ambos os casos, os indivíduos são inseridos em novos conjuntos de relações sociais, tanto em funcionamento como além das mesmas, no tocante uns aos outros”. (KUMAR, 1997, p.156).

<sup>7</sup> A respeito, Krishan Kumar explica que “A rejeição pós-moderna do passado vai muito mais fundo. Tampouco ela tem tempo para a história sóbria, científica. (...) O velho desapareceu agora por completo, pelo menos no ocidente, e o novo não tem mais capacidade de excitar e estimular a imaginação. O fim da “tradição do novo” significa também o fim do senso de futuro como algo que acelera constantemente para longe e para distanciar-se do passado. O que persiste, a única coisa que nos dá material para contemplação é o presente eterno. (...) A pós-modernidade se movimenta pelo contemporâneo e pelo simultâneo, em tempo antes sincrônico do que diacrônico. Relações de proximidade e distância e de espaço, e não de tempo, tornaram-se critérios de importância” (KUMAR, 1997, p.156).

<sup>8</sup> A obra de Joseph Schumpeter é trabalhada ao longo da presente tese. Contudo, quem trata a securitização como uma inovação do capitalismo, nos moldes de Joseph Schumpeter, é Otávio Yasbek. (YASBEK, 2007, p. 62-63).

contemporaneidade. Logo, compreender a contemporaneidade torna-se necessário. Mas, avisa-se desde já: eleger a corrente filosófica que descreve de forma mais completa a contemporaneidade não é o objeto da presente tese (em verdade, demandaria uma). Contudo, em que pese não ser objeto, delimitar as características correntes contribuiu para delinear os rumos da atual sociedade<sup>9</sup>.

Krishan Kumar<sup>10</sup>, em seu livro “Da Sociedade Pós-Industrial à Pós Moderna – Novas Teorias Sobre o mundo contemporâneo”, trabalha com três linhas teóricas de forma a descrever a contemporaneidade. São elas: (i) teorias pós-industriais; (ii) teorias pós-fordistas, e, por fim, (iii) teorias pós-modernas (KUMAR, 1997, p. 13-17). As teorias pós-industriais caracterizam-se por defender a chamada “sociedade de informação”, a qual caracteriza-se pelo isolamento do conhecimento teórico, como o aspecto mais importante da sociedade. A sociedade é, enfim, definida a partir da sua capacidade de acessar, processar e distribuir informações<sup>11</sup>. Já os pós-fordistas, por sua vez, partem do pensamento de Karl Marx. Críticos do pós-industrialismo, os pós-fordistas apegam-se ao conceito do desenvolvimento do capitalismo como o real motor das mudanças na nossa sociedade<sup>12</sup>. Por fim, a corrente pós-moderna. Trata-se, sem dúvida, da corrente mais complexa, eis que a mais abrangente, acolhendo todas as formas de transformação, ou seja, desde a análise cultural, política como também a econômica<sup>13</sup>.

Além de Krishan Kumar (autor responsável por descrever a contemporaneidade), ao longo da presente tese, outro autor abordado será Manuel Castells, em especial, a sua obra “A

---

<sup>9</sup> A respeito da importância da compreensão das teorias, Krishan Kumar esclarece que: “É inegável que elas fazem isso, tanto pela oposição crítica que provocam como por quaisquer *insights* com que contribuem. E estes últimos são tão importantes quanto os primeiros” (KUMAR, 1997, p. 16, destaque no original).

<sup>10</sup> Krishan Kumar é professor da cadeira de Sociologia da Universidade de Virgínia, E.U.A.

<sup>11</sup> Krishan Kumar esclarece que o conceito de sociedade de informação ajusta-se bem à tradição liberal, progressivista, do pensamento ocidental. Destaca-se pela crença no iluminismo, racionalidade e progresso. Trata-se do prosseguimento das linhas de Saint-Simon, Comte e os positivistas. O seu nascimento data das décadas de 1960 e 1970. Os seus principais proponentes são: Daniel Bell, por meio da obra “*The Coming of Post-Industrial Society*” - ano de 1973; Peter Drucker com a obra “*The Age of Discontinuity*”, de 1969 e, por fim, por Alvin Toffler, com a obra “O choque do futuro”, ano de 1970. (KUMAR, 1997, p. 13-15).

<sup>12</sup> Para a referida corrente, Karl Marx continua como o teórico supremo do capitalismo. Krishan Kumar sustenta a necessidade de revisão em relação à teoria. Isto porque: “as mudanças na sociedade nesta última parte do século XX, no entanto, são consideradas tão significativas e constituem um rompimento tão radical com os padrões e práticas capitalistas anteriores que é claro para esses autores que terão de ser feitas revisões profundas na teoria marxista para que ela permaneça útil” (KUMAR, 1997, p. 15).

<sup>13</sup> A pós-modernidade é tão eclética quanto escorregadia já diria Krishan Kumar. Segundo o autor, a “sua constituição ideológica quanto o ecletismo, que considera ser uma característica principal do mundo moderno, o pós-modernismo é a teoria moderna da avaliação mais difícil” (KUMAR, 1997, p.16).

Sociedade em Rede”<sup>14</sup>. Os estudos de Manuel Castells estão direcionados ao que denomina-se “paradigma da informação” - traço ligado à corrente do pós-industrialismo. Desde já, é importante destacar que Manuel Castells é claro ao afirmar que não pretende discutir teses a respeito do pós-industrialismo ou da sociedade informacional<sup>15</sup>. O objetivo do referido autor é de apenas traçar as principais características deste novo modo de desenvolvimento, em especial, traços do que ele denomina de nova economia (CASTELLS, 2006, p .51)<sup>16</sup>.

A descrição do contexto do nascimento da securitização a partir da perspectiva do “paradigma da informação” não significa que se desconheça as eventuais mazelas da operação ou mesmo as críticas que podem ser tecidas em relação ao referido paradigma e as suas lacunas – que serão tratadas ao longo do primeiro capítulo<sup>17</sup>. A opção em incluir um item para

---

<sup>14</sup> A base do pensamento de Manuel Castells é marxista. Contudo, com o passar dos anos, o autor, hoje professor da University of Southern California (USC), Los Angeles, direcionou seus estudos à construção do que passou a denominar de “paradigma da informação”. A respeito do Autor, base do seu pensamento e toda a sua produção científica: <http://manuelcastells.info/es>.

<sup>15</sup> Ao longo do seu prólogo, Manuel Castells esclarece que há uma diferença analítica entre as noções de “sociedade da informação” e “sociedade informacional”, o que se aplica, por sua vez, à “economia da informação” e “economia informacional”. A terminologia “sociedade da informação” representa a importância da informação em determinada sociedade. Há uma comunicação de conhecimentos. Por outro lado, “termo informacional indica o atributo de uma forma específica de organização social em que a geração, o processamento e a transmissão da informação tornam-se as fontes fundamentais de produtividade e poder devido às novas condições tecnológicas surgidas nesse período histórico” (CASTELLS, 2006, p. 39-62).

<sup>16</sup> Manuel Castells esclarece que as sociedades são organizadas a partir de uma tríade: produção, experiência e poder. Por produção compreende-se toda “ação da humanidade sobre a matéria (natureza) para apropriar-se dela e transformá-la em seu benefício, obtendo um produto, consumindo (de forma irregular) parte dele e acumulando o excedente para investimento conforme os vários objetivos socialmente determinados”. Já, por experiência, o autor ensina que: “é a ação dos sujeitos humanos sobre si mesmos, determinada pela interação entre as identidades biológicas e culturais desses sujeitos em relação a seus ambientes sociais e naturais. É construída pela eterna busca de satisfação das necessidades e desejos humanos”. Trata-se das experiências ligadas à sexualidade e às relações familiares. Por fim, por poder, Manuel Castells esclarece que: “é aquela relação entre os sujeitos humanos que, com base na produção e na experiência, impõe a vontade de alguns sobre os outros pelo emprego potencial ou real de violência física ou simbólica. As instituições sociais são constituídas para impor o cumprimento das relações de poder existentes em cada período histórico, inclusive os controles limites e contratos sociais conseguidos nas lutas pelo poder”. O conceito de produção, por sua vez, é necessário para compor o conceito de modo de produção. Por “modo de produção” deve-se compreender um conjunto de regras que organizam a “apropriação e controle de excedente”. Em outras palavras: “o produto do processo produtivo é usado pela sociedade de duas formas: consumo e excedente. As estruturas sociais interagem com os processos produtivos determinando as regras para apropriação, distribuição e uso do excedente. Essas regras constituem modos de produção, e esses modos definem as relações sociais de produção, determinando a existência de classes sociais, constituídas como tais mediante sua prática histórica”. Já o modo de desenvolvimento caracteriza-se “pelos procedimentos mediante os quais os trabalhadores atuam sobre a matéria para gerar o produto, em última análise, determinando o nível e a qualidade do excedente. Cada modo de desenvolvimento é definido pelo elemento fundamental à promoção da produtividade no processo produtivo. (...) No modo de desenvolvimento industrial, a principal fonte de produtividade reside na introdução de novas fontes de energia e na capacidade de descentralização do uso de energia ao longo dos processos produtivos e de circulação. No novo modo informacional de desenvolvimento, a fonte de produtividade acha-se na tecnologia de geração de conhecimentos, de processamento da informação e de comunicação de símbolos”. (CASTELLS, 2006, p.51-53).

<sup>17</sup> Ou melhor: não implica, necessariamente, no acolhimento do referido instrumento como a saída para os eventuais problemas da sociedade ou, ainda, no não reconhecimento de suas fragilidades. Esclarece-se, desde já, que as informações apresentadas sempre serão acompanhadas de críticas, por meio da utilização de notas de rodapé ou mesmo ao longo do texto.

a descrição do referido paradigma justifica-se a partir do objetivo de demonstrar as mudanças no capitalismo e na sociedade. É certo que mencionado estudo torna-se importante para a compreensão da securitização, uma vez que a sua criação decorre, em especial, do incentivo ao desenvolvimento de um mecanismo de movimentação financeira rápido e de custo mais baixo (estímulo ao crédito), no qual, o espaço físico (leia-se fronteiras nacionais) é deixado de lado. Cabe ao direito financeiro a regulação do espaço de fluxos financeiros ao tratar de recursos públicos. Portanto, a recepção e a regulação da securitização pelo Estado é uma realidade que não pode ser apagada (porque, como será demonstrado, a relação entre os Estados e a securitização, em um conceito amplo, de não intermediação financeira, é muito próxima).

Mas, ultrapassada as explicações a respeito do item 1.1, um segundo tema, também relacionado à securitização, passa a ser analisado e tratado no item 1.2. Trata-se da financeirização, em especial, do papel do Estado no estímulo ao referido processo. Para a compreensão do processo de financeirização, utilizar-se-á três obras distintas (que poderão servir como elemento crítico a Manuel Castells). Referidas obras possuem um elemento em comum: a base do pensamento desenvolve-se a partir dos ensinamentos de Karl Marx, ou seja, trata-se de uma corrente pós-fordista<sup>18</sup>. A primeira obra é o “Longo Século XX – Dinheiro, Poder e as Origens do nosso tempo”, de Giovanni Arrighi, cuja primeira edição data de 1994<sup>19</sup>. A segunda – obra, diga-se de passagem coletiva – é o livro “A mundialização financeira – Gênese, Custo e Risco”, organizado pelo economista francês François Chesnais, no ano de 1998<sup>20</sup>. Por fim, destaca-se o texto de Wolfgang Streck – “Tempo Comprado. A crise adiada do capitalismo democrático”. Trata-se da obra mais recente. O autor parte de críticas a própria Escola de Frankfurt, da qual compartilha ensinamentos, para a análise da atual condição da União Européia (STREECK, 2013, e-book).

Insiste-se: o objetivo da presente tese é verificar a possibilidade de uso, pelo Estado

---

<sup>18</sup> Aqui pode parecer contraditório a adoção de autores pós-fordistas (após a análise do texto do Manuel Castells). Mas, não é. Isto porque salienta-se que a descrição da nova economia pelo referido autor é detalhada. Contudo, a compreensão crítica dos fatos é tratada um pouco superficial. Daí a necessidade de adoção de autores com viés econômico mais forte.

<sup>19</sup> Referido Autor elabora um casamento entre os ensinamentos de Karl Marx e Fernand Braudel e analisa o capitalismo a partir da ideia de que “o capital financeiro não é uma etapa especial do capitalismo mundial, muito menos seu estágio mais recente ou avançado”. Logo, a financeirização decorre de uma fase de expansão financeira (ARRIGHI, 1996, p. 6)

<sup>20</sup> François Chesnais foi, até o ano de 1992, o principal economista da OCDE – Organização para a Cooperação para Desenvolvimento econômico. É Professor Emérito da Universidade de Paris XIII.



brasileiro, da securitização. Os itens 1.1 e 1.2 serão responsáveis por garantir elementos que contribuam para a compreensão do que a operação representa hoje na sociedade. E mais: com referido estudo, será possível verificar que o tema securitização já é tratado pelos Estados desde a década de 1970<sup>21</sup>. E por que a securitização é tratada pelos Estados desde a década de 1970?

Inicialmente, é importante compreender que a securitização é uma atividade típica do subsistema da não intermediação financeira – como será demonstrado no item 1.3 (instrumento de estímulo de crédito, sem a figura do intermediador). Em verdade, o termo securitização tem sua origem em um neologismo no idioma inglês (*securitization*)<sup>22</sup>, sendo antes um jargão do mercado de capitais do que uma expressão com sentido técnico definido. Sua origem remete à palavra *security*, cuja tradução mais aproximada seria “valor mobiliário”, sendo que a sua primeira utilização teria ocorrido em coluna publicada no *Wall Street Journal* a respeito de operação realizada no mercado imobiliário. No caso do *Wall Street Journal*, *security* era um termo “pinçado” do mercado de capitais, não constituindo uma “palavra de verdade” (LEÃES, 1971, p. 39-40).

A ligação entre a securitização e o Estado está atrelada a origem do instrumento na contemporaneidade. A securitização, marcada pela alienação de um ativo subjacente no mercado de capitais, por meio de um Veículo de Propósito Específico (VPE), possui pilares nas políticas públicas intervencionistas do Estado estadunidense da década de 1960 (ver item 1.4). Por outro lado, o seu desenvolvimento, nas décadas de 1960 e 1970, decorre das políticas de desregulamentação por meio das quais os E.U.A. passam a promover políticas de estímulo ao crédito privado (em substituição ao público). Já a derrocada da securitização, por meio da crise “do crédito” ou das *subprimes* ocorre no ano de 2008. Tais fatos serão tratados de forma a indicar elementos que possam nortear a recepção da securitização pelo ordenamento jurídico brasileiro, em especial, no âmbito do regime jurídico de direito público

---

<sup>21</sup>Certo é que, para a análise das razões que levaram a uma atuação financeirizada do Estado uma tese específica seria necessária, eis que o endividamento do Estado na década de 1970, assim como a crise que assolou o mundo, são abordados por diferentes correntes econômicas (eis o conflito entre economistas keynesianos – seguidores de John Maynards Keynes - e monetaristas, o que não é objeto da presente tese).

<sup>22</sup> Consta nas “Diretrizes para apresentação de dissertações e teses da USP – Parte I (ABNT)” que: “2.1. REDAÇÃO. Deve ser dada atenção especial à redação das dissertações e teses para que o conteúdo seja compreendido pelos leitores. Para tanto, é necessário que seja objetiva, clara e concisa, como convém a trabalhos de natureza científica, evitando-se frases introdutórias, prolixidade, repetições e descrições supérfluas. Deve-se, ainda, observar que a linguagem e terminologia utilizada estejam corretas e precisas, coerentes quanto ao tempo de verbo adotado e uso do vocabulário técnico padronizado, *evitando-se neologismos e estrangeirismos.*” - g.n (USP, 2016, p. 14). Cita-se o trecho acima apenas para esclarecer que o termo securitização não foi criado por esta tese. Em verdade, há anos é adotado pelo ordenamento jurídico pátrio. Logo, o neologismo foi adotado por administradores públicos e legisladores.

(direito financeiro).

Enfim, o que se pretende demonstrar com o primeiro capítulo e que contribuiu para a resposta das hipóteses indicadas no início da presente introdução?

A partir do primeiro capítulo será possível construir uma base sólida para a compreensão dos contextos de nascimento e desenvolvimento da securitização e a sua ligação com o processo de financeirização. Tais pontos são importantes eis que deverá restar claro que a securitização pode ser recepcionada pelo direito financeiro brasileiro (inclusive já é uma realidade) desde que contribua para a sustentabilidade financeira<sup>23</sup> e não seja mais um mero instrumento de estímulo a especulação (e, como consequência, aumento do endividamento do Estado)<sup>24</sup>. A compreensão é essencial eis que haverá uma ligação com o capítulo três, ao tratar, por exemplo, da possibilidade ou não da criação de uma sociedade de economia mista com o objetivo de exercer o papel de um VPE – Veículo de Propósito Específico – eis a necessidade expressa da existência de um interesse coletivo a ser materializado.

É certo, contudo, que os pilares para as respostas das hipóteses indicadas no início da Introdução (pilares do edifício) assentam-se, em especial, na costura que deverá ser realizada entre os capítulos 2 e 3. Não se pretende aqui discorrer a respeito da distinção entre o direito público e o privado, eis que tais esferas, atualmente, encontram-se e influenciam-se de diferentes formas<sup>25</sup>. Pretende-se analisar se securitização que, nasceu no âmbito público

---

<sup>23</sup> Para Fernando Facury Scaff, “*Sustentabilidade financeira* é um conceito mais amplo que *equilíbrio orçamentário*, na leitura contábil-matemática do termo. Para que ocorra sustentabilidade financeira é necessário que seja estabelecido um período de tempo médio e longo prazo, e que todos os elementos financeiros que estejam à disposição daquele ente público sejam analisados de forma conjunta, podendo mesmo haver *déficits públicos* periódicos visando alcançar certas metas sociais, e obter o necessário *equilíbrio orçamentário*, dentro do período de tempo estabelecido. Trata-se de uma análise dinâmica do fenômeno financeiro, e não uma análise estática, limitada a um período de 12 meses. Esta noção de *sustentabilidade financeira* está mais próxima de um *filme* que de uma *fotografia*, está mais condizente com a lógica do *equilíbrio orçamentário* considerado como uma equação contábil-matemática” (SCAFF, 2014, p. 40).

<sup>24</sup> Maria João Estorninho esclarece que “existe uma relação inevitável entre os “modelos de Estado” e as teorias das formas de actuação da Administração Pública. Na verdade, o “modelo de Estado” adoptado em certo momento e em certo local determina, desde logo, as funções que incumbem à respectiva Administração Pública. De fato, os fins que o Estado se propõe prosseguir condicionam de forma indissociável as atribuições das respectivas entidades administrativas; por sua vez, essas funções atribuídas à Administração Pública determinam as formas de organização e as formas de actuação que por ela são adoptadas” (ESTORNINHO, 1996, P.17).

<sup>25</sup> Maria João Estorninho esclarece que a distinção entre o regime jurídico de direito público e de direito privado nasce com o liberalismo, quando existia a necessidade de distinção da esfera de atuação do Estado e da esfera de atuação do indivíduo. Contudo, com o advento do Estado de Bem Estar social e o advento de uma postura cada vez mais intervencionista, o Direito Privado foi perdendo força. Atualmente, muito dos princípios norteadores do Estado Social de Direito influenciam institutos típicos privados, tais como os contratos e a propriedade. Por outro lado, a Administração Pública, na consecução de seus fins, utiliza-se do direito privado como um mecanismo, em suas tarefas. Daí o desafio; como adequar os instrumentos privados aos interesses protegidos pelo Estado (ESTORNINHO, 1996, p. 140-158).

estadunidense, desenvolveu-se e encontrou seu ápice na esfera privada, pode ser utilizada pelo Estado brasileiro. E mais: quais são as consequências jurídicas do seu uso.

O segundo capítulo inicia-se, justamente, com o estudo da estrutura jurídica da securitização, em especial, a sua natureza jurídica. O objetivo é simples: pretende-se responder o que é, de fato, a securitização. Não basta uma lei informar o que é, como pretende o Projeto de Lei de nº 489/2017<sup>26</sup> (PL 204/2016 perante o Senado Federal)<sup>27</sup>. É importante investigar a sua estrutura complexa de forma a garantir uma análise verticalizada da operação, o que garantirá ao operador segurança na utilização.

Ao longo do item 2.2, cada fase da securitização será descrita: (i) constituição de VPE (2.2.1); (ii) segregação de ativos (2.2.2) (iii) emissão de subscrição de títulos (2.2.3), (iv) classificação e distribuição de risco da operação (2.2.4) e, por fim, (2.5) diferentes modalidades.

A importância de estudar a segregação de ativos relaciona-se ao fato de compreender a “matéria prima” da securitização e as consequências no tocante à qualidade ou não do “*pool* de ativos subjacentes” – a crise da *subprime*, como será demonstrado no item 1.4, tem como um dos seus pilares a baixa qualidade e ausência de controle dos referidos ativos. Já a análise da constituição dos VPEs diz respeito, justamente, à formação de um grupo de pessoas jurídicas paralelas às instituições financeiras bancárias que operam e organizam as securitizações. Nos Estados Unidos da América, as *Structured Investment Vehicles* (SIVs) formaram o “*shadow banking system*” que não possuía regulamentação, fato que contribuiu para a mais grave crise financeira do país, e forçou o Estado estadunidense a intervir em vários conglomerados de forma a não permitir a falência de todo o sistema financeiro no ano de 2008 (o que gerou uma socialização dos prejuízos). Ao longo do item 2.2.3 será possível verificar quais títulos podem ser emitidos a partir dos *Structured Investment Vehicles* (SIVs) e como são distribuídos no mercado (*tranches*). Este mecanismo é essencial para a compreensão de como ocorre a distribuição de riscos na operação e, em especial, o papel das

---

<sup>26</sup>BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei n. 459/2017**. Altera a Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964, para dispor sobre a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação, e a Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), para prever o protesto extrajudicial como causa de interrupção da prescrição e para autorizar a administração tributária a requisitar informações a entidades e órgãos públicos ou privados. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2166464>. Acesso em: 08 mar 2019.

<sup>27</sup>O projeto visa a inclusão do artigo 39-A na Lei de nº 4.320/64. A redação do artigo seria a seguinte: “Art. 39-A. É permitido aos entes da federação, mediante autorização legislativa, ceder direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários, objeto de parcelamentos administrativos ou judiciais, inscritos ou não em dívida ativa, a pessoas jurídicas de direito privado. (...) § 2º As cessões realizadas nos termos deste artigo não caracterizam operação de crédito nos termos definidos na Lei Complementar nº 101, de 2000.”

agências de *rating* em todo o processo (2.2.4).

O terceiro capítulo, por sua vez, tratará da análise jurídica da securitização, perante a Administração Pública Brasileira. A partir de acórdãos do Tribunal de Contas da União (TCU), foi possível verificar que a União há anos utiliza-se da securitização (item 3.6). Todavia, uma securitização, diga-se de passagem, em um modelo próprio, peculiar ao nosso país. Isto porque a securitização foi utilizada pela Administração Pública no Brasil como um instrumento de (i) mobilização de capital (sem a figura do intermediador financeiro) e (ii) repactuação de dívidas. Contudo, do ponto de vista jurídico, há pouca regulação, sendo pontual (leis muito específicas) e composta por muitos atos administrativos normativos não compilados (decretos e regulamentos), o que prejudica a discussão política, a transparência e o controle das operações.

Mas, qual a ligação que se pretende realizar entre os capítulos dois e três? A tabela abaixo ajuda a compreender. Observe:

**Tabela 01. Comparação entre as estruturas privada e pública da securitização.**

Elemento	Capítulo 02	Capítulo 03	Análise proposta
Natureza Jurídica	Definição e identificação dos elementos jurídicos, sob a ótica do direito privado – item 2.1.	Definição e identificação dos elementos jurídicos, sob a ótica do direito financeiro – itens 3.4 e 3.5 (trata-se ou não de uma operação de crédito ou de uma operação de antecipação de receita orçamentária – ARO).	A delimitação da natureza jurídica da securitização, quando recepcionada pelo direito financeiro, torna-se fundamental em razão das consequências relacionadas, dentre elas os impactos no federalismo e proteção da autonomia dos entes federados (item 3.5), bem como o controle do endividamento público.
Ativo Subjacente	Quais são os ativos que podem ser alienados? Quais as consequências da definição para o âmbito jurídico? Referido tema será abordado no item 2.2.1.	No âmbito público, ativos financeiros públicos podem ou não ser alienados? Qual o regime de alienação de ativos do Estado Brasileiro? Este tema será abordado nos itens 3.3, mas, também, no capítulo 04, em especial, nos itens 4.1 e 4.2.	A possibilidade jurídica de alienação de ativos, pertencentes aos Estados, mediante mercado de capitais, deve ser analisada ao longo do capítulo três. A possibilidade de alienar ativos financeiros do Estado, materializados em créditos tributários (recebíveis), mediante processo de desafetação (itens 4.1 e 4.2) deverá ser abordada. Há, aqui, um ponto delicado para o Federalismo Fiscal: como as

			parcelas referentes às transferências constitucionais obrigatórias podem e devem ser protegidas? Tal tema será abordado no item 4.4.
Veículo de Propósito Específico	A formatação jurídica do VPE, no âmbito privado, será delimitado por meio do item 2.2.2.	Será analisada a possibilidade, ou não, de constituição de VPE pelo Estado brasileiro, em especial, diante do contido no artigo 173 da Constituição Federal (CF) <sup>28</sup> . A matéria será tratada ao longo do item 3.1.	A viabilização jurídica de um VPE depende da delimitação do “interesse coletivo” que estaria a autorizar a exploração de uma atividade econômica em sentido estrito pelo Estado (mercado de crédito). O que questiona-se é: a securitização representa uma atividade econômica apta a ser recepcionada pelo referido conceito indeterminado? Como as leis orçamentárias relacionam-se ao instrumento (a matéria será tratada no item 3.2).
Distribuição de risco e controle	A análise de distintas espécies de securitização, possibilita a compreensão de riscos entre os agentes que participam do processo (os riscos podem ser inclusive compreendidos a partir da estrutura jurídica de emissão de títulos a partir da VPE). As agências de <i>rating</i> nascem, por sua vez, como estruturas de controle. Os temas serão tratados nos itens 2.4 até 2.6.	O Estado pode ou não absorver os riscos da operação da securitização? Como é realizado o controle de tais operações? Ao tratar de riscos, além das espécies de securitização, o tema debêntures será tratado, quando da abordagem da VPE (3.2). Além de tais pontos, quais os órgãos capazes de controlar referida operação?	Pode ou não o Estado assumir os riscos da operação? É certo que o tema controle é essencial no âmbito do regime jurídico de direito público e deverá ser abordado, inclusive, em especial, como critério de validação da operação. E aqui mais uma consequência para o Federalismo Fiscal: a União Federal pode controlar a operação mesmo que represente uma redução para a esfera da autonomia do ente subnacional?

\* Fonte: elaboração própria

A ausência de uma legislação geral sobre a securitização é vista, para estudiosos do âmbito privado, como um aspecto positivo<sup>29</sup>. Como o instrumento ainda está em desenvolvimento, a regulação pontual torna-o flexível, apto a ser utilizado pelos mais diversos

<sup>28</sup>Dispõe o artigo 173 da CF: “Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei. (EC nº 19/98)”

<sup>29</sup>A securitização, instrumento jurídico cujo berço reside em políticas públicas criadas pelo Estado estadunidense para o estímulo do mercado imobiliário, ainda na década de 1970, desembarcou no Brasil entre o final da década de 1980 e início da década de 1990, como um instrumento da prática de exportação privada e ganhou corpo, na segunda metade da década final do século XX, quando da sua utilização para financiamento de projetos de centros comerciais. Contudo, hoje a securitização não é mecanismo privado usual de financiamento no Brasil. A securitização das exportações surgiu no Brasil ao longo da década de 1.990, de forma específica, no ano de 1991, com a edição, pelo Conselho Monetário Nacional, da Resolução de nº 1.884, que vem a ser regulamentada pela Circular nº 3.027/2001 do Banco Central (que revogou a Circular 1.979/1991). O mecanismo introduzido consistia na emissão de títulos lastreados em vendas ao exterior (pagamento futuro) (CAMINHA, 2013, p. 237/238).

setores e fins. E mais: ao não existir uma legislação ampla, não há entraves que impeçam a realização da operação a partir de institutos jurídicos já consagrados no nosso ordenamento, tais como cessão ou alienação de ativos (CAMINHA, 2013, p. 256). Ocorre, contudo, que no âmbito público, a ausência de texto legislativo claro e nacional, pode trazer consequências para o endividamento público, afetando, diretamente, a execução orçamentária. A ausência de leis gera dúvidas a respeito da sua aplicação e legitimidade.

O Estado Brasileiro, por meio da Administração Pública, em especial, no âmbito da União Federal, utilizou-se e utiliza-se da securitização, em sentido amplo, como forma de obtenção de créditos sem a figura do intermediador financeiro. Contudo, em grande parte das oportunidades, a estrutura da operação, a finalidade não foram submetidas a um planejamento. Trata-se, em verdade, de negócios jurídicos pontuais, muitas vezes criadas de forma emergencial. Não há dúvida, contudo, de que medidas pontuais, desconexas de um planejamento a longo prazo, não podem ser realizadas no âmbito público, em especial, da arrecadação pública, eis a questão da sustentabilidade anteriormente mencionada (ver nota 23).

Vencidas as etapas anteriores, passa-se a análise da securitização de recebíveis tributários (créditos) – inicia-se, portanto, o quarto e último capítulo. Ou seja: o edifício, enfim, tem suas paredes construídas.

Antes de verificar se a securitização de recebíveis tributários (créditos) é ou não uma operação de crédito, é necessário estabelecer algumas premissas. Inicialmente, questiona-se qual é a natureza e o regime jurídico dos recebíveis tributários (créditos). Ao longo do item 4.1, será analisada a possibilidade de oneração e alienação do referido ativo financeiro (se referido fluxo pode ser caracterizado como um *pool* de ativos alienáveis – daí a ligação com os dois capítulos anteriores). Só após esta análise, será possível sustentar a possibilidade de segregação entre o fluxo financeiro e o orçamento patrimonial – item 4.2.

Não há dúvida de que a natureza de dívida ativa é essencial para o presente trabalho. Do mesmo modo que é fundamental analisar como o ordenamento jurídico nacional acolhe referido conceito em especial aos impactos de execução orçamentária. Adianta-se aqui um dos pontos que mais atacam a tese da viabilidade da securitização de recebíveis tributários. Trata-se da impossibilidade de compatibilizar “a forma de cobrança do crédito tributário prevista na Lei de nº 6830/1980, não podendo ocorrer a substituição do regime jurídico da execução

fiscal pelo regime de execução do direito privado em razão da natureza jurídica do direito creditório no atual ordenamento jurídico” (FUSO, 2017, p. 295). A Procuradoria da Fazenda Nacional, contudo, já se adiantou ao tema e, em parecer, esclareceu: não há a alienação da dívida em si, mas sim do fluxo de recebíveis, em um modelo de obrigação de fazer e não de dar (PROCURADORIA DA FAZENDA NACIONAL, 2014, p.4-5).

A securitização da dívida ativa demonstra-se interessante tanto para os Estados, como para investidores – questiona-se desde já se é, ou não, interessante para a sociedade<sup>30</sup>. Para os Estados-membros, por exemplo, a securitização representa uma saída financeira para resolver problemas orçamentários, em especial, em investimentos, eis que mobiliza ativos – presentes ou futuros – de maneira que não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. Como salienta Pedro Jucá Maciel: “ao contrário da União, que tem capacidade de elevar seu endividamento junto ao mercado, os Estados e Municípios precisam de autorização do Governo Federal para se endividar e, dessa forma, qualquer necessidade de caixa inviabiliza a execução da despesa” (MACIEL, 2016, p.195). E daí o segundo objetivo da tese (o primeiro era a viabilidade da securitização de recebíveis). Ora, verificar que, dependendo da natureza da operação de securitização de recebíveis tributários (créditos), a União Federal poderá ou não controlá-la, reduzindo, desta forma, a denominada autonomia financeira do ente subnacional.

É certo que a securitização é uma saída para os Estados-membros de forma a aumentar o seu fluxo de caixa, mediante a alienação dos parcelamentos e da sua dívida ativa. Vale lembrar a importância da receita pública (na categoria “capital”) não apenas para a manutenção da estrutura estatal, mas, também, para a intervenção econômica em prol do desenvolvimento (despesas de capital). Neste sentido, Luis Fernando Massonetto esclarece que: “a capacidade de intervenção do estatal na economia vincula-se diretamente a atividade financeira do Estado, traduzida no modo como o fundo público é constituído, nas escolhas de alocação de recursos orçamentários, na regulação do crédito público e do crédito privado” (MASSONETTO, 2015, p. 55).

Ocorre, contudo, que uma observação deve ser realizada: há anos, nas palavras de Rodrigo Oliveira de Faria, “o padrão histórico de endividamento na Federação brasileira implicou em uma espécie de socialização da gestão fiscal irresponsável com o estabelecimento de relações de dependência” (FARIA, 2010, p. 437). Trata-se, em verdade, do

---

<sup>30</sup> Aqui cabe a ligação com o capítulo 1, fechando o ciclo. Qual é o papel das finanças públicas na sociedade contemporânea.

“avessas da autonomia conferida às entidades subnacionais”. A União Federal, diante da sua competência pela atividade macroeconômica, muitas vezes assumiu e realizou a “socialização da gestão fiscal irresponsável”. Será que tal quadro ocorrerá com a securitização? Até que ponto os Veículos de Propósito Específico (VPE) podem atuar para evitar ou não tal situação?

Diante de tal narrativa, acredita-se que as hipóteses propostas são inovadoras. Exigem, sem dúvida, uma ótica interdisciplinar, segundo Fernando Facury Scaff, exógena, eis que a leitura da *securitização* deve ser realizada não apenas pelo direito financeiro, mas, também, pelo empresarial (privado) e administrativo.



## 1 A SECURITIZAÇÃO COMO UM INSTRUMENTO JURÍDICO DA CONTEMPORANEIDADE.

### 1.1 A construção da nova economia e os fluxos financeiros.

A securitização é um exemplo típico de transação financeira<sup>31</sup>, marcada pela noção de fluxo de recursos. Trata-se de um instrumento jurídico que reflete avanços referentes: (i) à tecnologia de informação; (ii) à tecnologia de comunicação e, por fim, (iii) à manutenção de registros (BUCHANAN, 2017, p. 16). O fluxo de recursos<sup>32</sup>, por sua vez, é um fenômeno típico de uma nova estrutura social<sup>33</sup>. Para o modo de desenvolvimento<sup>34</sup> informacional (pós-

---

<sup>31</sup> Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto esclarecem que a securitização representa uma transação. Para os autores “uma transação implica tão só a colaboração ou cooperação de duas entidades que têm um objectivo final em comum. Diferente uma ‘relação’ implica um ‘estar em conjunto’. (...) O crescente recursos a modelos de transação nas relações financeiras, é também reflexo desta tendência mais lata, encontrando-se os mercados financeiros, actualmente, repletos de produtos que foram em tempos verdadeiras relações. Assim, por exemplo, veja-se o caso das seguradoras que sempre assentaram numa relação de proteção. Hoje, contudo, aquela relação tornou-se comercializável, transacionável como uma mercadoria” (CAMPOS, PINTO, 2007, p.13).

<sup>32</sup> A noção de fluxos utilizada pela tese refere-se a uma perspectiva de que a circulação da moeda (e o ganho com a especulação) torna-se mais importante do que o investimento na produção. Tal noção é um pouco diferente da noção econômica. Contudo, em que pese distinta, não é distante do conceito de fluxos para a Economia. A Economia, ao tratar da circulação de riquezas, trabalha com a noção de fluxo circular. Um fluxo circular, segundo Paul Krugman, Robin Wells e Martha Olney, conecta quatro setores distintos da economia em um determinado Estado, por meio de distintos mercados, os quais são: (i) família, (ii) empresas, (iii) Estado e o (iv) resto do mundo. Os recursos fluem das empresas para as famílias em forma de salários ou lucro, por meio do mercado de fatores. Parte do dinheiro recebido pelas famílias vai para o Estado, outra parte é alocada para o consumo (mercado de bens e serviços) e uma terceira parte para a poupança. Por meio dos mercados financeiros, as poupanças privadas e os fundos investem nas empresas privadas. A tomada de crédito pelos Estados também ocorre no mercado financeiro. Por fim, as exportações para o resto do mundo geram um fluxo de fundos que ingressa na economia e as importações geram um fluxo que sai da economia. A partir do conceito de fluxo circular são construídos os conceitos de Produto Interno Bruto e Produto Nacional Bruto. As contas nacionais, por sua vez, registram o fluxo de dinheiro entre os setores econômicos (KRUGMAN, OLNEY, WELLS, 2010, p. 315-322).

<sup>33</sup> O termo “estrutura social” demonstra-se de grande valia, uma vez que representa a complexidade social, eis que não trata apenas de insumos e produção. Inclusive, o referido autor em seu livro “A sociedade em rede” destaca que o objeto do seu estudo é uma nova “estrutura social”. Esta “estrutura social” é marcada por uma “diversidade de culturas e de instituições” (CASTELLS, 2006, p. 51).

<sup>34</sup> A respeito da definição de modo de desenvolvimento ver nota de rodapé 16 (Introdução).

industrialismo)<sup>35</sup>, os avanços tecnológicos contribuíram para a reestruturação<sup>36</sup> do modo de produção capitalista do século XX<sup>37</sup>. O estudo desta “nova economia” é relevante, pois é fato que os avanços tecnológicos mudaram, estão mudando e moldando as novas relações sociais. É, portanto, impossível compreender a securitização fora desta realidade.

Neste primeiro item (1.1), tratar-se-á da descrição desta “nova economia”, a partir do ponto de vista do pós-industrialismo. Contudo, será possível perceber a existência de lacunas na referida teoria, em especial, nos estudos de Manuel Castells, a respeito de fatos presentes na contemporaneidade: (i) o primeiro refere-se às origens da financeirização (o informacionalismo, em especial, preocupa-se em descrever os fluxos financeiros e não compreendê-los); (ii) a segunda corresponde à ausência de análise crítica a respeito dos avanços tecnológicos, das novas relações sociais e a compatibilização, ou melhor, uma tentativa de recepcionar esta nova realidade de forma solucionar os problemas sociais ainda existentes (tais como a distribuição de renda). A análise a respeito da primeira lacuna estará no item 1.2, quando da abordagem da financeirização. Já a segunda estará no item 1.5, eis que o direito financeiro é um dos campos jurídicos que mais representa e trabalha com a situação conflituosa acima descrita (financeirização e problemas sociais, dentro os quais a distribuição de renda).

Um elemento fundamental para a reestruturação do capitalismo no final do século passado (década de 1980), foi o advento do “paradigma da tecnologia da informação” (CASTELLS, 2006, p. 107). Isto porque o desenvolvimento da tecnologia<sup>38</sup> impulsionou,

---

<sup>35</sup> No modo informacional de desenvolvimento, “a fonte de produtividade acha-se na tecnologia de geração de conhecimentos, de processamento da informação e de comunicação de símbolos. (...) o que é específico ao modo informacional de desenvolvimento é a ação de conhecimentos sobre os próprios conhecimentos como principal fonte de produtividade. O processamento da informação é focalizado na melhoria da tecnologia do processamento da informação como fonte de produtividade, em um círculo virtuoso de interação entre as fontes de conhecimentos tecnológicos e a aplicação da tecnologia para melhorar a geração de conhecimentos e o processamento da informação: é por isso que, voltado à moda popular, chamo esse novo modo de desenvolvimento informacional, constituído pelo surgimento de um novo paradigma tecnológico baseado na tecnologia da informação” (CASTELLS, 2006, p. 53-54).

<sup>36</sup> A nova estrutura social é fruto do modo de desenvolvimento informacional porque os “modos de desenvolvimento modelam toda a esfera de comportamento social, inclusive a comunicação simbólica (...). Portanto, devemos esperar o surgimento de novas formas históricas de interação, controle e transformação social” (CASTELLS, 2006, p. 54).

<sup>37</sup> A respeito do conceito de modo de produção ver nota de rodapé 16 (Introdução).

<sup>38</sup> Manuel Castells constrói o conceito de “tecnologia da informação” a partir dos seguintes pilares: “entre as tecnologias da informação, incluo, como todos, o conjunto convergente de tecnologias em microeletrônica, computação (*software* e *hardware*), telecomunicações/radiofusão, e Optoeletrônica. Além disso, diferentemente de alguns analistas, também incluo nos domínios da tecnologia da informação a engenharia genética e seu crescente conjunto de desenvolvimentos e aplicações”. O autor conclui que seu pensamento se deve “ao fato de,

como nunca, a geração de conhecimento, o qual, uma vez processado e racionalizado, foi distribuído mediante técnicas de comunicação inovadoras. Este novo ambiente acarretou alterações não apenas no modo de produção, mas sobretudo no modelo de desenvolvimento das sociedades. É a partir de 1980, inclusive, por reação às crises da década de 1970 (as quais serão trabalhadas no item 1.2 da presente tese), que começa a ser desenhado o perfil do “capitalismo informacional, global e em rede” (CASTELLS, 2006, p. 55). Este novo modo de produção acabou por influenciar todos os setores da sociedade.

No Brasil, José Eduardo Faria também parte do elemento “tecnologia” para traduzir esta nova fase do capitalismo<sup>39</sup>. Isto porque “a aplicação da inovação científica ao processo produtivo interfere na natureza do trabalho e na diferenciação dos ramos ou setores de produção e consumo” (FARIA, 2010, p. 13). Neste sentido, referido autor esclarece que o ciclo da primeira década do século XXI, “estaria relacionada à introdução e à rápida difusão de microeletrônica, das telecomunicações e da tecnologia de informação, obrigando as empresas a buscar novos insumos, conceber novos produtos e desenvolver novos processos de produção” (FARIA, 2010, p. 14).

Para a compreensão da nova economia (em rede, informacional e global), torna-se essencial discorrer a respeito do “paradigma da tecnologia da informação”. A respeito do referido paradigma, destaca-se que:

(...) a mudança contemporânea de paradigma pode ser vista como uma transferência de uma tecnologia baseada principalmente em insumos baratos de energia para outra que se baseia predominantemente em insumos baratos de informação, derivados do avanço da tecnologia em microeletrônica e telecomunicações” (CASTELLS, 2006, p. 107).

A transformação nos paradigmas de produção, em poucas palavras, deve-se a substituição de insumo. As formas de energia são deixadas para trás, marca essencial do industrialismo, para o advento da informação. Mas não qualquer informação. Trata-se da informação relacionada ao conhecimento da produção de mais conhecimento.

São cinco as principais características deste novo paradigma: em primeiro lugar, “a informação é sua matéria prima<sup>40</sup>”; em segundo lugar, “a informação é uma parte integral de

---

nos anos 90, a biologia, a eletrônica e a informática parecerem estar convergindo e interagindo em suas aplicações e materiais e, mais profundamente, na abordagem conceitual” (CASTELLS, 2006, p. 67).

<sup>39</sup> Na bibliografia apresentada por José Eduardo Faria há diversos autores, dentre ele, os autores aqui mencionados: Giovanni Arrighi, François Chesnay e Manuel Castells.

<sup>40</sup> Sobre o papel da informação: “A informação não age em relação à tecnologia. A informação, em si, é uma tecnologia” (CASTELLS, 2006, p. 108).

toda atividade humana, todos os processos de nossa existência individual e coletiva são diretamente moldados (...) pelo novo meio tecnológico<sup>41</sup>”; em terceiro lugar, refere-se à adoção da “lógica das redes”<sup>42</sup>; em quarto lugar, o novo paradigma está baseado no conceito de “flexibilidade”<sup>43</sup>; por fim, “trata-se da convergência de tecnologias específicas para um sistema altamente integrado”<sup>44</sup>. Rede, flexibilidade e convergência são elementos fundamentais no novo paradigma. Isto porque formam o caminho, ainda que abstrato, por meio do qual a informação, insumo fundamental, propaga-se pela sociedade.

A revolução tecnológica não é caracterizada pela “centralidade de conhecimentos e informação”, eis que tal característica é típica de qualquer revolução<sup>45</sup>. O que caracteriza a “revolução tecnológica” são as tecnologias da “informação, processamento e comunicação” e, em especial, a sua “aplicação (...) para a geração de conhecimentos e de dispositivos de processamento/comunicação da informação, em um ciclo de realimentação cumulativo entre a inovação e seu uso” (CASTELLS, 2006, p. 69). Nesse sentido, a mente humana<sup>46</sup>, responsável pelo desenvolvimento deste ciclo, passa a ser um elemento decisivo no sistema produtivo (CASTELLS, 2006, p. 107).

---

<sup>41</sup> Trata-se da penetrabilidade dos efeitos das novas tecnologias. A existência individual e coletiva passa a ser influenciada pela tecnologia (CASTELLS, 2006, p. 108).

<sup>42</sup> Quando se fala em rede, tenta-se fazer uma referência a morfologia do sistema. Relaciona-se a um modo de interação, uma forma de atingir o maior número de pessoas (CASTELLS, 2006, p. 108).

<sup>43</sup> A respeito da flexibilidade, salienta-se: “não apenas os processos são reversíveis, mas organizações e instituições podem ser modificadas, e até mesmo fundamentalmente alteradas, pela reorganização de seus componentes. O que distingue a configuração do novo paradigma tecnológico é a sua capacidade de reconfiguração, em aspecto decisivo em uma sociedade caracterizada por constante mudança e fluidez organizacional” (CASTELLS, 2006, p. 109).

<sup>44</sup> Novamente, Manuel Castells afirma que não há apenas uma integração entre microeletrônica, telecomunicações, optoeletrônica, há, também, uma integração entre as empresas e organizações que buscam os avanços tecnológicos. Trata-se de uma interdependência crescente e sem fim (CASTELLS, 2006, p.109).

<sup>45</sup> Manuel Castells sustenta a existência de duas revoluções industriais. A primeira no século XVIII cuja principal característica é a substituição das “ferramentas manuais pelas máquinas”. A segunda, que ocorreu cem anos depois, destacou-se pelo “desenvolvimento da eletricidade, do motor de combustão interna, de produtos químicos com base científica, da fundição eficiente de aço e pelo início das tecnologias de comunicação, com a difusão do telégrafo e a invenção do telefone” (CASTELLS, 2006, p. 71). O autor salienta que entre as duas há uma continuidade fundamental e que tais revoluções transformaram “os processos de produção e distribuição”. Por outro lado, criaram uma “enxurrada de novos produtos e mudou de maneira decisiva a localização das riquezas e do poder no mundo que, de repente, ficaram ao alcance dos países e elites capazes de comandar o novo sistema tecnológico” (CASTELLS, 2006, p. 71).

<sup>46</sup> Manuel Castells afirma que são vários os fatores que promoveram o desenvolvimento tecnológico. Resume, contudo, sem entendimento, na seguinte passagem: “na realidade, é mediante essa interface entre os programas de macropesquisa e grandes mercados desenvolvidos pelos governos, por um lado, e a inovação descentralizada estimulada por uma cultura de criatividade tecnológica e por modelo de sucessos pessoais rápidos, por outro, que as novas tecnologias da informação prosperaram. No processo, essas tecnologias agruparam-se em torno de redes de empresas, organizações e instituições para formar um novo paradigma sociotécnico” (CASTELLS, 2006, p. 107).

Em relação a este novo paradigma – que influencia, atualmente, o modo de produção capitalista, o qual, conseqüentemente, atinge todo o modo de desenvolvimento de uma sociedade – é possível afirmar que possui uma origem? Há um foco de nascimento? Um local? Há alguma razão para que tais avanços tenham se concentrado em determinado tempo e lugar? Para a primeira pergunta, se há um foco, um lugar de origem ao novo paradigma de produção, a resposta de Manuel Castells é positiva. Trata-se dos Estados Unidos da América. Já, para a segunda questão (razões), a resposta é negativa<sup>47</sup> (aqui há uma lacuna, passível de crítica, que será tratada ao longo do item 1.2<sup>48</sup>). Isto porque:

(...) a primeira revolução em tecnologia da informação concentrou-se nos Estados Unidos e, até certo ponto, na Califórnia nos anos 70, baseando-se em progressos alcançados nas duas décadas anteriores e sob a influência de vários fatores institucionais, econômicos e culturais. Mas não se originou de qualquer necessidade pré-estabelecida. Foi mais o resultado de indução tecnológica que de determinação social (CASTELLS, 2006, p. 98).

O foco de nascimento do paradigma em questão é a revolução tecnológica, ocorrida no “Vale do Silício”, nos Estados Unidos da América, na década de 1970. A revolução tecnológica ocorreu em três campos inter-relacionados: (i) microeletrônica<sup>49</sup>; (ii)

<sup>47</sup> Os Autores que serão apresentados ao longo do item 1.2 divergem de Manuel Castells neste ponto. Mas, não é só. Krishan Kumar, por exemplo, ao criticar o pós-industrialismo como um todo (autores anteriores a Manuel Castells) sustenta que: “Da mesma maneira que o papel militar mundial dos Estados Unidos proporcionou tanto motivo como a oportunidade para o desenvolvimento de sistemas e tecnologia da informação cada vez mais sofisticados, o mesmo aconteceu com a expansão global das empresas norte-americanas nos anos após segunda Guerra Mundial. (...) A empresa multinacional vive de comunicação. É ela que lhe confere identidade como empresa que abrange o mundo. Computadores satélites são tão essenciais ao seu funcionamento quanto os operários e as fábricas que produzem bens e serviços. Origens, porém, não são determinantes destinos. (...) as origens militares da revolução da informação não limitam seus efeitos numa imensa faixa de esferas civis. Origens, no entanto, dizem-nos alguma coisa sobre força motivadora e influências modeladoras. O surgimento, na década de 1950, de um complexo industrial-militar-científico não é toda a história da sociedade de informação. Mas é uma parte fundamental” (KUMAR, 1997, p. 20).

<sup>48</sup> Como será tratado no item 1.2, Manuel Castells não aborda um importante tema geopolítico: o poder dos Estados Unidos da América. Referido poder consolida-se em três frentes distintas: o militar, em especial, pelo papel dos E.U.A. ao longo da Guerra Fria e o que o seu financiamento representou em liquidez para outros países. O Autor também não trata do fortalecimento do dólar, a partir da Convenção de *Bretton Woods*. Por fim, não trata da expansão das empresas norte-americanas. Neste ponto, a visão de Giovanni Arrighi, quando do estudo do “ciclo de acumulação norte americana” torna-se mais completo. Logo, remete-se neste ponto ao item 1.2 da presente tese.

<sup>49</sup> O desenvolvimento da microeletrônica foi responsável pela criação do denominado “*chip*” (semicondutores), responsável pela codificação da lógica e da comunicação entre as máquinas. Foi inventado em 1947, na empresa *Bell Laboratories* em *Murray Hill*, Estado de Nova Jersey. Em 1954, ocorre a grade modificação: passa-se a utilizar o silício como material base do *chip*. A *Texas Instruments* (em Dallas), no ano de 1954, foi a pioneira. A *Texas Instruments*, no ano de 1957, também foi responsável por outro grande avanço: a criação do chamado “circuito integrado” (CI). Em 1959, importante passo é dado pela “*Fairchild Semiconductors*”. A partir daquele momento houve a integração de componentes miniaturizados, com precisão de fabricação. Apenas dados a respeito dos custos envolvendo os denominados “*chips*”. Segundo Manuel Castells, entre 1959 e 1962 os custos dos semicondutores caíram 85% e nos dez anos seguintes, a produção aumentou em 10 vezes, sendo que 50% foi destinada a usos militares. A medida que a fabricação progredia, o preço caía ainda mais também em relação ao

computadores<sup>50</sup>, impulsionados por desenvolvimento de *softwares* de integração<sup>51</sup> e (iii) telecomunicações<sup>52</sup>, cujo principal expoente foi a Internet<sup>53</sup>.

É necessário salientar que os três campos inter-relacionam-se<sup>54</sup> e são sinérgicos (CASTELLS, 2006, p. 81), eis que foram, em conjunto, responsáveis pela “difusão maciça da tecnologia em aplicações comerciais e civis, devido a sua acessibilidade e custo cada vez menor, com qualidade cada vez maior” (CASTELLS, 2006, p. 91). Apenas a título de exemplo, vale salientar que “o custo médio do processamento da informação caiu de

---

circuito integrado. Em 1962, o valor do circuito integrado era de US\$ 50 (cinquenta dólares). No ano de 1971, o seu valor era da US\$ 1 (um dólar). Mas, a respeito dos *chips* ainda é importante salientar que a sua capacidade é avaliada por um tripé: (a) capacidade de integração (unidade: *mícron*); (b) capacidade de memória (unidade: bytes) e, por fim, (c) velocidade (unidade: megahertz) (CASTELLS, 2006, p. 76 -77).

<sup>50</sup> Os computadores, assim como os “*chips*”, são produtos da II Guerra Mundial. Contudo, a sua materialização só ocorreu no ano de 1946, com a criação do ENIAC (*Electronic Numerical Integrator and Computer*) - primeiro computador digital eletrônico de grande escala, pelo *Massachusetts Institute of Technology* (MIT), com o financiamento e apoio do exército estadunidense (tal parâmetro é adotado por Manuel Castells, o qual não considera o *Colossus* Britânico - 1943 - utilizado para decifrar códigos inimigos e tampouco o Z-3, de origem alemã, responsável pelo auxílio dos códigos de aeronaves). O ENIAC, que pesava 30 toneladas, foi construído em uma estrutura metálica de 2,75 metros de altura. Em 1951, a primeira versão comercial foi disponibilizada ao público pela mesma equipe de Massachusetts. Trata-se do UNIVAC1 (*Universal Automatic Computer*). Logo após, referida máquina ganha a marca “*Remington Rand*” (garantiu sucesso no processamento de dados do Censo norte-americano na década de 1950). Tempos depois, no ano de 1953, a IBM (*International Business Machines Corporation*), da mesma forma patrocinada por contratos militares e, utilizando-se de pesquisas do MIT, disponibilizou a máquina de 701 válvulas. Em 1958, Sperry Rand introduziu o *mainframe*, de segunda geração. A empresa de informática norte-americana IBM deu sequência a seu modelo 7090. Em 1964, a IBM passou a dominar a indústria de computadores com o *mainframe* 360/370. Contudo, o mercado já estava povoado por antigas empresas (*Sperry, Honeywell, Burroughs, NCR Corporation*) e por outras novas (*Control Data e Digital*). Passo fundamental no desenvolvimento tecnológico ocorre no ano de 1971. A Intel (Vale do Silício) criou o microprocessador, que é um computador com um único chip. A partir desta criação, a capacidade de processar informações poderia ser realizada em qualquer lugar. Em 1975, Ed Roberts, construiu uma “caixa de computação”, com o nome de “*Altair*”, inspirado em um personagem da série “*Jornada nas Estrelas*”. O “*Altair*” foi a base para o design do “*Apple I*” e do “*Apple II*”. O *Apple II* foi o primeiro microcomputador de sucesso comercial idealizado por Steve Wozniak e Steve Jobs. Lançada no ano de 1976, com um capital de US\$ 91 mil dólares e com três sócios, a Apple, no ano de 1982, alcançou US\$ 583 milhões em vendas. Em 1981, a reação da IBM foi rápida. Em 1981 lançou o seu “*Computador Pessoal – PC*”. Mas, como a IBM não desenvolveu tecnologia própria, mas sim desenvolvida por terceiros, ficou vulnerável à clonagem, que ocorreu especialmente na Ásia (CASTELLS, 2006, p. 78-80).

<sup>51</sup> Segundo Manuel Castells (2006), uma condição vital para a difusão dos microcomputadores foi o desenvolvimento de um *software* adaptando as suas operações. O *software* surgiu em meados de 1970 a partir de dois jovens desistentes de Harvard: Bill Gates e Paul Allen. Ambos fundaram a Microsoft.

<sup>52</sup> O setor de telecomunicações sofreu alterações em razão dos avanços da optoeletrônica (transmissão por fibra ótica e laser), assim como em razão de comutação e roteamento (tecnologias de “*nós*”), como por exemplo ATM (*Asynchronous Transfer Mode* ou Modo de Transmissão Assíncrono) e TCP (*Transmission Control Protocol*)/IP (*Internet Protocol* ou Protocolo de Internet). Graças a esta tecnologia, por exemplo, houve um aumento substancial de dados entre os continentes. Segundo Manuel Castells (2006), “em 1956, os primeiros cabos telefônicos transatlânticos podiam transportar cinquenta circuitos de voz compactada; em 1995, os cabos de fibra ótica podiam transportar 85 mil desses circuitos”(CASTELLS, 2006, p. 80-82).

<sup>53</sup> A Internet teve origem na Agência de Projetos de Pesquisa Avançada (ARPA) do Departamento de Defesa dos EUA. Trata-se de uma reação ao lançamento do “*Sputnik*”, em fins da década de 1950, além, é claro, de representar um sistema de comunicação invulnerável a ataques nucleares. A ideia era tornar a rede independente de centros de comando e controle, para que a mensagem procurasse suas próprias rotas. A primeira rede



aproximadamente US\$ 75 por cada milhão de operação, em 1960, para menos de um centésimo de centavo de dólar em 1990” (CASTELLS, 2006, p. 80).

E como relacionar a reestruturação do modo de produção capitalista com o paradigma da informação, baseada na revolução tecnológica acima descrita?

Manuel Castells explica que é: “a conexão histórica entre a base de informações/conhecimentos da economia, seu alcance global, sua forma de organização em rede e a revolução da tecnologia da informação que cria um novo sistema econômico distinto (...)” (CASTELLS, 2006, p. 119). Aqui um destaque deve ser mencionado: trata-se do somatório entre sistemas de informação e novas tecnologias de comunicação, as quais, em conjunto, como será tratado no tópico 1.3, permitiram, inclusive, a formatação de um novo

---

chamava-se *Arpanet* e entrou em funcionamento no ano de 1969, envolvendo o Arpa e as Universidades da Califórnia e de Utah. Em 1983, houve a divisão entre a *Arpanet* (dedicada a fins científicos) e a *Milnet* (aplicações militares). Ainda na década de 1980, foram criadas a *CSNET* (Computer Science Network) - também com fins acadêmicos - e a *BITNET* (Because It's Time to NETwork) - sem fins acadêmicos. A rede das redes que se formou ao longo da década de 1980 denominava-se Arpa Internet e depois passou a se chamar apenas de Internet, sustentada pelo Arpa e operada pela *National Science Foundation*. A Arpanet tornou-se obsoleta no ano de 1990, encerrando as suas atividades. Em 1992, a *National Science Foundation* outorgou a *Internet Society*, a *Internet Activities Boards* e a *Internet Engineering Task Force* as atividades de organização do sistema. A *National Science Foundation* operou o sistema até o ano de 1995, quando foi privatizado. Neste momento, inúmeras ramificações comerciais regionais uniram-se, por meio de acordos colaborativos, de forma a ampliar as redes privadas. Para a ampliação do sistema, o primeiro passo foi a criação de um protocolo de comunicação, no ano de 1973, para que todos os tipos de rede tivessem acesso ao sistema. Em 1978 foram criados os sistemas de servidor a servidor (TCP – *Transmission Control Protocol*) e o protocolo inter-redes (IP). Neste mesmo ano, mas como uma iniciativa da contracultura, dois jovens americanos descobriram o “*modem*”, quando tentavam descobrir um programa via telefone para transferir documentos. Em 1979, divulgaram o protocolo Xmodem que permitia a transferência direta de arquivos entre computadores, sem um sistema principal. O fim era espalhar o máximo a capacidade de comunicação. Sendo assim, as redes que não pertenciam a Arpanet, passaram a comunicar-se entre si. Em 1983, foi criada a Fidonet nos EUA. Tratava-se de uma rede mais barata que dependia apenas de um modem e de um software mais barato. Ainda na década de 1980 são criadas as BBS – *Bulletin Boards Systems* – sistemas de quadros de avisos. Tratam-se de espaços nos quais pessoas poderiam comunicar-se, inaugurando, desta forma, “comunidades virtuais”. Na década de 1990, no CERN – *Conseil Européen pour la Recherche Nucléaire*, a partir da cultura dos hackers da década de 1970, dá-se um novo salto tecnológico que criou um novo tipo de aplicativo: a teia (sistema *www* - *world wide web*), que organizava os sítios da Internet por informações e não localização. A CERN ainda criou formato para os documentos em hipertexto – HTML (*hypertext markup language*), acrescentando ao Protocolo TCP/IP. Configuraram, ainda, um protocolo de transferência de hipertexto (HTTP – *hypertext transfer protocol*) e criaram um formato padronizado de endereços (URL – *uniform resource locator*). Mencionada linguagem facilitou em muito a comunicação entre todos, eis que a CERN distribuiu, de forma gratuita, pela internet, o software *www*. Com acesso a tal sistema, no ano de 1992, o estudante Marc Andreessen criou o navegador Mosaic. A partir daí inúmeros mecanismos de pesquisa foram criados (CASTELLS, 2006, p. 82-89).

<sup>54</sup> Um exemplo que deve ser mencionado é a “revolução dentro da revolução”, conforme descrito por Castells. O ano é de 1971. Trata-se do advento de um microprocessador com um *chip* (microeletrônica). Ocorre que os *chips*, com o passar dos anos, avançaram. Logo, os microprocessadores também. Apenas alguns dados para exemplificar. O primeiro microprocessador, no ano de 1971, foi projetado com uma capacidade de integração de 6,5 microns. Em 1980, alcançou 4 microns. No ano de 1987, atingiu 1 micron. Em 1999, a projeção era de 0,25 micron. O que isso quer dizer? Que no ano de 1971, um chip era composto por 2.300 transistores. No ano de 1993, o chip possuía 35 milhões. A capacidade de memória também foi alterada. No ano de 1971, o microprocessador a memória Dram era de 1.024 bytes. No ano de 1993, era de 16.384.000 bytes. Por fim, em relação à velocidade (unidade: mega-hertz). Em 1999, os microprocessadores eram 550 vezes mais rápidos do que os microprocessadores criados no ano de 1971 (CASTELLS, 2006, p. 77-79).

mercado financeiro (mais próximo do mercado de capitais), por meio do qual o fluxo de recursos circula globalmente, em questão de segundos, sem a figura do intermediador. Daí a importância de compreender os avanços tecnológicos e da modulação das novas relações sociais: o mercado da intermediação financeira está, aos poucos, sendo substituído pela não-intermediação financeira.

Mas como é possível descrever essa nova economia? Manuel Castells afirma, como já mencionado, que a economia é “informacional, global e em rede” (CASTELLS, 2006, p. 119). Destaca-se trecho do livro:

É informacional porque a produtividade e a competitividade de unidades ou agentes nessa economia (sejam empresas, regiões ou nações) dependem basicamente de sua capacidade de gerar, processar e aplicar de forma eficiente a informação baseada em conhecimentos. É global porque as principais atividades produtivas, o consumo e a circulação, assim como seus componentes (capital, trabalho, matéria-prima, administração, informação, tecnologia e mercados) estão organizados em escala global, diretamente ou mediante uma rede de conexões entre agentes econômicos. É rede porque, nas novas condições históricas, a produtividade é gerada, e a concorrência é feita em uma rede global de interação entre redes empresariais. Essa nova economia surgiu no último quartel do século XX porque a revolução da tecnologia da informação forneceu a base material indispensável para a sua criação. É a conexão histórica entre a base de informações/conhecimentos da economia, seu alcance global, sua forma de organização em rede e a revolução da tecnologia da informação que cria um novo sistema econômico (CASTELLS, 2006, p. 119).

A primeira característica desta nova economia a ser analisada na tese, é o informacionalismo, o qual, diga-se de passagem, já foi tratado até o presente momento, eis que é caracterizado a partir das noções de tecnologia<sup>55</sup>. Em pouquíssimas palavras: “o informacionalismo baseia-se na tecnologia de conhecimentos e informação, há uma íntima ligação entre cultura e forças produtivas e entre espírito e matéria” (CASTELLS, 2006, p. 54). De outra forma: trata-se da capacidade do agente produtivo gerar, processar e aplicar os conhecimentos obtidos na produção de novos conhecimentos, nos quais estão inseridos não apenas os diferentes processos de produção, mas, também, novos produtos. Relaciona-se, inclusive, e, até mesmo, de novas regras (eis que a organização jurídica da produção se afasta,

---

<sup>55</sup> Como tratado na introdução, a doutrina não é unânime a respeito da matéria. Krishan Kumar sustenta que “o capitalismo não é uma categoria eterna. Tem uma história, com formas e aspectos mutáveis. Até mesmos suas ramificações espaciais, como na atual fase do capitalismo global, desenvolvem-se no tempo, em momentos particulares da evolução do capitalismo. Dessa maneira, o “capitalismo informacional”, se podemos engolir este termo, tem sua própria e específica contribuição a dar à essa evolução. Tal como centenas de outros termos, como capitalismo “tardio”, pós-industrial ou “pós-fordista”, ele aponta para uma maneira de agir que pode parecer e dar a impressão de ser muito diferente de formas anteriores de capitalismo”.(KUMAR, 1997, p.164)



como o autor menciona, de “uma carta de direitos e obrigações” (CASTELLS, 2006, p. 258) – as mudanças sentidas no âmbito jurídico serão tratadas no item 1.5 da presente tese).

Neste contexto, de produção contínua de informação, qualquer tentativa de consolidação condena o agente (seja empresa ou pessoa) à “obsolescência, visto que se torna muito rígida para a geometria variável requerida pelo informacionalismo” (CASTELLS, 2006, p. 258). Em suma, como o tão mencionado autor concluiu:

(...) o espírito do informacionalismo é a cultura da “destruição criativa”, acelerada pela velocidade dos circuitos optoeletrônicos que processam seus sinais. Schumpeter encontra-se com Weber no espaço cibernético da empresa em rede” (CASTELLS, 2006, p. 258).

O processo de destruição criativa (ou destruição criadora) também é mencionado por José Eduardo Faria, segundo o qual “a velocidade de criação e distribuição de novos bens e serviços no mercado globalizado vem intensificando e acelerando o chamado processo de destruição criadora, levando a substituições cada vez mais rápidas (...) de bens e serviços” (FARIA, 2010, p.14). O autor conclui:

(...) Tal fato leva a duas consequências básicas: (i) a primeira é a necessidade de fragmentar a produção industrial pelo mundo, dada a necessidade de compatibilização de distribuição em escala e tecnologia (fragmentação internacional da produção, com o objetivo de redução dos custos); (ii) a segunda diz respeito, por sua vez, a redução da vida útil ou comercializável dos bens e serviços, obrigando as empresas a maximizar potencial de venda em prazos cada vez mais curtos (daí a necessidade de se rediscutir o papel do Estado como garantidor da Estabilidade jurídica e facilitação do funcionamento dos mercados) (FARIA, 2010, p. 14).

E o que é o processo de destruição criadora? Estudar o capitalismo é estudar um processo evolucionário, eis que referido modo de produção corresponde a um método de transformação que não é estacionário, isto porque os novos bens de consumo em conjunto com os novos mercados e as novas formas de organização industrial que dão o impulso fundamental ao capitalismo<sup>56</sup>. Trata-se de uma revolução “de dentro para fora”, por meio da qual as indústrias criam uma nova estrutura, absorvem e verticalizam a sua utilização até o

<sup>56</sup> Segundo Joseph Schumpeter, referida análise é importante em razão de dois elementos fundamentais: em primeiro lugar porque só é possível analisar este processo ao longo dos anos, nunca diante de um momento específico eleito. Em segundo lugar, porque, como a análise do capitalismo é uma análise orgânica, cada movimento deve ser examinado dentro de uma visão global do processo e não individual. Isto porque: “o problema que usualmente se toma em consideração é como o capitalismo administra as estruturas existentes, sendo a questão relevante a de saber como as cria e como as destrói. Enquanto não o reconhecer, o investigador faz um trabalho sem sentido. Tão logo o reconhece, a sua visão das práticas capitalistas e das suas consequências sociais se modifica consideravelmente” (SCHUMPETER, 2017, p. 121).

momento em que uma nova estrutura é criada, porque a antiga já não mais atende as necessidades. Toda empresa capitalista vive neste processo (SCHUMPETER, 2017, p. 120), ou seja, vive sob uma constante concorrência de qualidade/mercadoria<sup>57</sup>.

Informacionalismo está, portanto, atrelado à tecnologia, a qual norteia a produção e a distribuição de novos produtos. É um processo contínuo que acaba por influenciar cada vez mais as novas formas de produção. O bem produzido agora em minutos ficará obsoleto, não apenas porque outro já está sendo criado, mas, também, porque o processo produtivo modificou-se. Tais formas de produção estão atreladas ao conceito de rede. A noção de rede, por sua vez, está intimamente ligada à forma atual de organização das empresas<sup>58</sup>.

Por rede deve-se compreender um “conjunto de nós interconectados. Nó é ponto no qual uma curva se entrecorta” (CASTELLS, 2006, p. 566). Ao partir do conceito de rede, Manuel Castells afirma:

(...) redes são estruturas abertas capazes de expandir de forma ilimitada, integrando novos nós desde que consigam comunicar-se dentro da rede, ou seja, desde que compartilhem os mesmos códigos de comunicação (...). Uma estrutura social com base em redes é um sistema aberto altamente dinâmico suscetível de inovação sem ameaças ao seu equilíbrio (CASTELLS, 2006, p. 566).

Mas como é possível relacionar o conceito de rede a uma empresa? Uma “empresa em rede” é uma empresa:

---

<sup>57</sup> De acordo com Schumpeter, a crítica que deve ser realizada em relação ao estudo do modo de produção capitalista é a seguinte: “A primeira coisa a ser descartada é a concepção tradicional do modus operandi da concorrência. Os economistas finalmente começam a sair da etapa em que só enxergavam a concorrência dos preços. Assim que a concorrência da qualidade e o esforço de venda são admitidos no recinto sagrado da teoria, a variável preço é retirada da sua posição dominante. No entanto, o que praticamente monopoliza a atenção do teórico continua sendo a concorrência em um molde rígido de condições invariantes, especialmente os métodos de produção e as formas de organização industrial. Mas, na realidade capitalista (em imposição à sua imagem estampada nos manuais), o que conta não é esse tipo de concorrência, e sim a concorrência da nova mercadoria, da nova tecnologia, da nova fonte de abastecimento, do novo tipo de organização (por exemplo, a unidade de controle em grandíssima escala), ou seja, a concorrência que impõe uma vantagem decisiva em custo ou qualidade e que ataca não nas margens dos lucros e da produção das empresas existentes, mas nos seus alicerces e na sua própria existência. Esse tipo de concorrência é tão mais eficaz que a outra quanto um bombardeio em comparação com o arrombamento de uma porta, e tanto mais importante quanto passa ser relativamente indiferente que a concorrência, no sentido ordinário, funcione mais ou menos prontamente; em todo o caso, a poderosa alavanca que, em longo prazo, expande a produção e baixa os preços é feita de outra matéria”. (SCHUMPETER, 2017, p. 122)

<sup>58</sup> Nota-se a alteração de ordem das características em relação ao autor, Manuel Castells. O motivo é simples: alteração da ordem deve-se à necessidade de atrelar as novas características do modo de produção capitalista aos itens 1.2 e 1.3 do presente capítulo.

(...) cujo sistema de meios é constituído pela intersecção de segmentos de sistemas autônomos de objetivos. Assim, os componentes da rede tanto são autônomos quanto dependentes em relação à rede e podem ser uma parte de outras redes e, portanto, de outros sistemas de meios destinados a outros objetivos. Então, o desempenho de uma determinada rede dependerá de dois de seus atributos fundamentais: conectividade, ou seja, a capacidade estrutural de facilitar a comunicação sem ruídos entre seus componentes; coerência, isto é, a medida em que há interesses compartilhados entre os objetivos da rede e de seus componentes (CASTELLS, 2006, p. 232).

Conectividade e coerência. A conectividade é essencial ao gerir os diversos contatos que uma empresa deve possuir: desde os fornecedores, os produtores, clientes e cooperações tecnológicas que devem ser compartilhadas<sup>59</sup>. Coerência relaciona-se, por sua vez, à adoção de padrões gerais. Nota-se, portanto, que as empresas, no paradigma da tecnologia da informação, justamente utilizam-se do conceito de rede para administrar a sua expansão, por meio dos mencionados elementos. E destaca-se um ponto fundamental: não se discute, neste ponto, técnicas de financiamento ou de investimento<sup>60</sup>. Trata-se, em verdade, da introdução de novas estratégias organizacionais<sup>61</sup> que acabaram por influenciar as técnicas de administração.

Neste contexto, mais do que a simples transição da produção em massa<sup>62</sup> para a

---

<sup>59</sup> E de quais redes estão a se falar? São cinco: “1. Rede de fornecedores: incluem subcontratação, acordos OEM (Fabricação do Equipamento Original) e ODM (Fabricação do Projeto Original) entre um cliente (a empresa focal) e seus fornecedores de insumos intermediários para a produção. 2. Redes de produtores. Abrangem todos os acordos de coprodução que oferecem possibilidade a produtores concorrentes de juntarem suas capacidades de produção e recursos financeiros/humanos com a finalidade de ampliar seus portfólios de produtos, bem como sua cobertura geográfica. 3. Redes de clientes. São os encadeamentos à frente entre as indústrias e distribuidores, canais de comercialização, revendedores com valor agregado e usuários finais, nos grandes mercados de exportação ou nos mercados domésticos. 4. Coalizões-padrão. São iniciadas por potenciais definidores de padrões globais com o objetivo explícito de prender tantas empresas quanto possível a seu produto proprietário ou padrões de interface. 5. Redes de cooperação tecnológica. Facilitam a aquisição de tecnologia para projetos e produção de produtos, capacitam o desenvolvimento conjunto dos processos e da produção e permitem acesso compartilhado a conhecimentos científicos genéricos e de P&D” (CASTELLS, 2006, p. 251).

<sup>60</sup> É interessante destacar que ao longo das páginas 239-249 da sua obra, Manuel Castells trabalha com as redes de empresas em três países asiáticos: Japão, Coreia e China (trabalhando em paralelo Hong Kong). Nos três casos, o autor ressalta o papel do Estado no financiamento e no direcionamento da indústria privada para o crescimento do setor produtivo nacional. Referido autor denominou o Estado como “desenvolvimentista”, ao qual ele atribuiu a tarefa de desenvolvimento (combinação de taxas de crescimento econômico com altas e constantes transformações no sistema econômico), voltado não para a legitimidade democrática, mas sim para a afirmação da identidade cultural e nacional, construindo uma nação com força internacional, por meio da competitividade econômica e melhoria socioeconômica (CASTELLS, 2006, p. 239-249).

<sup>61</sup> Por estratégias organizacionais deve-se compreender: “procedimentos de sistemas específicos de meios voltados para o aumento da produtividade e competitividade no novo paradigma tecnológico e na nova economia global” (CASTELLS, 2006, p. 211).

<sup>62</sup> Manuel Castells afirma que: “o modelo da produção em massa fundamentou-se em ganhos de produtividade obtidos por economias de escala em um processo mecanizado de produção padronizada com base em linhas de montagem, sob as condições de controle de um grande mercado específico: a grande empresa estruturada nos princípios de integração vertical e na divisão social e técnica institucionalizada de trabalho”. Ocorre que, diante da alteração do perfil do mercado, o “sistema de produção em massa ficou muito rígido e dispendioso para as características da nova economia”. Tal fato, inclusive, é um dos fatores da crise de 1970 (CASTELLS, 2006, p. 212).

produção flexível<sup>63</sup>, ou seja, do fordismo<sup>64</sup> para o pós-fordismo<sup>65</sup>, eis que o primeiro tornou-se obsoleto<sup>66</sup> - e aqui adotando-se a noção de Schumpeter (2017) -, ou, ainda, do taylorismo<sup>67</sup> para o toyotismo<sup>68</sup>, é certo que a mais importante transformação<sup>69</sup> está atrelada ao enfraquecimento do modelo de empresa vertical (típica estrutura estadunidense de empresa até a década de 1970, conforme será demonstrado no item 1.2), para a adoção do modelo horizontal, marcado pela noção da organização em torno do processo<sup>70</sup>.

A noção de “organização em torno do processo” é obtida por meio da conectividade.

<sup>63</sup> Manuel Castells esclarece que existem espécies de modo de produção flexível. Por um lado, indica o modelo do norte da Itália, a qual classifica como “especialização flexível”, caracterizada como “a produção adapta-se à transformação contínua sem pretender controlá-la”. A segunda é a “flexibilidade dinâmica”. Em relação a este modelo: “As novas tecnologias permitem a transformação das linhas de montagem típicas da grande empresa em unidades de produção de fácil programação que podem atender às variações do mercado (flexibilidade do produto) e das transformações tecnológicas (flexibilidade do processo)” (CASTELLS, 2006, p. 212).

<sup>64</sup> Fordismo é caracterizado pela produção em massa. E o que isso significa? Krishan Kumar esclarece que o modelo fordista de produção é aquele no qual “(...) a mão-de-obra sem especialização é posta a trabalhar em máquinas de tarefa única a fim de produzir bens padronizados, constituiu apenas uma parte da história do industrialismo. (...) O domínio da produção em massa no século XX foi resultado de opções sociais e decisões políticas (incluindo as ocasionadas por uma guerra mundial)” (KUMAR, 1997, p. 54).

<sup>65</sup> Pós-fordismo surge do desgaste do Fordismo. Isto porque: “o fordismo não teve paralelo em sua capacidade de produzir bens padronizados e em escala de massa. Tudo isso estava muito bem enquanto havia grupos suficientes na população ainda à espera por sua vez de saborear os frutos da produção em massa. (...) Surge um novo modelo de produção e consumo – novo pelo menos em escala – o modelo de “especialização flexível”. (...) A tecnologia flexível dá origem à especialização flexível. Novas ideias podem ser de imediato transformadas em novos produtos, ideias mais novas em produtos ainda mais novos. A produção é feita segundo o gosto do freguês, adaptada a desejos e necessidades muito específicos, em um estado de mudança constante. (...) As economias de escala são substituídas por “economia de escopo” - isto é, o uso pelas grandes fábricas de tecnologias flexíveis de manufatura para produzir bens voltado para vários mercados relativamente pequenos ou segmentados (...)” Na opinião de todos os pensadores, a especialização flexível é o âmago da teoria do pós-fordismo. Ela combina a capacidade da nova tecnologia com a idéia de mudança fundamental na natureza do mercado na sociedade industrial deste fim de século” (KUMAR, 1997, p. 55-59).

<sup>66</sup> O modo de produção em massa tornou-se obsoleto porque, nos dias atuais: “a demanda da quantidade e da qualidade tornou-se imprevisível; quando os mercados ficaram mundialmente diversificados e, portanto, difíceis de ser controlados; e quando o ritmo da transformação tecnológica tornou obsoletos os equipamentos de produção com o objetivo único, o sistema de produção em massa ficou muito rígido e dispendioso para as características da nova economia” (CASTELLS, 2006, p. 212).

<sup>67</sup> O taylorismo corresponde à administração científica. Nas palavras de Krishan Kumar: “O taylorismo, ou seja, os princípios da “administração científica”, defendidos por Frederick Winslow Taylor nos primeiros anos deste século, pode, na verdade ser considerado, com mais propriedade, como um poderoso sistema de organização do trabalho, capaz de aplicação um tanto indefinida em uma grande variedade de contextos industriais (...)” (KUMAR, 1997, p. 31).

<sup>68</sup> Construído a partir do sucesso da indústria automobilística japonesa. Quais são os elementos deste sistema? “sistema de fornecimento kan-ban (ou *just in time*), no qual os estoques são eliminados ou reduzidos substancialmente mediante entregas pelo fornecedores no local da produção, no exato momento da solicitação, e com as características específicas para a linha de produção; “controle de qualidade total” dos produtos ao longo do processo produtivo, visando um nível tendente a zero de defeitos e melhor utilização dos recursos; envolvimento dos trabalhadores no processo produtivo por meio de trabalho em equipe, iniciativa descentralizada, maior autonomia para a tomada de decisão no chão da fábrica, recompensa pelo desempenho das equipes e hierarquia administrativa horizontal, com poucos símbolos de status na vida diária da empresa” (CASTELLS, 2006, p. 215). Outra característica importante, neste modelo, é a complementariedade das relações entre a empresa principal e os fornecedores. A Toyota, no Japão, por exemplo, possui uma rede de fornecedores,

Ora, a organização da produção flexível<sup>71</sup>, característica da empresa horizontal, acaba por criar unidades descentralizadas, com autonomia, desde que obedecido o elemento coerência, o qual é definida a partir de uma “estratégia global comum” (CASTELLS, 2006, p. 222). A tecnologia, neste contexto, torna-se insumo fundamental. Isto porque permite a transformação da linha de montagem das grandes empresas em unidades de fáceis programação que podem atender “às variações do mercado (flexibilidade do produto) e das transformações tecnológicas (flexibilidade do processo)” (CASTELLS, 2006, p. 212).

Em suma: o conceito de “empresas horizontais e em rede” não afasta os conceitos de empresas multinacionais ou transnacionais (eis que as mesmas estão inseridas no sistema de redes). Na verdade, “a inteligência organizacional, o aprendizado organizacional e a administração de conhecimentos” são os principais elementos das novas empresas (CASTELLS, 2006, p. 210). Daí a razão pela “a empresa em rede concretiza a cultura da economia informacional/global: transforma sinais em commodities, processando conhecimentos” (CASTELLS, 2006, p. 233). Isto é: o gerenciamento e a estrutura desta empresa passam a ser também uma *commodities*.

Graças a esta estrutura, marcada pela conectividade e coerência, que é possível afirmar que esta nova empresa, ou melhor, esta nova estrutura organizacional é capaz de adaptar-se aos mais distintos contextos culturais/nacionais, o que é essencial para uma economia “capitalista, baseada na inovação, globalização e concentração descentralizada” (CASTELLS, 2006, p. 566).

---

de pequenas a grandes empresas. E por que? Porque o sucesso do modelo depende da ausência de grandes rupturas em todo processo produtivo e de distribuição. Trata-se de um método de redução de incertezas (CASTELLS, 2006, p. 216).

<sup>69</sup> Segundo Manuel Castells, a necessidade de transformação está relacionada à necessidade de “lidar com a incerteza causada pelo ritmo veloz das mudanças no ambiente econômico, institucional e tecnológico da empresa, aumentando a flexibilidade em produção, gerenciamento e marketing” (CASTELLS, 2006, p. 211).

<sup>70</sup> A empresa horizontal, de acordo com Manuel Castells, apresenta sete características principais: “organização em torno do processo, não da tarefa; hierarquia horizontal; gerenciamento em equipe, medida do desempenho pela satisfação do cliente; recompensa com base no desempenho da equipe; maximização dos contatos com fornecedores e clientes; informação, treinamento e retreinamento de funcionários em todos os níveis” (CASTELLS, 2006, p. 221).

<sup>71</sup> O autor indica diferentes tipos de empresas flexíveis. O primeiro, já tratado, é o modelo japonês de gerenciamento (toyotismo), aperfeiçoado pelos engenheiros da Toyota durante 20 anos após a sua introdução no ano de 1948 (para muitos, referido método possui características estadunidenses, eis que é uma adaptação do método de produção em massa adaptado para o *Just in time*). Outro exemplo é o “modelo de redes multidirecionais”. Ora, trata-se de uma alternativa, aplicada por empresas de pequeno e médio porte, no qual havia a subcontratação para a produção. Utilizada no norte da Itália, em Hong Kong e Taiwan. Há, também, o método “licenciamento e subcontratação de produção sob o controle de uma grande empresa”. Trata-se da marca de roupas Benetton. A malharia italiana controla franquias ao redor do mundo que produzem o seu produto, sob um rígido sistema de controle de qualidade. Há, ainda, as chamadas “alianças estratégicas”, por meio das quais há compartilhamento de tecnologia ou custos (CASTELLS, 2006, p. 217-220).

Mas, compreendido, até o presente momento, o que é informacionalismo e suas características, bem como o conceito de rede, e de forma mais específica, o conceito das denominadas “empresas horizontais e em rede”, passa-se à análise do conceito “global”.

Uma das respostas à crise do capitalismo ao longo da década de 1970<sup>72</sup> estava atrelada a “encontrar novos mercados capazes de absorver uma crescente capacidade de produção de bens e serviços” (CASTELLS, 2006, p. 137). Certo é que para abrir novos mercados, o capital não necessitava apenas de “empresas horizontais e em rede”, necessitava, também, de grande mobilidade. E como isso foi possível? Segundo Manuel Castells:

(...) para abrir novos mercados, conectando valiosos segmentos de mercado de cada país a uma rede global, o capital necessitou de extrema mobilidade, e as empresas precisaram de uma capacidade de informação extremamente maior. A estreita interação entre a desregulamentação dos mercados e as novas tecnologias da informação proporcionou essas condições. Os primeiros e mais diretos beneficiários dessa reestruturação foram os próprios atores da transformação econômica e tecnológica: empresas de alta tecnologia e empresas financeiras. Possibilitada pelas novas tecnologias da informação a integração global dos mercados financeiros desde o início da década de 1980 teve um impacto tremendo na dissociação crescente entre fluxo de capital e as economias nacionais (CASTELLS, 2006, p. 138).

Destacam-se dois pilares da globalização: (i) tecnologias de informação e (ii) integração dos mercados financeiros, por meio da desregulamentação (que será tratado de forma específica nos itens 1.2 e 1.3). Graças aos dois pilares tornou-se possível trabalhar em unidade de tempo real (imediate) ou em tempo definido, em escala local ou mesmo planetária (CASTELLS, 2006, p. 143). Esta economia global, por sua vez, está dividida em diferentes segmentos, que são: (i) mercados financeiros; (ii) comércio internacional<sup>73</sup>, (iii) produção transnacional<sup>74</sup>; (iv) ciência e tecnologia e, por fim, (v) mão de obra especializada (CASTELLS, 2006, p. 142). É importante esclarecer, contudo, que na presente tese será tratada tão somente a questão da economia global e como esta noção de global relaciona-se ao mercado financeiro<sup>75</sup>. Isto porque os “mercados de bolsas de valores e suas centrais de

<sup>72</sup>A crise da década de 1970, assim como a desregulamentação dos mercados serão tópicos tratados no item 1.2 da presente tese.

<sup>73</sup>Manuel Castells trata na sua obra a respeito dos conflitos entre a globalização e o regionalismo, por meio da formação de blocos econômicos (CASTELLS, 2006, p. 137). Mas em razão do corte metodológico, o tema não será tratado.

<sup>74</sup>A internacionalização da produção e a divisão geográfica do trabalho são tratados pelo autor (CASTELLS, 2006, p. 157-176). Ao longo da dissertação de mestrado (MACEDO, 2007) pude explorar a questão em relação ao problema urbano.

<sup>75</sup> Ao longo da dissertação de mestrado (MACEDO, 2007), já havia tratado de fluxo de recursos em relação ao espaço urbano e as alterações no perfil dos Municípios.



serviços auxiliares avançados” estão inseridos “na rede de fluxos financeiros globais” (CASTELLS, 2006, p. 566). E aqui destaca-se o fenômeno que se denomina “financeirização”.

Em outras palavras: “ao passo que a globalização descreve um processo pelo qual as economias nacionais tornam-se cada vez mais interdependentes, a financeirização caracteriza-se pela expansão do mercado financeiro e da abundância de instrumentos” (BUCHANAN, 2017, p. 12)<sup>76</sup>. Isto porque, “*financialization needs globalization and, in turn, globalization take place through financialization*”, ou seja, “a financeirização precisa da globalização e, por sua vez, globalização ocorre por meio da financeirização” (BUCHANAN, 2017, p. 2 - tradução nossa). O enfoque, contudo, neste primeiro momento será a caracterização da economia global<sup>77</sup>.

A globalização só foi possível graças a três condutas do Estado (e não da iniciativa privada). São elas: “a desregulamentação das atividades econômicas domésticas (que começou com os mercados financeiros); a liberalização do comércio e dos investimentos internacionais; e a privatização das empresas públicas (quase sempre vendidas a investidores financeiros)” (CASTELLS, 2006, p. 178). Tais medidas, em conjunto, representam a construção de um caminho para o denominado “fluxo financeiro”. Insiste-se: a noção da desregulamentação das atividades econômicas passa, sem dúvida, a uma tentativa de materializar uma disciplina econômica comum a todos os Estados. Isto é, no novo modo de produção, o capital não encontra barreiras ou fronteiras<sup>78</sup>. Segundo Manuel Castells: “A globalização do mercado financeiro é a espinha dorsal da nova economia mundial” (CASTELLS, 2006, p. 147).

O fim das fronteiras não traz consequências apenas ao desenvolvimento de atividades empresariais, mas também no âmbito do Estado, em especial às receitas públicas, que passam a sofrer constantes golpes, diante de uma concorrência global fiscal<sup>79</sup>, não só entre os Estados,

---

<sup>76</sup> Bonnie G. Buchanan é professora da Escola de negócios e Economia da Universidade de Seattle.

<sup>77</sup>O desenvolvimento do mercado financeiro e a financeirização serão objetos do item 1.3, da presente tese, mesmo porque a análise da crise do Estado de Bem-Estar Social, na década de 1970, é fundamental para a sua compreensão.

<sup>78</sup>Wolfgang Streeck também sustenta que foi o Estado que possibilitou a vitória da globalização. Isto porque, em seu entender, a política estatal “comprou tempo com dinheiro”, garantindo uma espécie de “lealdade ao discurso neoliberal” de sociedade de consumo. Os mecanismos adotados pelo Estado, segundo Wolfgang Streeck foram: (i) inflacionamento da massa monetária, (ii) endividamento público crescente; (iii) concessão de crédito às famílias. Esta tríade, com o passar do tempo, contudo, começou a minar a satisfação da expectativa capitalista, que é o “*just return*” ou retorno justo. Tais fatos levaram a problemas de legitimação do capital, os quais passaram a assumir formas de crises econômicas de reprodução e acumulação do capital. Daí a razão da liberação da economia (STREECK, 2013, e-book).

<sup>79</sup>Esta economia global gera uma concorrência entre os países, o que traz problemas sérios em relação à política

mas sobretudo entre cidades. Em verdade, o fluxo contínuo de capital acaba por criar políticas econômicas globais, as quais podem ou não envolver renúncias de receitas. Um exemplo: é certo que nas condições da integração financeira global, “políticas monetárias nacionais autônomas tornaram-se literalmente inviáveis, uniformizando, portanto, os parâmetros econômicos básicos dos processos de reestruturação em todo o planeta” (CASTELLS, 2006, p. 56). Sendo assim, é possível afirmar que não apenas regras sobre fluxos financeiros, mas, também, orientações gerais a respeito da economia passam a ser indicadas por organizações internacionais tais como a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), ou mesmo Bancos Centrais dos países do G7 (Grupo dos Sete), tais como o *Federal Reserve* e *Bundesbank* (Banco Central Alemão)<sup>80</sup>.

E qual a ligação entre economia global, mercado de finanças e tecnologia? Tal pergunta, salienta-se, é vital para a compreensão da securitização, como uma operação de crédito. Isto porque o desenvolvimento tecnológico:

Reduz os custos da transação (até 50% em fins da década de 1990 nos EUA), atraindo assim uma base muito mais ampla de investidores, e reduzindo os custos do comércio ativo. Também gera oportunidades de investimentos para milhões de investidores que analisam os valores e aproveitam as oportunidades com base nas informações *on line* (CASTELLS, 2006, p. 196).

Em outros termos: a tecnologia permite a redução de custos e a ligação rápida entre

---

fiscal, em especial, às receitas públicas tributárias. Neste sentido, deve-se salientar o entendimento de José Cabalta Nabais a respeito dos desafios internacionais da Administração Fiscal de um Estado Soberano. Segundo referido autor, um ponto delicado relaciona-se: “com a internacionalização das situações tributárias a exigir uma dinâmica política fiscal externa, com a integração fiscal europeia, a impor uma harmonização fiscal que limita fortemente a soberania fiscal dos Estados-membros da União Europeia, e com a necessidade de um entendimento mínimo a nível mundial, de modo a limitar as consequências fiscais nefastas da globalização econômica. Pois bem, entre estes últimos estão os problemas da concorrência fiscal internacional prejudicial e da tributação do comércio eletrônico, problemas que justamente levantam a questão da possibilidade de aparecimento de um direito fiscal a montante dos Estados. Um direito fiscal, cuja novidade reside em se apresentar como um direito fiscal *soft*, que levanta não poucas questões a começar pela da sua própria natureza, quer em se constituir num direito fiscal a montante dos Estados, isto é, num direito fiscal supranacional (regional ou mesmo universal). (...) Por conseguinte, compreende-se que, hoje em dia, a concorrência fiscal seja considerada prejudicial, pelo menos a partir de um determinado nível. Por isso, não admira que constitua um dos problemas que preocupa a generalidade dos países, designadamente os mais industrializados e desenvolvidos e tenha originado muito diálogo e tomadas de posição a nível internacional, sobretudo em sede da OCDE e da União Europeia. Daí que os organismos especificamente encarregados das matérias fiscais - o Comitê dos Assuntos Fiscais na OCDE e Direção Geral de Fiscalidade e União Aduaneira da União Europeia - venham acompanhando, desde há bastante tempo a evolução dessa realidade. O que se traduziu, em sede da OCDE, na aprovação em 1998 do Relatório ‘Concorrência Fiscal prejudicial: um problema mundial’ e, em sede da União Europeia, a aprovação do Código de Conduta relativo a fiscalidade das empresas” (NABAIS, 2016, p. 463-464).

<sup>80</sup>Um exemplo: o debate a respeito de matéria contábil dos Estados é objeto de discussão internacional.



agentes econômicos com interesses contrapostos (superavitário e deficitário).

Três características desta fluidez de recursos, contudo, devem ser mencionadas: (i) a primeira diz respeito à quantidade expressiva de capital mobilizada nas negociações, cuja origem pode estar atrelada, por exemplo, à poupanças a procura de maior retorno<sup>81</sup>; (ii) a segunda refere-se à necessidade de informações, as quais tornam-se fundamentais para a movimentação do capital e ao valor dos títulos. Por fim, (iii) a terceira está ligada à descentralização e à volatilidade dos investimentos, eis que os investidores passam a ingressar e a sair dos negócios a partir das denominadas “tendências de mercado” (CASTELLS, 2006, p. 81). As denominadas tendências do mercado criam, por si só, um novo conflito por informações<sup>82</sup>. Os pequenos investidores, diferente de grandes empresas ou investidores institucionais, possuem poucas informações ou informações imperfeitas. Logo, diante da ausência de transparência, pequenos investidores agem sempre de forma imediata diante de qualquer suspeita de problema. Sendo assim, por óbvio, que este sistema se demonstra altamente instável<sup>83</sup>. Hoje, portanto, é possível afirmar a respeito deste novo capitalismo que:

(...) o modo capitalista de produção dá forma às relações sociais em todo o planeta. Mas esse tipo de capitalismo é profundamente diferente de seus precedentes históricos. Tem duas características distintas fundamentais: é global e está estruturado, em grande medida, em uma rede de fluxos financeiros. O capital funciona globalmente como uma unidade em tempo real; e é percebido, investido e acumulado principalmente na esfera de circulação, isto é, como capital financeiro. Embora o capital financeiro, em geral, estivesse entre as frações dominantes do

<sup>81</sup> François Chesnais esclarece que: “Não é irrelevante a “personificação (antropomorfismo) dos mercados. Sem dúvida, é isso que permite revelar, ao mesmo tempo, pelo menos três dimensões da ascensão do setor financeiro. A primeira refere-se ao movimento de relativa autonomização da esfera financeira em relação à produção e, sobretudo, em relação à capacidade de intervenção das autoridades monetárias. A segunda tem a ver com o ‘fetichismo’ (ressaltado por Marx e também por Keynes) das formas de valorização do capital de natureza especificamente financeira. A terceira remete ao fato de que são os operadores que delimitam os traços de mundialização financeira e que decidem quais os agentes econômicos de quais países e para quais tipos de transação, que participarão desta” (CHESNAIS, 1996, p.13).

<sup>82</sup> Uma importante observação que deve ser realizada diz respeito aos mecanismos de propagação das crises financeiras. François Chesnais explica que existem três mecanismos de propagação das crises no âmbito da economia mundial: “O primeiro diz respeito à atividade industrial e comercial. Deve-se à profunda queda dos mercados de exportação na região e à concorrência desmesurada de todos os exportadores nos mercados mundiais. O segundo recai sobre os bancos e resulta do aumento do peso dos créditos ‘podres’ em seus balanços. O terceiro diz respeito à bolsa e está relacionado com a transmissão, de uma praça financeira a outra, dos medos dos investidores financeiros quanto ao valor real do capital fictício que possuem sob a forma de títulos” (CHESNAIS, 1996, p. 303).

<sup>83</sup> A respeito, Manuel Castells explica que: “O sigilo cada vez maior nos investimentos atrai grandes fontes de capital. Os pequenos investidores, porém, embora tendo acesso a informações *on line*, não tem mesmo acesso às informações que não são públicas às quais as grandes empresas ou os investidores institucionais têm. Por terem informações imperfeitas, esses investidores têm de reagir rapidamente a sinais indiretos de alterações nos valores dos títulos, aumentando a instabilidade do mercado. Assim, no mercado eletrônico financeiro há muitos investidores com uma série de estratégias contra a incerteza, que usam de rapidez e flexibilidade para compensar os baixos níveis de informação. O resultado geral é maior complexibilidade e maior volatilidade no mercado” (CASTELLS, 2006, p. 81).

capital, estamos testemunhando a emergência de algo diferente: a acumulação de capital prossegue e sua realização de valor é cada vez mais gerada nos mercados financeiros globais estabelecidos pelas redes de informação no espaço intemporal de fluxos financeiros (CASTELLS, 2006, p. 567).

Manuel Castells conclui:

Há, no entanto, uma rede integrada de capital global, cujos movimentos e lógica variável determinam as economias e influenciam as sociedades. Dessa forma, acima de vários capitalistas de carne e osso e grupos capitalistas, há uma entidade capitalista coletiva sem rosto, formada de fluxos financeiros operados por redes eletrônicas. Não é apenas a expressão da lógica abstrata do mercado porque, na realidade, não segue a lei da oferta e da procura: responde às turbulências e aos movimentos imprevisíveis, de expectativas não calculáveis induzidas pela psicologia e sociedade na mesma medida que pelos processos econômicos. Essa rede das redes de capital unifica e comanda centros específicos de acumulação capitalista, estruturando o comportamento de capitalistas mediante a submissão à rede global. Eles usam suas estratégias competitivas ou convergentes nos circuitos dessa rede global e, portanto, em última análise, dependem da lógica capitalista não humana de um processo de informação aleatório operado eletronicamente. Na verdade, é o capitalismo em sua pura e expressão da busca constante do dinheiro pelo dinheiro por intermédio da produção de *commodities* por *commodities*. Mas o dinheiro tornou-se quase totalmente independente da produção, inclusive da produção de serviços, fugindo pelas redes de interações eletrônicas mais sofisticadas dificilmente entendidas pelos gerentes de produção. Embora o capitalismo ainda impere, os capitalistas em si estão distribuídos de forma aleatória, e as classes capitalistas ficam restritas às áreas específicas do mundo onde prosperam como um apêndice de um poderoso turbilhão que manifesta a sua vontade mediante pontos de *spread* e classificações de opções de futuro nos flashes globais das telas de computadores (CASTELLS, 2006, p. 570).

Nota-se que o capitalismo global indicado por Manuel Castells refere-se não apenas ao fim das fronteiras, mediante processo de desregulamentação nacional, mas, sobretudo, pela materialização de uma rede (formada graças aos avanços tecnológicos e de comunicação), compreendida como um caminho abstrato pelo qual os fluxos financeiros percorrem<sup>84</sup>. A noção de integração financeira poderia ser comparada (e pede-se perdão pela pobre analogia) a um grande organismo, no qual todos os Estados estão integrados. A rede tecnológica assume

---

<sup>84</sup>François Chesnais utiliza a expressão “mundialização financeira”. E o que significa? Trata-se das “estreitas interligações entre o sistema monetário e os mercados financeiros nacionais, resultantes da liberação e desregulamentação adotadas inicialmente pelos Estados Unidos e pelo Reino Unido, entre 1979 e 1987” (CHESNAIS, 1996, p.12). Mas, com esta mundialização houve o fim dos sistemas financeiros mundiais? Não. Em verdade o autor explica que tais sistemas financeiros passaram a integrar esta condição mundial “de forma imperfeita e incompleta”, atendendo três peculiaridades: (i) refere-se a um sistema hierarquizado, no qual não houve o abandono das condições desiguais dos países e no qual os Estados Unidos da América continua detendo papel predominante; (ii) há uma carência de instâncias de supervisão e controle e, por fim, (iii) a unidade dos mercados é assegurada pelo perfil dos agentes de mercado e não somente às tecnologias (CHESNAIS, 1996, p.12)..

o papel do sistema circulatório. O sangue – fluxo financeiro – passaria a percorrer, de forma contínua e praticamente imediata, todo este organismo. É certo que, diante de um órgão com problemas, todo o corpo passaria, portanto, a sofrer, eis que o capital puramente financeiro é volátil.

Ponto que chama a atenção – que se demonstra distinto dos outros paradigmas – é que neste novo modo de produção capitalista (global, informacional e em rede), a acumulação prossegue e torna-se ainda maior. Isto porque o próprio dinheiro passa a ser uma *commodities* (o que marca o processo da financeirização). Este ponto será o foco do item 1.2 da presente tese.

É certo que esta nova caracterização do capitalismo não é unânime na doutrina<sup>85</sup>. Antônio José Avelãs Nunes, por exemplo, critica o termo “nova economia”. Segundo o autor, “a nova economia surge, assim, como a última versão da velha tese de que os avanços da ciência e da tecnologia bastam para salvar o mundo” (NUNES, 2007, p. 235). Trata-se de um “novo disfarce do velho capitalismo, agora globalizado, instalado no mundo do pensamento único, talvez não inteiramente convencido de que ele seja o fim da história (...)” (NUNES, 2007, p. 235).

Para Krishan Kumar, a teoria da sociedade da informação é passível de críticas<sup>86</sup>. Isto porque se, por um lado, o informacionalismo decorre do industrialismo, por óbvio, as duas correntes compartilham de muitos aspectos analíticos. Logo, as críticas tecidas a um movimento são simplesmente repassadas para o segundo<sup>87</sup>. Por outro lado, o desenvolvimento da tecnologia e sua difusão não implantaram novos elementos na sociedade, os quais são

<sup>85</sup>Giovanni Arrighi, autor cuja base teórica é marxista, em sua obra “O longo século XX”, trata o atual modo de produção capitalista a partir dos seguintes pilares: (i) aumento da mobilidade do capital para o âmbito global; (ii) mudanças na organização dos processos de produção e de troca, oportunizando a “especialização flexível”; (iii) explosão de novos e sofisticados instrumentos financeiros, (iv) deslocamento do capital produtivo para a expansão financeira, entre outros pontos (ARRIGHI, 1996, p. 1-26)

<sup>86</sup>Krishan Kumar inicia as suas críticas justamente a partir de Daniel Bell, considerado o “pai” do paradigma da informação (KUMAR, 1997, p. 19-22).

<sup>87</sup>A respeito da crítica à sociedade informacional, destaca-se: “Ainda assim, a aceitação da importância crescente da tecnologia da informação, e mesmo de uma revolução de informação, é uma coisa, mas a aceitação da ideia de uma nova revolução industrial, de um novo tipo de sociedade, de uma nova era, é outra completamente diferente. Neste ponto, a crítica tem sido volumosa, radical e, na maior parte, convincente. E também, em um grau um tanto enfadonho, bem conhecida. Mas isso não deve surpreender ninguém. Uma vez que o conceito de sociedade de informação evolui gradualmente da ideia mais antiga de uma sociedade pós-industrial, e tendo em vista que as duas compartilham de muitos aspectos analíticos e também porque foram e são divulgadas em ambos os casos por quase as mesmas pessoas, seria de se esperar que as objeções às teses da sociedade de informação repetissem, em alto grau, as que foram movidas contra a ideia mais antiga de uma sociedade pós-industrial. E isso que de fato acontece. Os teóricos da sociedade de informação podem ser atacados, em primeiro lugar, por sua limitada perspectiva histórica. Como aconteceu com os teóricos pós-industriais, eles atribuem a fenômenos atuais o que é a culminação de tendências enraizadas profundamente no passado” (KUMAR, 1997, p. 29-30).

capazes de desenvolver o ser humano.<sup>88</sup> Isto porque “os instrumentos e as técnicas podem mudar, mas os objetivos e finalidades supremos das sociedades industriais capitalistas permanecem os mesmos” (KUMAR, 1997, p. 44). Para o autor, as desigualdades sociais existentes, por exemplo, foram simplesmente mantidas neste novo contexto<sup>89</sup>. Por fim, a sociedade informacional corresponde a uma das ideologias do capitalismo<sup>90</sup>, baseada na noção de administração, a qual, por sua vez, fundamenta-se na informação, no conhecimento e na ciência (KUMAR, 1997, p.45-46).

Em que pese o posicionamento acima, Krishan Kumar, quando da redação do seu livro, reconhece a importância do debate do tempo e dos avanços tecnológicos. Referido autor entende que:

A compactação do espaço e do tempo tornada possível pela nova tecnologia da informação altera a velocidade e o escopo das decisões, aumentando a capacidade do sistema de reagir rapidamente a mudanças, mas ao mesmo tempo e pela mesma razão, tornando-o mais vulnerável, dada a tendência de amplificar perturbações relativamente pequenas e transformá-las em grandes crises (...).(KUMAR, 1997, p. 164)

---

<sup>88</sup>Neste sentido, destaca-se: “não há dúvida quanto à importância da nova tecnologia da informação em grandes áreas da vida social e econômica. Mas isso não implica o estabelecimento de um novo princípio de sociedade ou advento de uma “terceira onda” de evolução social. Na maioria das áreas, a tecnologia da informação acelerou processos iniciados algum tempo antes, facilitou a implementação de certas estratégias de administração de empresas, mudou a natureza do trabalho no caso de numerosas profissões e apressou certas tendências em lazer e consumo. Mas não produziu mudança radical na maneira como as sociedades industriais são organizadas ou na direção que evoluem. Os imperativos de lucro, poder e controle parecem ser tão predominantes hoje como sempre foram na história do industrialismo capitalista. A diferença reside na faixa e intensidade maiores de suas aplicações, tornadas possíveis pela revolução nas comunicações, mas não por qualquer mudança nos princípios em si” (KUMAR, 1997, p.164).

<sup>89</sup>A respeito, Krishan Kumar: “O principal argumento da crítica à ideia de sociedade de informação é que o desenvolvimento e difusão da TI não implantara, nenhum princípio ou direção fundamentalmente novos na sociedade. Reconhece a notável velocidade de difusão da TI, como também sua potencialidade de produzir suas mudanças radicais nos costumes sociais (...). A nova tecnologia, porém, está sendo aplicada em uma estrutura política e econômica que confirma e reforça padrões existentes, ao invés de gerar outros. O trabalho e o lazer são mais industrializados, ainda mais submetidos a estratégias fordistas e tayloristas de mecanização, rotinização e racionalização. As desigualdades sociais existentes são mantidas e ampliadas. Abre-se um novo ‘hiato de informação’ entre os produtores e os usuários da nova tecnologia e os que – cidadãos comuns, trabalhadores, semiespecializados, países de terceiro mundo – são seus clientes passivos, compradores e consumidores. Há abundância de informação, mas pouco interesse em corporificá-la em um arcabouço de conhecimentos, quanto mais cultivar sabedoria em seu uso (...). O conhecimento e a informação, que antes figuravam entre os recursos mais públicos e mais disponíveis na sociedade, tornam-se agora privatizados, foram transformados em mercadoria, expropriados pela venda e lucro” (KUMAR, 1997, p. 44).

<sup>90</sup>O autor explica o que são as ideologias do capitalismo. “Nos últimos duzentos anos, o capitalismo contou com numerosas ideologias – o *laisse faire*, o gerencialismo, o paternalismo social e mesmo, defensavelmente, variedades do fascismo e comunismo. Todas elas mantiveram um tipo especial de relação com a sociedade capitalista e todas contiveram características e contradições próprias. (...) A sociedade de informação talvez seja uma maneira parcial e unilateral de expressar a realidade social contemporânea” (KUMAR, 1997, p. 46).

Ainda que reconheça os avanços tecnológicos, o autor insiste em distinguir a “revolução da informação” da “sociedade da informação”. E a respeito da “revolução da informação” admite que:

Uma revolução de informação, porém – a aceleração do suprimento de bens de informação – não é a mesma coisa que uma sociedade de informação. A revolução da informação talvez esteja mudando de maneira complexa nossas atitudes em relação à política, ao trabalho, à vida familiar e à identidade pessoal, mas, até agora, isso não parece estar se somando em uma nova sociedade. Temos bons relatos dos seus efeitos em determinadas áreas – como, por exemplo, os efeitos da televisão na demolição do nosso senso de local. (...) Essa revolução estabeleceu uma nova relação entre cidade e campo, lar e trabalho, homens e mulheres, pais e filhos. Gerou uma nova ética e novas filosofias sociais. Não há provas de que a disseminação da tecnologia da informação tenha ocasionado quaisquer grandes mudanças desse porte. Muito pelo contrário, a maior parte das evidências indica o que ela fez principalmente foi dar às sociedades industriais meios de fazer mais e, em maior extensão, o que já vinham fazendo.

Mas essa característica talvez venha a ser mais importante do que geralmente se pensa. Mudanças quantitativas podem, às vezes, levar a outras qualitativas. Ao generalizar e intensificar certas tendências do industrialismo, a revolução da tecnologia da informação talvez ponha em movimento fenômenos cujo resultado é hoje impossível de prever. **A globalização da informação e da comunicação sugere possibilidades de uma nova estrutura de cidadania e de democracia nas quais até agora mal se pensou. Simultaneamente, a crescente privatização e individualização que a tecnologia da informação também promoveu aponta uma direção diferente e quase oposta: para o esvaziamento e diminuição da esfera pública nas sociedades ocidentais contemporâneas.** (KUMAR, 1997, p. 172) – g.f. -

Manuel Castells, em sua obra, não nega a relação de dominação na sociedade (base da desigualdade social) e não elabora apenas uma análise positiva do fenômeno. Pelo contrário. Ele indica que o novo modelo de desenvolvimento origina-se das “esferas dominantes da sociedade” (CASTELLS, 2006, p. 54). Aponta a desigualdade e as preocupações delas decorrentes (mas não se debruça). Contudo, o que torna a obra importante – apesar de as críticas que podem ser realizadas no que diz respeito ao “paradigma da informação” – é reconhecer que os avanços tecnológicos são tantos que se difundem por toda a sociedade, influenciando não apenas a esfera da produção, mas, também, a esfera do poder e da experiência, modificando-os sensivelmente (alterando, como consequência, o modo de desenvolvimento). Nesse sentido, Krishan Kumar, como no trecho acima indicado, concorda com Manuel Castells, já que destaca o esvaziamento do espaço público. Tal fato para o direito financeiro é preocupante eis que um dos seus pilares está, justamente, na esfera da discussão pública, na política. Nunca é demais repetir que a atividade financeira do Estado é uma atividade essencialmente política, além, é claro, de jurídica e econômica (como será tratado a

seguir).

Ora, como já mencionado na introdução da presente tese, não há a pretensão de discutir o modo de produção capitalista e em qual paradigma está inserido (eis que seria necessária uma tese para tanto). O presente estudo propõe-se a analisar a securitização e a sua recepção – ou não – pelo ordenamento jurídico do Estado Brasileiro, no âmbito do direito financeiro. Contudo, não há como realizar seu estudo sem compreender o seu contexto. Daí a razão pela qual o presente item demonstrou-se necessário!

A partir da abordagem acima, quais os elementos devem ser destacados para auxiliar a compreensão do instrumento da securitização? Quais os elementos da nova economia – informacional, em rede e global – devem ser utilizados no presente estudo? Como o paradigma da informação pode contribuir?

Três elementos descritos acima são fundamentais para a compreensão da securitização: (i) os avanços tecnológicos e de comunicação (sociedade informacional) permitiram e, atualmente, moldam as relações travadas no âmbito financeiro, eis que permitiram a transação entre agentes pelo simples fato de possuírem interesses convergentes (deficitário e superavitário), sem mais a necessidade do intermediador (trata-se da construção da estrada pela qual o fluxo pode migrar, sem qualquer dificuldade e em questão de milésimos de segundo); (ii) a transação financeira torna-se o norte da economia, a qual é materializada mediante fluxos de capitais, os quais correm, não apenas pelo mercado financeiro, mas nas mais diferentes contas das empresas, uma vez que as próprias unidades de produção deixam de ser locais e passam a ser globais, graças às técnicas de conectividade e coerência e (iii) globalização, marcada pela desregulamentação das atividades econômicas, o que contribuiu para a formação do espaço global de fluxos, marcado pela ausência de fronteiras físicas e abstratas – trata-se um caminho pelo qual capital pode transitar livremente.

Por fim, é certo afirmar que esta revolução tecnológica não é para todos. É, infelizmente, excludente. Manuel Castells, a este respeito, afirma que:

[...] há grandes áreas do mundo e consideráveis segmentos da população que estão desconectados do novo sistema tecnológico (...). Além disso, a velocidade da difusão tecnológica é seletiva tanto social quanto funcionalmente. O fato de países e regiões apresentarem diferenças quanto ao momento oportuno de dotarem seu povo do acesso ao poder da tecnologia representa fonte crucial de desigualdade em nossa sociedade. (CASTELLS, 2006, p. 70)



Ora, como integrar diferentes áreas do mundo? De cidades expoentes estadunidenses a favelas no Brasil? Como integrar países com graus tão distintos de desenvolvimento? Como distribuir renda em uma economia de fluxos, na qual o espaço democrático – se existir – está restrito ao espaço tecnológico resumido em uma tela de computador? E, em especial, como recepcionar instrumentos como a securitização de forma a contribuir, de fato, com a sociedade e não representar apenas um instrumento especulativo, um retrato ou mesmo como motor da financeirização? A regulamentação da securitização, neste contexto, é um desafio.

Em uma de suas últimas obras, Celso Furtado analisou o que denominou de “capitalismo global” a partir da ótica da Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL)<sup>91</sup>. Para citado autor, o “capitalismo global” é marcado por forte atuação do mercado financeiro, bem como de empresas transnacionais, o que levará ao enfraquecimento dos Estados Nacionais<sup>92</sup>. Referido caminho – da globalização<sup>93</sup> – foi imposto ao mundo por meio de um “imperativo tecnológico”<sup>94</sup> e quebrou a relação entre os dois pilares que sustentaram o crescimento econômico ao longo do século XX: (i) inovação técnica e (ii) expansão de mercado<sup>95</sup>. Tal quebra deve-se ao fato de que a expansão do mercado é gravemente atingida,

---

<sup>91</sup>A CEPAL possui como base o pensamento Keynesiano (a respeito, ver nota de rodapé 21). Contudo, aprofundou a sua lógica porque passou a tratar de dois elementos essenciais: (i) dominação e (ii) dependência. Neste sentido: “Uma reflexão sobre o legado que nos deixou a CEPAL deve partir do reconhecimento de que ela constituiu o único esforço de criação de um corpo de pensamento teórico sobre a política econômica surgido na vasta área do planeta que veio a ser referida como Terceiro Mundo. Em primeiro lugar, esta visão global da estrutura da economia mundial a partir da dicotomia centro-periferia, que nos permitiu captar a especificidade do subdesenvolvimento e superar a doutrina rostowiana das etapas do crescimento, a qual ignorava as diferenças qualitativas entre estruturas desenvolvidas e subdesenvolvidas. Em segundo lugar, está a percepção do sistema de poder subjacente à economia mundial, o que permitiu explicar a tendência à degradação dos termos de intercâmbio dos produtos primários internacionais. Trata-se, em verdade, de uma teoria do efeito de dominação, que está na origem da dependência a que se referiram em etapa posterior os economistas latino-americanos” (FURTADO, 1999, p. 25).

<sup>92</sup>Segundo Celso Furtado, “Com o avanço da internacionalização dos circuitos econômicos, financeiros e tecnológicos, debilitam-se os sistemas econômicos nacionais. As atividades estatais tendem a circunscrever-se às áreas sociais e culturais” (FURTADO, 1996, p. 38).

<sup>93</sup>De acordo com Furtado (1999), todos os caminhos convergem para a globalização. Os mercados fundamentais tais como (i) tecnologia, (ii) de serviços financeiros, (iii) meios de comunicação, (iv) bens de consumo em geral, (v) matérias-primas essenciais, todos praticamente atuam na esfera global (FURTADO, 1996, p. 30).

<sup>94</sup>A respeito: “neste fim de século, prevalece a tese de que o processo de globalização dos mercados há de se impor no mundo todo, independente da política que este ou aquele país venha a seguir. Trata-se de um *imperativo tecnológico*, semelhante ao que comandou o processo de industrialização que moldou a sociedade moderna nos dois últimos séculos” (FURTADO, 1999, p. 26).

<sup>95</sup>Sobre a matéria, destaca-se: “o aumento do poder de compra da massa dos trabalhadores desempenhou, portanto, um papel primordial no processo de desenvolvimento, ao qual só foi comparável o da inovação técnica. O dinamismo da economia capitalista derivou, assim, da interação de dois processos: de um lado, a inovação técnica - a qual se traduz em elevação da produtividade e em redução da demanda de mão-de-obra -, de outro, a expansão do mercado - que cresce junto com a massa dos salários. O peso do primeiro desses fatores (inovação técnica) depende da ação dos empresários em seus esforços de maximização de lucros, ao passo que o peso do segundo (expansão do mercado) reflete a pressão das forças sociais que lutam pela elevação dos seus salários” (FURTADO, 1999, p. 29).

uma vez que o proletariado passa a perder poder de compra em razão do aumento da concentração de renda, motivada pela financeirização (FURTADO, 1999, p. 25-40).

É certo que para Celso Furtado o atual período exige uma reformulação do papel do Estado, em especial, na luta pela redução das desigualdades (teoria do subdesenvolvimento<sup>96</sup>). Mas, enfim, diante das inúmeras incógnitas ainda existentes a respeito do chamado “capitalismo global”, Celso Furtado concluiu:

(...) neste fim de século o crescimento econômico passa a ter como contrapartida o nascimento de uma nova forma de organização social que redefine perfil de distribuição de renda. Pode-se enxergar nessa observação simples ameaça ou um desafio. Quando nada, o prenúncio de uma era de incertezas (FURTADO, 1999, p. 27).

A questão fundamental aqui exposta é saber como recepcionar toda a estrutura acima no contexto brasileiro sem aumentar, ainda mais, a desigualdade de renda existente no País. E mais: entender qual é o papel do direito financeiro perante este contexto.

Sabe-se que o fenômeno financeiro<sup>97</sup> possui feições econômicas<sup>98</sup>, jurídicas<sup>99</sup> e

---

<sup>96</sup>Se houver a adoção do paradigma da tecnologia, a questão do subdesenvolvimento acentua-se. Explica-se. De acordo com Celso Furtado: “A conformação social dos países que qualificamos de subdesenvolvidos resultaria da forma particular que neles assumiu a difusão do progresso tecnológico que moldou a civilização contemporânea. (...) As novas técnicas produtivas também tenderam a universalizar-se, particularmente, em setores subsidiários do comércio internacional, como os meios de transporte. Mas, no que concerne às atividades diretamente produtivas, foi lenta a difusão de novas técnicas. Isso deu origem a diferenças qualitativas entre as estruturas econômicas e sociais dos países em que a acumulação e o progresso nas técnicas produtivas avançavam conjuntamente e as daqueles países em que esses avanços privilegiara, o vetor da acumulação em obras improdutivas e bens duráveis de consumo, em geral, importados. (...) Essas reflexões me levaram à convicção de que a permanência do subdesenvolvimento se deve à ação de fatores de natureza cultural. A adoção pelas classes dominantes dos padrões de consumo dos países de níveis de acumulação muito superiores aos nossos explica a elevada concentração de renda, a persistência da heterogeneidade social e a forma de inserção no comércio internacional” (FURTADO, 1999, p. 60).

<sup>97</sup>Por fenômeno financeiro, segundo Antônio de Souza Franco, compreende-se: “afecção de bens susceptíveis de aplicação alternativa à satisfação de necessidades públicas, tendo uma natureza multifacetada” (FRANCO, 1998, p. 28).

<sup>98</sup>A feição econômica do fenômeno financeiro relaciona-se à “simples razão de que respeita à obtenção ou ao emprego de meios econômicos. Trata-se de fenômeno de produção, redistribuição, ou de consumo. Quando o Estado cria bens, situamo-nos no plano de produção; quando cobra impostos, no da redistribuição, quando realiza gastos não produtivos no consumo” (FRANCO, 1998, p. 32).

<sup>99</sup>De acordo com Antônio de Sousa Franco, “O fenômeno financeiro integra-se num complexo social, não podendo deixar de ser subordinado aos princípios jurídicos que regem a comunidade, e muito particularmente àqueles que respeitam à delimitação dos sectores públicos e privados. (...) As normas que regulam a actividade financeira situam-se em dois planos fundamentais: 1º – No plano da organização e funcionamento da máquina financeira que tem a seu cargo todo o processo de satisfação das necessidades públicas (...). 2º – No plano das relações financeiras entre o Estado e outras entidades, incluindo particulares, onde se situam os domínios relacionados com a regulamentação de processos através dos quais o Estado (nas suas múltiplas manifestações) obtém os meios necessários ao financiamento das necessidades públicas, e que são, essencialmente, resultado de uma preocupação no sentido de garantir aos particulares a defesa dos seus direitos e interesses contra eventuais



políticas<sup>100</sup>. Em outras palavras: o fenômeno financeiro “desenrola-se numa sociedade politicamente organizada, encontra-se enquadrado por determinadas normas jurídicas e implica necessariamente um processo de *afecção* dos recursos produtivos” (SOUSA, 1996, p. 28). Logo, portanto, questiona-se como o fenômeno financeiro será moldado no contexto desta nova economia: informacional, global e em rede, marcada pelo forte desenvolvimento do mercado financeiro (financeirização).

Daí o desafio do direito financeiro e a importância de estudar e debater, no âmbito jurídico, temas como o ora proposto<sup>101</sup>. A securitização, negócio jurídico que é, fruto desta economia informacional, em rede e global, deve ser guiada pelos princípios do Estado brasileiro de forma a não ser mais um instrumento motor da financeirização. Deve, em verdade, ser utilizado de forma a racionalizar o uso dos recursos públicos (e aqui trabalhando com a noção de “*managed money*” – que será tratado no item 1.3), propiciando ao Estado sustentabilidade<sup>102</sup>, de forma a atingir seus fins, os quais, por sua vez, foram politicamente definidos.

## **1.2 O endividamento público, na década de 1970, e o início da financeirização: a participação ativa dos Estados na construção do capitalismo financeirizado.**

Não há dúvidas que a financeirização está intimamente relacionada com aspectos da denominada “economia global” e que a securitização, motor desta nova estrutura, representa o fruto dos avanços tecnológicos e de comunicação ocorridos, em especial, na década de 1970, abusos do Estado”.(FRANCO, 1998, p. 37)

<sup>100</sup>Antônio de Sousa Franco esclarece que: “o fenômeno financeiro pressupõe um processo socialmente organizado e, em regra, coactivo na interpretação, hierarquização e satisfação das necessidades públicas. Trata-se assim, de um fenômeno que é, na sua base, social, na medida em que pressupõe a existência de uma sociedade e a sua organização em comunidade política, com a diferenciação entre governados e governantes e o exercício do poder político por estes” (FRANCO, 1996, p. 28-29).

<sup>101</sup>Como destaca Fernando Facury Scaff: “Por trás dessa definição, bem como de todo o Direito, está o homem, pois o Direito foi criado para servir ao homem em seus propósitos de viver em sociedade e regular as condutas. Os institutos jurídicos não teriam nenhuma importância se não tivessem por função regular condutas humanas em proveito da convivência harmônica em sociedade. É o que ocorre com o direito financeiro, por certo. Todo o aparato de normas complexas que regula a atividade financeira do Estado visa estabelecer um modo de convivência social que regule como os recursos privados são transformados em recursos públicos, e como são usados em proveito da sociedade. Um dos principais valores referidos nesta área do Direito é o princípio republicano, que trata de isonomia sob vários aspectos, dentre eles no uso dos recursos e bens públicos, na abolição de privilégios, na sujeição de todos a um mesmo conjunto de normas e na busca incessante do interesse público. Tudo isso para servir ao homem em seu propósito de liberdade individual e coletiva” (SCAFF, 2014, p. 37).

<sup>102</sup>Ver nota 23.

como já demonstrado. O que se questiona, aqui, contudo, é outro ponto: o Estado, de alguma forma, contribuiu para a formatação da nova economia, influenciando as características do atual modo de produção capitalista? Em outras palavras: o Estado participou, de alguma forma, do processo do capital financeiro (leia-se mercado financeiro) em detrimento do capital produtivo (processo de financeirização)?

Quatro períodos históricos recentes serão abordados na presente tese. Os três primeiros, com fundamento na obra coletiva organizada por François Chesnais (1996)<sup>103</sup>. O último será mencionado no item 1.4, quando será tratado o tópico das origens da securitização<sup>104</sup>.

François Chesnais esclarece que a mundialização financeira ocorreu em três etapas: (i) a primeira remonta à década de 1960 e encerra-se no ano de 1979, período marcado pela “internacionalização financeira indireta dos sistemas nacionais fechados e evolução dos Estados Unidos em direção às finanças de mercado”; (ii) a segunda compreende os anos de 1980-1985, caracterizados pela “passagem simultânea para as finanças de mercado e para a interligação dos sistemas nacionais para a liberalização financeira” e, por fim; (iii) a última inicia-se no ano de 1986 e alastra-se até 1995, e foi marcada pela “acentuação da interligação, extensão da arbitragem e incorporação dos ‘mercados emergentes’ do terceiro mundo” (CHESNAIS, 1996, p. 24).

Para compreender o primeiro período (1960-1979)<sup>105</sup>, torna-se necessário voltar aos anos de 1950. Na referida década, foi injetada, na Europa, uma quantidade expressiva de recursos<sup>106</sup>, seja por parte da iniciativa privada estadunidense, com o intuito de buscar novos

<sup>103</sup>Do ponto de vista teórico, François Chesnais, ao longo do seu texto, demonstra os fundamentos marxista, ou seja, não acolhe o paradigma da informação. Contudo, em todas as suas passagens, não deixa de reconhecer inúmeras características do referido paradigma, relacionados, em especial, aos avanços tecnológicos e de comunicação, como as indicadas no item anterior (1.1). Destaca-se tal posicionamento porque é importante compreender que não há como afastar-se deste novo contexto tecnológico.

<sup>104</sup>A quarta etapa tratada em item próprio (1.4) refere-se à primeira década do atual século (e que ocorreu após a publicação da obra coletiva).

<sup>105</sup>Os fatos históricos enumerados por François Chesnais são: “formação nos Estados Unidos de mercados de títulos de crédito (papéis de caixa) utilizados principalmente pelos bancos. Formação dos mercados de eurodólares como em *offshore*. Desagregação e liquidação do sistema de *Bretton Woods* (1966-1971). Fim do enquadramento do crédito no Reino-Unido (1971). Passagem aos câmbios flexíveis (1973) e início do crescimento dos mercados de câmbio. Falência do Banco Herstatt, início dos trabalhos referentes à normatização do BIS. Expansão acelerada do mercado de eurodólares, reciclagem dos petrodólares, empréstimos bancários, tomados de consórcios. Internacionalização acelerada dos bancos americanos (compreendidos, aí, sob forma de empréstimos não sindicais e de créditos internacionais). Início do endividamento do Terceiro Mundo. Surgimento de mercados derivados (futuros e de opções) sobre as moedas e as taxas de juros” (CHESNAIS, 1996, p. 24).

<sup>106</sup>Giovanni Arrighi, por um lado, salienta que as empresas não possuíam recursos para a expansão. Isto porque:

mercados, seja por parte do próprio Estado (interesses geopolíticos, materializados pelo Plano Marshall ou mesmo na disputa militar em razão da Guerra Fria<sup>107</sup>). Nota-se aqui a diferença com a visão de Manuel Castells descrita no item 1.1<sup>108</sup>.

A importância do Plano Marshall é evidente, eis que reiniciou a reconstrução da Europa Ocidental à imagem norte-americana e contribuiu indiretamente para a expansão material do capitalismo. Contudo, seus recursos não foram suficientes. De fato, o aumento da liquidez mundial ocorreu de forma mais abrangente quando houve o fortalecimento das políticas de rearmamento, relacionadas à Guerra Fria<sup>109</sup>.

Durante referido período, as empresas americanas auferiram lucros elevados em razão da sua expansão<sup>110</sup>, eis que possuíam vantagens concorrenciais relacionadas aos insumos e ao mercado consumidor<sup>111</sup>. Mas, não era só. Em verdade, tais vantagens decorriam, também, da

---

“nenhuma isenção fiscal, esquema de seguros ou garantia cambial era suficiente para superar a assimetria fundamental entre a coesão e a riqueza do mercado interno norte-americano e a fragmentação e a pobreza dos mercados externos” (ARRIGHI, 1996, p. 305).

<sup>107</sup> Giovanni Arrighi esclarece que a criação da Guerra Fria foi a responsável pela expansão da liquidez (até então concentrada nos Estados Unidos da América) para a Europa e Ásia. O medo da União das Repúblicas Socialistas Soviéticas contribuiu para a atuação norte-americana na Europa. Nas palavras de Giovanni Arrighi: “(...) Truman reduziu a visão de Roosevelt de um *new deal global* a uma realidade efetivamente muito inferior. Mas, ao menos, tornou-a exequível” (ARRIGHI, 1996, p. 305).

<sup>108</sup> Ora, para Manuel Castells, o foco a ser analisado refere-se tão somente aos avanços tecnológicos no Vale do Silício. Daí porque sustenta-se a existência de uma lacuna no pensamento ali descrito.

<sup>109</sup> Para Giovanni Arrighi: “A ajuda militar a governos estrangeiros e os gastos militares diretos dos Estados Unidos no exterior – ambos os quais aumentaram constantemente entre 1950 e 1958, e novamente entre 1964 e 1973 – forneceram à economia mundial toda a liquidez de que ela precisava para se expandir. E, com o governo norte-americano agindo como um banco central mundial extremamente permissivo, o comércio e a produção mundiais se expandiram, de fato, numa velocidade sem precedentes” (ARRIGHI, 1996, p. 307).

<sup>110</sup> A estrutura comercial da Grã-Bretanha tinha como foco a expansão (extrovertida) ao passo que a estrutura comercial americana, do século XX, era autocentrada, ou seja, todo setor produtivo, produtores, consumidores, capital e trabalhadores estavam localizados na realidade nacional. A racionalidade do modelo britânico residia no fato de que: “a especialização flexível e a racionalidade pecuniária do capitalismo de mercado britânico foram expressões das funções imperiais e de entreposto do Estado britânico. A lucratividade das unidades componentes do sistema dependia fortemente de elas serem abastecidas pelo mundo inteiro, de modo a abastecer o mundo inteiro novamente, e também do controle político de um império territorial que fornecia os meios – a liquidez, os mercados ou os insumos materiais, conforme o caso – necessários para manter o mundo vinculado ao entreposto britânico. Na medida em que a intermediação comercial e financeira mundial, escorada nos tributos imperiais, era tão ou mais lucrativa do que a produção industrial, a emergência de novos centros industriais não impunha, em si mesma, nenhuma ameaça à comunidade empresarial britânica como um todo” (ARRIGHI, 1996, p. 290-294).

<sup>111</sup> Na época, tanto o governo como o empresariado norte-americano eram protecionistas (o que separava as empresas do capital financeiro, o qual tinha como objetivo a integração mundial) e o trabalho em conjunto dos agentes levou a superação do modelo britânico de expansão. Segundo Giovanni Arrighi “o agente principal e dominante dessa superação não foi o capitalismo financeiro como tal, em nenhuma de suas variantes, mas o capitalismo de corporações que emergiu nos Estados Unidos através da formação de empresas com diversas unidades, dotadas de integração vertical e administração burocrática. Uma vez que essas empresas se consolidaram no espaço econômico amplo, diversificado, autossuficiente, dinâmico e bem protegido que o Estado norte-americano abrangia, elas passaram a desfrutar de vantagens competitivas decisivas na economia mundial como um todo, tanto em relação ao capitalismo de mercado de estilo britânico quanto ao capitalismo de corporações de estilo alemão” (ARRIGHI, 1996, p. 303).

integração vertical dos subprocessos de produção e troca (trata-se da denominada “concentração vertical”<sup>112</sup>, o que, com o passar dos anos, em especial, na década de 1980, como demonstrado no item anterior, foi substituída pela empresa horizontal e em rede).

Ao longo da década de 1960, contudo, após a reconstrução do continente, as empresas europeias passaram a concorrer diretamente com as americanas. Os países europeus, a partir de investimento estatal e da reorganização das antigas colônias, passaram a conquistar novos mercados (ARRIGHI, 1996, p. 314-315). Em tal contexto, os lucros das empresas estadunidenses reduziram, o que fez com que buscassem outros caminhos para o seu capital. Nesse sentido, inclusive, Giovanni Arrighi esclarece que:

“[...] a fase de expansão material das décadas de 1950 e 1960 assemelhou-se a todas as outras em um aspecto fundamental: seu próprio desdobramento resultou numa grande intensificação das pressões competitivas sobre toda e qualquer organização governamental e empresarial da economia mundial capitalista e numa consequente retirada maciça do capital monetário do comércio e da produção” (ARRIGHI, 1996, p. 308).

Mas além da expansão material do capitalismo acima mencionada, vale salientar que referido período histórico foi marcado por mais duas características fundamentais: (i) separação entre o sistema monetário<sup>113</sup> e o financeiro e (ii) a “internacionalização financeira

---

<sup>112</sup> De acordo com Giovanni Arrighi, há uma grande diferença na expansão das empresas americanas nas décadas de 1950 e 1960, da expansão das companhias de comércio e navegação do século XIX. Em primeiro lugar, porque a Grã-Bretanha exercia um papel de “economia líder”. Já os Estados Unidos da América, quando da sua ascensão, representavam uma “economia dominante”. O modelo de “economia líder” era materializado pela atuação econômica mundial, eis que as estruturas das empresas britânicas eram (i) extrovertidas, (ii) descentralizadas e (iii) diferenciadas. O que isso significa? Este modelo de crescimento econômico do século XIX era representado pelo fato de que a Grã-Bretanha estabeleceu laços de complementaridade com as suas colônias e com países estrangeiros. Nunca houve um processo de integralização vertical ao longo do século XIX na Grã-Bretanha. Já o modelo dos EUA é completamente distinto eis que autocentrado na economia nacional. O que isso quer dizer? Houve um “processo de internalização do mercado mundial, no âmbito organizacional de corporações empresariais gigantes, enquanto as atividades econômicas nos Estados Unidos continuaram organicamente integradas numa realidade nacional única” (ARRIGHI, 1996, p. 280). Destaca-se que o início de desenvolvimento industrial norte-americano decorreu de um longo processo cuja base está, justamente, no modelo da Grã-Bretanha que permitiu ali o desenvolvimento industrial. As empresas, nos EUA, desenvolveram estruturas verticais, altamente burocratizadas ao passo que a Grã-Bretanha continuou com uma leva de empresas de pequeno e médio porte. E mais: trata-se de um conjunto de empresas altamente especializadas, unidas por transações comerciais (ARRIGHI, 1996, p. 290-292).

<sup>113</sup> O sistema monetário é complexo e há muita discussão a respeito ou não da sua regulamentação. Robert Guttmann esclarece que toda confusão se deve ao fato de a moeda ser uma instituição social complexa, sujeita a mudanças históricas. A razão é simples: porque a moeda contém em si uma “dualidade”. Isto porque a moeda por um lado: “é incontestavelmente um bem público, cuja circulação sem obstáculos e valor estável proporcionam importantes vantagens sociais, das quais ninguém deveria ser espoliado. Por outro, a moeda sempre possui as características inerentes a uma mercadoria privada. No presente caso, a maioria das formas pelas quais as moedas se manifestam atualmente (por exemplo, os cheques) é emitida por bancos comerciais por ocasião de

limitada”. A (i) separação entre os sistemas financeiros e monetários ocorreu graças à Convenção de *Bretton Woods*, celebrada em 1949. Já a (ii) “internacionalização financeira limitada” atrelava-se à construção da “*City of London*”, como praça financeira do mercado das eurodivisas, marcada pela presença das “*offshores*”, as quais, por sua vez, foram criadas não só com o aval das autoridades britânicas, mas, sobretudo, com a participação de inúmeros Estados (CHESNAIS, 1996, p. 23) – em que pese representarem típicos elementos de quadros desregulamentados.

Por meio do acordo de *Bretton Woods*<sup>114</sup>, celebrado logo após a II Guerra Mundial, cravou-se os pilares de um novo sistema monetário mundial<sup>115</sup>, marcado por um novo modo de gerenciar a moeda<sup>116</sup>, neste caso, fortalecendo ainda mais o papel dos Estados<sup>117</sup>. A estruturação do comércio mundial organizou-se a partir de moedas nacionais que conversavam entre si por meio de uma paridade qualificada como “fixa” (ainda que “*ajustável*”), o que permitia um controle, por parte dos Estados Soberanos, no tocante aos fluxos financeiros internos e internacionais<sup>118</sup>. Tratava-se de uma fronteira, de um obstáculo, ainda que abstrato.

Um ponto deve ser aqui mencionado: quando se afirma um novo modo de gerenciar

---

operações de empréstimo, e, portanto, está sujeita aos objetivos de lucro desses bancos. Os bancos então têm que fazer opções entre rentabilidade e segurança, ao que tendem resolutamente a responder de forma cíclica” (GUTTMANN, 1998, p. 63).

<sup>114</sup> A respeito da introdução do regime de taxa cambial fixa, Otávio Yasbek esclarece que logo após a II Guerra Mundial, houve a elaboração de mecanismos para a criação de um mercado global. Sendo assim, em 1944, o acordo de *Bretton Woods* fundava-se “sobre o estabelecimento de paridades fixas (ou quase fixas) para as moedas nacionais, o estabelecimento de controles cambiais (controles sobre os fluxos financeiros internacionais) e a criação de entidades como o Fundo Monetário Internacional (FMI), a quem incumbiria monitorar as políticas econômicas nacionais e provar liquidez em determinadas situações, e o Banco Mundial” (YASBEK, 2007, p. 67).

<sup>115</sup> Giovanni Arrighi esclarece que: “No fim da Segunda Guerra Mundial, já estavam estabelecidos os principais contornos desse novo sistema monetário mundial: em *Bretton Woods* foram estabelecidas as bases do novo sistema monetário mundial; em Hiroshima e Nagasaki, novos meios de violência haviam demonstrado quais seriam os alicerces militares da nova ordem; em São Francisco, novas normas e regras para a legitimação da gestão do Estado e da guerra tinham sido explicitadas na Carta das Nações Unidas” (ARRIGHI, 1996, p. 283).

<sup>116</sup> Segundo Giovanni Arrighi: “(...) o sistema monetário mundial criado em *Bretton Woods* foi muito mais que um conjunto de acordos técnicos com vistas a estabilizar paridades entre algumas moedas seletas e a ancorar o conjunto dessas paridades nos custos de produção, através de uma taxa de câmbio fixa entre dólar americano e ouro. Se isso fosse tudo, o novo regime monetário teria simplesmente restabelecido o antigo padrão ouro internacional do fim do século XIX e início do século XX, com o dólar e o Sistema de Reserva Federal assumindo o papel da libra e do banco da Inglaterra” (ARRIGHI, 1996, p. 287).

<sup>117</sup> Até *Bretton Woods* “o dinheiro existente no mundo, portanto, era um subproduto de atividades com fins lucrativos”, eis que “em todos os sistemas monetários mundiais anteriores - inclusive o britânico -, os circuitos e redes de altas finanças tinham sido firmemente controlados por banqueiros e financistas privados, que os organizavam e administravam para obter lucros” (ARRIGHI, 1996, p. 287).

<sup>118</sup> Giovanni Arrighi destaca o FMI, Banco Mundial e Sistema de Reserva Federal Norte-Americano (ARRIGHI, 1996, p. 287). E mais: Suzanne de Brunhoff esclarece que: “O regime de *Bretton Woods* conciliava um princípio de regulação monetária internacional com as políticas monetárias nacionais” (BRUNHOFF, 1998, 49).

moeda<sup>119</sup> refere-se ao modelo construído nas reformas introduzidas pelo *New Deal*<sup>120</sup>. Referida política pública introduziu um modelo mais flexível de produção de moedas, baseadas, em especial, na denominada “moeda de crédito”, a qual, diga-se de passagem, tornou-se um dos pilares do fordismo. Neste modelo, a emissão de moedas ocorria de duas formas distintas: (i) ou pelo Estado, seja pela emissão do papel-moeda, seja por meio dos bancos centrais, que alimentavam os bancos comerciais com moeda fiduciária garantida pela reserva dos bancos, ou (ii) pelos bancos privados a partir da técnica de “fracionamento da reserva bancária”<sup>121</sup>, a qual criava dinheiro novo, sob forma de novos depósitos. Tratava-se de uma técnica de regulação endógena que tentava equalizar o lado público e privado da moeda, eis que garantia à moeda um caráter elástico que permitia atender as necessidades de todos os agentes econômicos - liquidez de recursos ao mercado sob a forma de crédito (GUTTMANN, 1996, p. 64).

Neste período, o padrão ouro<sup>122</sup> foi abandonado, adotando-se o “padrão-dólar”. Sendo assim, E.U.A. comprometeram-se, desde a II Guerra Mundial, a lastrear o valor da sua moeda em ouro, definindo um preço fixo para o material<sup>123</sup>. É necessário destacar que, em 1947, as reservas estadunidenses de ouro equivaliam a 70% do total mundial (ARRIGHI, 1996, p.

<sup>119</sup> Paul Krugman, Martha Olney e Robin Wells esclarecem que: “moeda é qualquer ativo que pode ser usado facilmente para comprar bens e serviços. Um ativo é líquido quando ele pode ser facilmente convertido em dinheiro vivo. Moeda consiste no próprio dinheiro vivo, que é líquido por definição (...). A moeda desempenha três papéis principais na moderna economia: é meio de troca, reserva de valor e unidade de conta. MEIO DE TROCA. (...) um ativo que os indivíduos usam para trocar bens e serviços e não para o consumo. (...) RESERVA DE VALOR. A fim de atuar como meio de troca, a moeda tem de ser também uma reserva de valor, uma maneira de guardar poder de compra ao longo do tempo. (...) UNIDADE DE CONTA. Finalmente, o dinheiro normalmente serve como unidade de conta, uma medida que os indivíduos usam para fixar preços e fazer cálculos econômicos” (KRUGMAN, OLNEY e WELLS, 2010, p. 392-393).

<sup>120</sup> Segundo Robert Guttman, o *new deal* americano, no tocante à reforma monetária, dizia respeito aos seguintes atos: “*Emergency Banking Act de 1933; o Glass-Steogali Banking Act, de 1933; o Security Act de 1933, o Gold Reserv Act de 1934; o Securities Exchange Act de 1934 e os Banking Acts de 1935*” (GUTTMANN, 1996, p. 64).

<sup>121</sup> Robert Guttman explica que o fracionamento da reserva bancária caracteriza-se pelo fato de que “os bancos comerciais iriam atrair depósitos, deixando de lado uma parte (reserva obrigatória) para atender a retiradas, e emprestando o restante (reservas excedentes). Essas operações de empréstimo criavam dinheiro novo, fornecendo recursos aos tomadores de empréstimos, sob forma de novos depósitos” (GUTTMANN, 1996, p. 64).

<sup>122</sup> O regime de padrão-ouro foi adotado ao longo de 1880-1914. É considerado o mais estável em relação à taxa de câmbio. Contudo, vale salientar que independente do padrão ouro, à época, a libra esterlina tinha grande importância perante o mercado internacional. Muitas vezes, inclusive, era adotado como padrão de unidade comercial. O Banco da Inglaterra foi o precursor em centralizar as suas reservas em ouro (BRUNHOFF, 1996, p. 46-48).

<sup>123</sup> Trata-se do padrão adotado ao longo do século XIX. Diferente do modelo atual, as notas, em verdade, eram emitidas por bancos particulares, os quais prometiam trocá-las por ouro ou prata, sempre que solicitado. Em outros termos: o papel moeda era garantido por uma mercadoria, mercadoria valiosa (KRUGMAN; OLNEY; WELLS, 2010, p. 393).



284) Este regime monetário de metas cambiais<sup>124</sup> foi vigente ao longo do período compreendido entre os anos de 1946 e 1971 e caracterizava-se pelo dólar estadunidense ser convertido em ouro<sup>125</sup> e as demais moedas do mundo serem convertidas em dólares estadunidenses.

Como já mencionado, o modelo adotado em *Bretton Woods* era o sistema de câmbio fixo (ajustável), o qual caracterizava-se pelo controle parcial do Estado, em especial, quando ocorria o desequilíbrio estrutural do balanço de pagamentos<sup>126</sup>, o que permitia ao ente estatal desvalorizar a sua moeda frente o dólar norte-americano - o sistema era controlado pelo FMI (MODENESI, 2005, p. 5-6). É importante deixar claro que referido sistema possuía uma série de contradições, em especial, em decorrência do papel central exercido pelos E.U.A.<sup>127</sup>.

<sup>124</sup> Sobre os regimes monetários de metas cambiais, é importante consignar que existem três formas básicas. A respeito da matéria, destaca-se os ensinamentos de André de Melo Modenesi: “O regime monetário de metas cambiais pode assumir, basicamente, três formas: (i) a fixação do valor da moeda doméstica em relação ao de uma *commodity*; (ii) a fixação do valor da moeda doméstica em relação à moeda de um país com inflação reduzida; e (iii) o uso de algum tipo de regra ou estratégia que vincule, em algum grau, a evolução do valor da moeda do país ao valor de uma moeda estável. No primeiro caso, trata-se da principal característica do chamado padrão-ouro clássico, regime monetário vigente nos anos de 1880 a 1914 – que consagrou o princípio da conversibilidade em ouro – segundo o qual as moedas, ao terem um valor fixo em relação ao metal, apresentam entre elas uma relação fixa de intercâmbio. A segunda forma desse regime monetário consiste na fixação do valor da moeda doméstica em relação à moeda de um país com histórico de baixa inflação. Refere-se ao chamado regime do padrão ouro-dólar (ou sistema de *Bretton Woods*) que vigorou entre 1946-1971. Nesse caso, o dólar norte-americano era conversível em ouro e havia uma paridade fixa entre as demais moedas e o dólar. (...) A terceira forma do regime monetário de metas cambiais – a estratégia de vinculação da evolução do valor da moeda doméstica ao valor de uma moeda estável – vem sendo adotada em diversos países desde o final do século XX. Nesse caso, estabelece-se uma âncora nominal para os preços internos mais flexível do que nas outras variantes desse regime, subordinando a inflação doméstica à taxa de variação de preços do país-âncora, isto é, o país com inflação reduzida. Entretanto, cabe ressaltar que não se determina uma taxa de câmbio fixa entre a moeda doméstica e a moeda mais estável (ou o ouro), como nos dois primeiros casos. Esse regime monetário também pode assumir uma forma extrema, que se baseia na substituição da moeda de um país com alta inflação crônica (ou hiperinflação) pela moeda de um país com preços historicamente estáveis. É a chamada dolarização plena, adotada em economias que utilizam notadamente o dólar norte-americano como moeda (isto é, esses países abrem mão de possuir uma moeda nacional)” (MODENESI, 2005, p. 2-3).

<sup>125</sup> Antônio José Avelãs Nunes esclarece que: “Em agosto de 1971, os EUA romperam unilateralmente o compromisso assumido em *Bretton Woods* de garantir a conversão do dólar em ouro à paridade de 35 dólares por ‘onça troy de ouro’. Daqui resultou a adoção do sistema de câmbios flutuantes (uma velha reivindicação dos monetaristas), primeiro entre os EUA e seus parceiros comerciais, e logo de imediato aplicado em todo mundo” (NUNES, 2007, p. 591).

<sup>126</sup> É necessário compreender que quando se fala em “taxa de câmbio nominal” quer-se dizer “valor de uma unidade de moeda estrangeira”. Trata-se de um preço. A depender deste preço, o Estado pode sofrer consequências na sua balança comercial, em especial, nos preços de seus produtos e no aquecimento de sua economia. Sendo assim, por exemplo, quando há um *déficit* na balança de pagamentos, ou seja, há mais exportações do que importações (afetando a balança comercial), o Estado pode trabalhar para desvalorizar a moeda frente ao dólar, tornando os produtos brasileiros mais competitivos para as exportações e os produtos importados mais caros, o que contribui para o desenvolvimento econômico. Para que ocorra a desvalorização da moeda nacional frente ao dólar, o Banco Central age de forma a comprar reservas, absorvendo o excesso de oferta da moeda estrangeira. Por outro lado, pode ocorrer a valorização da moeda doméstica. Neste momento, as exportações tornam-se mais caras e a importação mais barata, o que pode gerar impactos negativos na balança comercial. Neste caso, a taxa de câmbio pode diminuir. Nestas hipóteses, o Banco Central pode vender reservas, suprindo o excesso de demanda (MODENESI, 2005, p. 5-6).

<sup>127</sup> Suzanne de Brunhoff esclarece que: “(...) esse sistema tinha muitas contradições: papel do dólar, moeda

No ano de 1954, o regime de *Bretton Woods* passou a ser questionado. Isto porque o mercado de especulação de ouro foi reaberto em Londres. A partir deste momento, iniciou-se uma tentativa de aumentar o preço oficial do ouro para 35 dólares a *onça troy*. Tal fato ameaçava o questionamento do papel do padrão-dólar. Houve, nos anos entre 1960 e 1961, uma tentativa de realizar um “*pool*” do ouro. Sete países reuniram-se para suprir o mercado livre. Contudo, tal ideia não logrou êxito em razão da divergência entre os países-membros (BRUNHOFF, 1996, p. 49-50). Mas, um ponto era certo: iniciava-se o enfraquecimento do *Bretton Woods*.

A década de 1960, por outro lado, foi marcada pela “internacionalização financeira limitada”. Com o intuito de obter uma expansão<sup>128</sup>, ou seja, uma extensão de crédito além do montante de depósitos controlados pelo Estado<sup>129</sup>, os bancos privados começaram a emitir nacional como padrão internacional; restauração dos mercados capitalistas sem livre movimentação de capitais; rivalidades entre as grandes potências capitalistas, passando também para a rivalidade entre as suas moedas. Foram essas contradições, inicialmente contidas, que suscitaram a erosão do regime durante a ‘idade de ouro’ de crescimento no pós-guerra, e o fizeram explodir” (BRUNHOFF, 1998, p. 49).

<sup>128</sup> Robert Guttman ensina que a extensão relacionava-se com a crise econômica que se iniciava nos Estados Unidos. Assim mencionou: “a estagnação dos salários e dos lucros estimulou os produtores a compensarem, recorrendo mais a empréstimos, o que faltava em termos de rendimentos. Os próprios bancos norte-americanos foram responsáveis pelo aumento do financiamento por endividamento, ao criarem, no começo da década de 1960, vários instrumentos monetários de curto prazo (por exemplo, fundos comerciais, contratos de venda, certificados de depósito negociáveis, eurodólares), a fim de aumentar a capacidade de concessão de crédito, para além do nível obrigatório dos depósitos controlados pelo Estado. Mas a crescente dependência dos industriais e consumidores em relação ao refinanciamento das dívidas, num período de queda dos rendimentos, necessariamente tinha de pesar nos balanços dos bancos, acarretando problemas no serviço da dívida” (GUTTMANN, 1996, p. 66).

<sup>129</sup> Os Bancos possuem importante papel monetário. Para compreender, contudo, há de se entender o conceito de “agregado monetário”. Krugman, Olney e Wells (2010, p. 398) explicam que “agregado monetário” é a “medida geral da oferta de moeda. Os agregados monetários mais comuns são M1, que inclui moeda em circulação, *travellers check* e depósitos em conta-corrente; e M2 constituído de M1 mais quase-moeda”. Por outro lado, quase-moeda deve ser compreendido como “um ativo financeiro que não pode ser usado diretamente como meio de troca, mas que pode ser rapidamente convertido em dinheiro vivo ou depósito em conta corrente” (KRUGMAN; OLNEY; WELLS, 2010, p. 398). Há ainda um terceiro agregado – M3. Neste grupo estão ~~são~~ os ativos que estão distantes da quase-moeda. Tratam-se de ativos que são um pouco mais difíceis de converter em dinheiro vivo. Depósitos que, por exemplo, possuem multas para o levantamento. M1 demonstra a liquidez da moeda, eis que está em plena circulação. São as cédulas–emitidas pelos Estados. M2 e M3, por sua vez, correspondem a uma noção mais ampla de oferta monetária. Isto porque os bancos são intermediadores financeiros. E o que eles fazem? Nos termos de Paul Krugman, Martha Olney e Robin Wells, o banco, como intermediário financeiro que é, “usa ativos líquidos na forma de depósitos bancários para financiar investimentos ilíquidos de tomadores de empréstimos”. Daí porque afirma-se que o banco pode criar liquidez, pois ele não é obrigado a segurar todos os valores nele depositados. Os bancos são obrigados a deter apenas um coeficiente de reserva (uma porcentagem do total de depósitos nele existentes, o qual ficará retido. Esta reserva é denominada de “reserva compulsória”, que é fixada pelo Banco Central. Logo, é possível afirmar que: “se os bancos não existissem, a quantidade de moeda em circulação seria igual à oferta monetária. E como nos Estados Unidos (e praticamente o mundo inteiro) toda a moeda em circulação (...) é emitida pelos governos, a oferta monetária seria determinada diretamente por quem controla a cunhagem e as impressões. Mas os bancos existem e eles afetam a oferta de moeda de duas maneiras. Primeiro, retiram alguma moeda de circulação: os dólares parados nos cofres dos bancos, diferentemente dos que estão nas carteiras das pessoas, não são considerados parte da



títulos de dívida (certificados de depósito) – capital fictício (GUTTMANN, 1996, p. 69). Ocorre, contudo, que tal fenômeno começou a se alastrar pela Europa, pois inúmeros bancos que ali trabalhavam, começaram a receber um capital excedente que tinha duas origens distintas: a primeira dizia respeito aos denominados “petrodólares” e a segunda ao mercado de “eurodólares”. Os “petrodólares” e os “eurodólares” formaram o mercado das “eurodivisas”, na praça denominada “*City of London*”. Tais conceitos serão a seguir explicados.

A busca contínua por insumos fez com que o capital excedente se deslocasse da Europa e dos Estados Unidos para os países detentores de reservas de petróleo. Ocorre que apenas parte deste dinheiro era aplicada em atividade produtiva. O restante era repassado para os bancos, que o investia em “eurodivisas”<sup>130</sup> - eis o bom retorno do investimento (eram os chamados “petrodólares”).

Por outro lado, ao longo da década de 1950, como resultado da Guerra Fria, um mercado de depósitos em dólar surgiu na Europa financiado por países comunistas. Isto ocorria porque referidos países precisavam manter saldos em dólares para realizar o comércio com o Ocidente, mas não podiam correr o risco de depositar valores em bancos americanos, pois tinham medo que o governo confiscasse. Tratava-se dos eurodólares.

Petrodólares e eurodólares eram depositados, em especial, em Londres (*City of London*). Logo, os bancos londrinos perceberam as vantagens de guardar esses fundos sob a forma que se tornou conhecida como eurodivisas (ARRIGHI, 1996, p. 310-311). Destaca-se que neste momento houve uma criação jurídica sem precedentes com a introdução, pelo Banco de Londres, de um espaço abstrato, sobre o qual, em tese, não teria jurisdição<sup>131</sup>. Este

---

oferta monetária. Segundo, e mais importante, é que os bancos, oferecerem depósitos, criam moeda, permitindo que a oferta monetária seja maior que a quantidade de moeda em circulação. (...) Eles criam moeda concedendo empréstimos com suas reservas excedentes. O que limita a quantidade de moeda que os bancos podem criar? A taxa de reserva compulsória” (KRUGMAN, OLNEY; WELLS, 2010, p. 398).

<sup>130</sup>Otávio Yasbek esclarece que o mercado de eurodivisas ou melhor, o euromercado, surge como uma fuga das restrições criadas pela Convenção de *Bretton Woods*. Este novo mercado surgiu com a criação do “*euromercado*”, expressão que “designava os depósitos denominados em dólares norte-americanos em bancos europeus. Trata-se, na verdade, de um hábil mecanismo de escrituração – o banco europeu dispunha de dólares em um banco nos Estados Unidos e, internamente, registrava a posição em nome de seus clientes. Com isso, eram atendidas diversas necessidades, havendo-se permitido desde a criação de reservas internacionais (uma vez que países comunistas tinham receio de depositar suas reservas nos Estados Unidos e que, não raro, mesmo empresas norte-americanas podiam ter restrições para remeter divisas, em políticas internas mais restritivas), até o provimento de serviços de investimento (...)” (YASBEK, 2007, p. 66).

<sup>131</sup> E aqui, por que se afirma a crise do excesso de crédito? Porque as moedas geradas com base nas eurodivisas são apátridas, sem qualquer controle estatal, eis que, além de produzidas por sistemas apátridos, circulavam por uma rede privada de bancos, os quais, diante da recessão econômica da década de 1970, buscavam produzir novos investimentos de forma a não reduzir seus lucros. Nota-se que o tema é extremamente recente (GUTTMANN, 1996, p. 94-96).

espaço abstrato, gerido pela *City of London*<sup>132</sup>, seria responsável por coordenar a distribuição de recursos por todas as colônias inglesas<sup>133</sup>, as quais passariam a ser conhecidas como paraísos fiscais (como as Ilhas Cayman, por exemplo)<sup>134</sup>, o que representava recursos sob sigilo e sem qualquer espécie de tributação. Ou seja: alta rentabilidade, sem custos e sem prestação de contas para o Estado.

Este mercado – das eurodivisas (*offshore*) – aqueceu-se rapidamente<sup>135</sup>, fazendo com que os Estados Unidos perdessem controle sobre a produção e regulação do dinheiro mundial, controle este obtido pela Convenção de *Bretton Woods*, como já mencionado. Os investimentos em “eurodivisas” geravam ainda mais crédito no continente europeu, eis que, como narrado, os bancos privados passaram a emitir títulos de dívida (certificados de depósito). Mas qual a relação do mercado das *offshores* com os Estados?

Diante das vantagens do mercado das eurodivisas (que era um mercado *offshore*, ou seja, sem regulamentação), as grandes multinacionais norte-americanas passaram a transferir seu capital para Londres<sup>136</sup>. Assim, de forma a não perder os seus investidores mais importantes, os maiores:

<sup>132</sup> *The City of London* é o distrito financeiro de Londres. Trata-se de um distrito histórico no centro da cidade. Isto porque Londres é formada a partir de 33 bairros, cada um com um centro administrativo. Contudo, em relação à referida área, a administração é particular. Trata-se da “*City of London Corporation*”. Habitam esta região cerca de 8 mil pessoas. No entanto, transitam mais de 500 mil por dia. A respeito: CITY OF LONDON. Disponível em: <<https://www.cityoflondon.gov.uk/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 13 jan. 2020.

<sup>133</sup> O Reino Unido possui 14 territórios ultramarinos. Do total, sete desses territórios foram classificados de “jurisdições secretas”, ou seja, com sigilo fiscal, pela organização *Tax Justice Network*. São elas: Anguila, Bermudas, Ilhas Virgens Britânicas, Ilhas Cayman, Gibraltar, Montserrat e as Ilhas Turcas e Caicos.

<sup>134</sup> Sobre a formação da atividade financeira desenvolvida pelos bancos na Grã-Bretanha no período da descolonização: *THE SPIDER'S WEB: Britain's Second Empire*. Direção: Michael Oswald. Produção: Simeon C. Roberts. Mexico.: Queupolitely Films, 2017. Disponível em: [https://youtu.be/np\\_ylvc8Zj8](https://youtu.be/np_ylvc8Zj8). Acesso em: 21 jan. 2019.

<sup>135</sup> Muito discute-se a respeito da moralidade/legalidade dos paraísos fiscais. Para muitos representa uma forma de “lavar” o dinheiro de corrupção, o que prejudica – e muito – países subdesenvolvidos. O tema não será aqui abordado. Mas uma curiosidade vale a pena mencionar. O Banco do Brasil S.A., principal sociedade de economia mista brasileira, possui uma empresa *offshore*. Trata-se da *BB Cayman Islands Holding*. A respeito: BANCO DO BRASIL. BB Cayman Islands Holding. Disponível em: BANCO DO BRASIL. Entidades Ligadas ao Banco do Brasil (ELBBs): BB Cayman Islands Holding. [S. l.], 2020. Disponível em: <https://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/sobre-nos/elbb/bb-cayman-islands-holding#>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>136</sup> A respeito: “Desenvolveu-se, pois, uma estrutura organizacional que, para todos os fins práticos, estava fora do controle do sistema de bancos centrais, que regulava a oferta de dinheiro no mundo de acordo com o regime de taxas de câmbio fixas estabelecido em *Bretton Woods*. Enquanto esse regime foi escorado por grandes reservas norte-americanas de ouro e por um considerável superávit corrente no balanço de pagamentos norte-americano, o desenvolvimento do mercado de eurodólares mais fez contribuir do que prejudicar os objetivos internos e externos de poder definidos pelo governo dos Estados Unidos. Ele fortaleceu o papel do dólar como moeda mundial, facilitou a expansão global do capital das corporações norte-americanas e tornou essa expansão financeiramente autossuficiente, mediante a tomada de empréstimos na Europa” (ARRIGHI, 1996, p. 310-311).

[...] bancos nova-iorquinos entraram prontamente no mercado de eurodólares, não só para tirar proveito dos custos mais baixos e da maior liberdade de ação proporcionados pela atividade bancária *offshore*, mas, também, para evitar grandes perdas de depósitos. E assim fizeram, controlando 50% dos negócios em eurodólares em 1961 (ARRIGHI, 1996, p. 310-311).

Logo, portanto, é possível afirmar que, neste momento, o capital inicia o deslocamento da atividade produtiva para a financeira. Para François Chesnais:

“A gradativa reconstituição de uma massa de capitais procurando valorizar-se de forma financeira, como capital de empréstimo, só pode ser compreendida levando em conta as crescentes dificuldades de valorização do capital investido na produção (...). Com esses lucros não repatriados, mas também não investidos na produção, e depositados pelas transnacionais norte-americanas em Londres, no setor *offshores*, o mercado de eurodólares deu sua arrancada, a partir de meados da década de 1960, bem antes do “choque do petróleo” e da recessão de 1974-1975” (CHESNAIS, 1996, p. 17).

Giovanni Arrighi esclarece que os depósitos em eurodólares e de eurodivisas passaram por um crescimento por cerca de 20 anos consecutivos. Tal fato gerou o acúmulo de liquidez mundial em depósitos que nenhum Estado controlava (mas que tinham ciência e não impugnavam), eis que eram mantidos em mercado *offshores*. Insiste-se:

Não surpreende que apenas uma fração da liquidez criada pelas autoridades monetárias norte-americanas se transformasse em novos meios de comércio e produção. A maior parte dela transformava-se em petrodólares e eurodólares. Estes se reproduziram inúmeras vezes, através dos mecanismos de criação de dinheiro no interbancoprivado e reapareciam na economia mundial como concorrentes dos dólares emitidos pelo governo norte-americano (ARRIGHI, 1996, p. 325).

Em outras palavras: o mercado de eurodivisas passou a exercer pressão em relação aos Estados, no sentido de obrigá-los a manipular as suas taxas de câmbio, de moeda e de taxas de juros, a fim de atrair ou repelir a liquidez, de forma a compensar escassez ou liquidez de moeda em sua economia interna, o que protegeria a sua balança de pagamentos. Daí a ligação dos problemas orçamentários dos Estados e mercado *offshore*. Ora, os Estados, para não perderem recursos para paraísos fiscais, passaram a controlar ainda mais o mercado de câmbio (o que acarretava a necessidade de *endividamento*, construído a partir do mercado de títulos estatais, como será a seguir demonstrado<sup>137</sup>). Nota-se, portanto, como o gerenciamento de

<sup>137</sup> A respeito da matéria, destaca-se o ensinamento de Gabriel Lochagin: “As crises de endividamento que desencadeiam eventuais procedimentos de reestruturação se associam frequentemente a desequilíbrios no câmbio, como quando, após uma desvalorização da moeda doméstica para viabilizar o pagamento da dívida em moeda nacional, a obtenção de divisas se torna mais cara e, em consequência, a quantidade disponível de moeda para pagar a dívida em moeda estrangeira se torna mais escassa. A continuidade do pagamento da dívida em moeda estrangeira, geralmente obtida no exterior, se submete, desta forma, a riscos maiores com uma política

recursos alterou-se ao longo do século XX, eis que saiu das mãos do Estado para as mãos da iniciativa privada. Isto porque:

Na gestão do presidente Roosevelt e de Henry Morgenthau, o controle sobre a liquidez mundial foi transferido da iniciativa privada para os órgãos públicos, e de Londres e Nova York para Washington. Esta foi uma condição necessária para o keynesianismo global subsequente, através do qual o governo dos Estados Unidos transformou o caos sistêmico das décadas de 1930 e 1940 no ordeiro condomínio americano-soviético do poder mundial das décadas de 1950 e 1960. Mas à medida que o capital das corporações norte-americanas se movimentou para ocupar as novas fronteiras abertas por essa transformação, o controle da liquidez mundial começou a passar de volta dos órgãos públicos para a iniciativa privada, e de Washington para Londres e Nova York (ARRIGHI, 1996, p. 318).

Vale salientar que o mercado de eurodivisas gerou consequências para todo o globo. Inclusive, para a América Latina<sup>138</sup>. Isto porque – como será tratado mais à frente – “deu origem a essa dívida externa esmagadora que tantos países de terceiro mundo carregam, há vinte anos, como uma bola de ferro à qual vivem acorrentados” (CHESNAIS, 1996, p. 15).

Mas é fato. Seja como consequência do crescimento econômico (desenvolvimento da produção), seja como consequência do aumento do fluxo de recurso, os E.U.A. passaram a sofrer com as contradições do próprio sistema inaugurado em *Bretton Woods*<sup>139</sup>. O crescimento econômico e a liquidez existente geraram, em conjunto com outros fatos (dentre eles a expansão militar, ocasionada pela “Guerra Fria”), o endividamento estatal, cujo foco de origem estava atrelado à taxa de câmbio fixa, sustentado pela estrutura padrão ouro-dólar, responsável por garantir o lastro da sua moeda.

Um ponto era certo: a estrutura acima tornou-se excessivamente custosa. Em 1963, houve a primeira tentativa de reação estadunidense. Por meio de medidas intervencionistas, com o intuito de amenizar os problemas decorrentes da lógica de *Bretton Woods*, o então Presidente John F. Kennedy<sup>140</sup>, “realizou uma regulação mais rigorosa dos empréstimos e inflacionária voltada à dívida doméstica” (LOCHAGIN, 2017, p. 41).

<sup>138</sup> Na década de 1990, os países de terceiro mundo estavam transferindo para os países capitalistas avançados as taxas de juros pela obtenção do crédito no passado. Houve, portanto, uma inversão no caminho do fluxo de capital: se na década de 1960 o caminho era hemisfério norte para o hemisfério sul, nas décadas de 1980-1990 o caminho era hemisfério sul para o hemisfério norte (CHESNAIS, 1996, p. 16).

<sup>139</sup> A respeito das contradições de *Bretton Woods* ver nota 124.

<sup>140</sup> Giovanni Arrighi ensina que “Kennedy tentou opor-se à pressão que as dívidas norte-americanas com instituições públicas e privadas no exterior exerciam sobre as decrescentes reservas norte-americanas de ouro, impondo restrições aos empréstimos e investimentos externos do país. (...) Mas, por volta de 1963, as reservas de ouro norte-americanas começaram a ficar aquém até mesmo do que era devido a autoridades monetárias e governos estrangeiros – um problema mais grave, porque afetava diretamente as relações intergovernamentais (...)” (ARRIGHI, 1996, p. 313)

investimentos privados dos Estados além-mar” (ARRIGHI, 1996, p.313). Isto é: procurou reduzir a liquidez, com o objetivo de reduzir os custos orçamentários e a inflação, que começava a surgir. Contudo, a reação foi adversa por várias razões (ARRIGHI, 1996, p.313). Iniciaram-se, desta forma, inúmeros ataques especulativos cambiais (dólar e libra esterlina estavam supervalorizadas), o que aumentou de forma extrema o endividamento estadunidense - tanto sob a ótica orçamentária, como pela comercial (CHESNAIS, 1996, p.26).

Robert Guttman esclarece que tentativas de se barrar o crédito foram realizadas. Eram os chamados “*credit crunches*”. A respeito destaca-se:

“esses conflitos foram resolvidos sob a forma de uma sucessão de fases de aperto de crédito (*credit crunches*), intercaladas por picos cíclicos (1966, 1969, 1974, 1979/1980), que foram desencadeados por cortes súbitos dos empréstimos bancários, sempre que as taxas máximas sobre os depósitos bancários e os empréstimos não acompanhavam a rápida subida da inflação” (GUTTMANN, 1996, p. 68)

Não obtendo êxito em suas políticas, em 1971, os E.U.A. reagiram a tal situação. Nesse sentido, destaca-se:

A reação imediata do governo dos Estados Unidos ao ressurgimento das altas finanças privadas na produção e regulação do dinheiro mundial consistiu em reafirmar vigorosamente a centralidade de Washington na oferta da liquidez mundial. Como não havia alternativa viável para o dólar como principal moeda de reserva e meio de troca internacional, o abandono do padrão de câmbio ouro-dólar resultou na criação de um puro padrão dólar. Em vez de diminuir, a importância do dólar norte-americano aumentou, e o que antes existira informalmente foi então formalmente estabelecido. Por cerca de cinco anos, de 1973-1978, esse puro padrão dólar pareceu dotar o governo norte-americano de uma liberdade de ação sem precedentes na produção do dinheiro mundial (ARRIGHI, 1996, p. 319).

Mas referida política, de alguma forma trouxe vantagens para os E.U.A.? A respeito Giovanni Arrighi esclarece que:

A frouxa política monetária norte-americana desviou recursos energéticos estrangeiros para mercado dos Estados Unidos e proporcionou mercados compradores para produtos norte-americanos, internamente e no exterior, à custa dos concorrentes europeus e japoneses. Além disso, deu aos Estados Unidos toda a liquidez que lhes era necessária para manter o impacto de sua expansão transnacional através de investimentos diretos e empréstimos externos (ARRIGHI, 1996, p. 320).

Portanto, em 1971, os E.U.A informaram ao mundo o fim do lastro dólar-ouro. O lastro passou a ser apenas o dólar: a estabilidade da economia americana tornou-se o critério

de paridade entre as moedas no mercado global<sup>141</sup>. E o que a alteração acarretou para o mundo? Ora, a partir deste momento, foram, desta forma, criados diferentes sistemas cambiais<sup>142</sup>, os quais forçaram os Estados a possuírem uma reserva em dólares de forma a garantir o valor a sua moeda e contornar problemas derivados deste novo mercado (o de câmbio)<sup>143</sup>.

Desta forma, é possível afirmar que, a partir do ano de 1973, os países passaram a adotar paridades flutuantes entre as moedas, baseadas apenas na fidúcia da economia norte-

<sup>141</sup> “De fato, o sistema monetário contemporâneo vai ainda mais longe. Uma cédula de dólar não é moeda-mercadoria nem sequer é garantida por mercadoria. Seu valor decorre inteiramente do fato de que em geral é aceita como meio de pagamento, um papel que é, em última instância, decretado pelo governo dos Estados Unidos. Dinheiro cujo valor deriva inteiramente de seu status oficial como meio de troca é conhecido como moeda fiat, porque existe por fiat do governo, termo antigo de uma política ou ordem declarada por um governante” (KRUGMAN; OLNEY; Wells, 2010, p. 393).

<sup>142</sup> André de Melo Modenesi esclarece que, para fins de análise de regimes monetários, podem ser definidos dez sistemas cambiais, os quais podem ser caracterizados por diferentes graus de rigidez da taxa de câmbio. São eles: “(i) flutuação pura (ou limpa); (ii) flutuação suja; (iii) banda cambial rastejante (*crawling band*); (iv) banda cambial deslizante (*sliding band*); (v) banda cambial (*target zone*); (vi) minidesvalorizações (*crawling peg*); (vii) câmbio fixo ajustável; (viii) câmbio fixo; (ix) conselho da moeda (*currency board*) e (x) dolarização plena”. A respeito de cada uma, o autor explica: “Em um sistema de flutuação pura, a taxa de câmbio é livremente determinada pelo confronto entre a oferta e a demanda de divisas no mercado cambial. Nesse caso, a taxa de câmbio (...) se ajusta instantaneamente, corrigindo eventuais desequilíbrios no balanço de pagamentos (...). No sistema de flutuação suja, o Banco Central realiza intervenções esporádicas e limitadas no mercado cambial, com o intuito fundamental de evitar eventuais excessos de volatilidade da taxa de câmbio no curto prazo. (...) Sendo assim, o valor da moeda externa é, em última instância, determinado pelo mercado e não pela autoridade monetária. (...) A banda cambial deslizante (...) caracteriza-se pelo fato de não haver comprometimento para se manter, indefinidamente, nem o ponto central nem a amplitude do intervalo de flutuação da moeda doméstica (como no caso da banda cambial tradicional). Assim, tanto o ponto central quanto a amplitude da banda são reajustados em magnitudes e em intervalos de tempo não-anunciados. No sistema de bandas cambiais, ambos, o ponto central e a amplitude da banda são fixos e irajustáveis. No sistema de minidesvalorizações, a taxa de câmbio nominal é reajustada periodicamente de acordo com algum indicador. Em geral, a taxa de câmbio evolui segundo o diferencial entre a inflação interna e externa, com o objetivo de se ter a taxa de câmbio real constante, mantendo-se, portanto, a competitividade externa da produção doméstica. No sistema de câmbio fixo ajustável, a taxa de câmbio nominal é mantida fixa, mas não indefinidamente – isto é, paridade pode ser eventualmente alterada pelas autoridades monetárias. (...) No sistema de câmbio fixo, a paridade entre a moeda doméstica e a moeda estrangeira é mantida indefinidamente. Trata-se de uma situação meramente hipotética; pois, na prática, esse sistema é adotado em nenhum país. (...) O conselho da moeda é uma entidade que se responsabiliza por definir as regras de emissão da moeda doméstica, cujo valor é fixado em termos de uma moeda estrangeira (...). Por fim, a dolarização plena ocorre quando a moeda doméstica é substituída por uma outra tradicionalmente estável (...) Assim, após a troca do estoque monetário, a taxa de câmbio entre a moeda doméstica (que foi substituída) e a moeda do país-âncora deixa de existir” (MODENESI, 2005, p. 5-6).

<sup>143</sup> Suzanne de Brunhoff esclarece a respeito das dificuldades encontradas com o mercado de câmbio: “A principal dificuldade teórica tem a ver com as modalidades de articulação, no mercado de câmbio, entre o preço (monetário) das moedas nacionais, em si, e seu caráter de ativos financeiros. A concepção monetarista, discutida acima, não consegue fazer essa ligação sem esvaziar o próprio problema monetário; igualmente impotente é a chamada análise de carteira. Ora, o caráter central dessa questão está no fato de ser um dos pontos fundamentais da noção de câmbio (intercâmbio) das moedas. A determinação de um preço de mercado das moedas pressupõe a referência a uma unidade contábil internacional de direito (regime de câmbio fixo) ou de fato (regime de câmbio flutuante). No primeiro caso, coloca-se o problema de relação entre unidade contábil e padrão monetário, problema escamoteado no segundo caso. Assim modifica-se o estatuto da unidade contábil e o seu papel em relação ao câmbio; esse papel parece ser nulo no caso de câmbio flutuante, tal como pretende a concepção



americana. Esta centralização no dólar forçou os países a possuírem reservas, de forma a tentar equilibrar o fluxo de recursos que ultrapassava as suas fronteiras. Nasce o chamado mercado de câmbio e instrumentos financeiros – como os derivativos e os fundos de *hedge* – são criados como mecanismos para amortizar/evitar eventuais perdas. Nota-se, portanto, que instrumentos-chaves da financeirização foram criados, de certo modo, como instrumentos de tentativa de redução de custos dos Estados<sup>144</sup>.

A taxa de câmbio flutuante<sup>145</sup> trouxe consequências tanto para a iniciativa privada, como para os Estados.

No âmbito da iniciativa privada, o fim do regime de taxas de câmbio fixas aumentou os riscos relacionados às atividades industriais e comerciais. Isto porque o capital das empresas era obrigado a se relacionar cotidianamente com as alterações das taxas de câmbio (ARRIGHI, 1996, p. 311), caracterizando a denominada “*privatização dos riscos cambiais*” (YASBEK, 2007, p. 68). Sem alternativa, as empresas foram obrigadas a procurar o “*mercado futuro de divisas*” para, eventualmente, protegerem-se de *déficits* contábeis decorrentes das alterações da moeda, em especial, quando as operações envolviam receitas futuras e

---

monetarista, a qual, no entanto, limita-se a substituí-lo pela noção de preço real de equilíbrio internacional de bens” (BRUNHOFF, 1996, p. 35).

<sup>144</sup> A respeito da regulamentação do mercado de câmbio, ou melhor, da desregulamentação, Brunhoff esclarece que: “Apenas os chamados riscos sistêmicos, que dizem respeito ao sistema bancário e financeiro são objeto de propostas de regulação. Medidas de consenso para estabilização das operações cambiais, levantadas por alguns economistas, costumam ser rejeitadas como indesejáveis ou impraticáveis”. Em outra passagem, a autora indica saídas para evitar esta instabilidade: (i) desde a formação de um “poli-centrismo monetário”, ou seja, a definição de uma taxa cambial (padrão monetário) a partir de moedas fortes e não apenas no dólar – seguindo as orientações de Keynes no tocante à criação de uma moeda internacional chamada “bancor”; ou mesmo, ainda, (ii) forte tributação do mercado de operações cambiais a curto prazo (BRUNHOFF, 1996, p. 36 e 56-59).

<sup>145</sup> A taxa flutuante é a defendida pelo monetarismo. Suzanne de Brunhoff destaca a existência de dois problemas referentes a esta operação (taxa flutuante): o primeiro é a relação entre moeda, finanças e economia “real”. O segundo diz respeito à formação de um preço, de equilíbrio. Em relação ao primeiro questionamento, a crítica estabelecida é: como instituir uma referência comum que tornasse possível estabelecer uma taxa cambial de equilíbrio já que o ouro não ocupava mais esta posição? A solução dada foi a taxa de câmbio “real”. Trata-se do “*Purchasing Power Parity*” - PPP. Refere-se ao guia que é adotado. E como é realizado? O método é simples. Adota-se um produto produzido e consumido em todos os países do mundo (produto homogêneo de consumo). Em exemplo: sanduíche do Mc Donald’s – Big Mac. Suponha-se que o preço do Big Mac nos EUA é de 2,20 dólares, na França 15 francos. A relação era 15/2,20. Logo, a taxa tomada como referência era de 6,8 francos por dólar. A partir desta equação afirma-se se o franco estava superestimado ou subestimado em relação aos dólares. Quais os problemas desta teoria para Brunhoff? São vários. Em *primeiro lugar*, a própria forma de cálculo do estatuto da moeda seria falha. Para a concepção monetarista, a variação dos preços correntes assenta-se em condições “reais” tais como renda, riqueza e taxa de juros. Se há desequilíbrio é em razão da emissão descontrolada de moeda pelo Estado. Ocorre, contudo, que tal teoria demonstra falha porque não leva em consideração a produção de recursos pelas instituições bancárias (crédito). Também há falhas em relação a análise do chamado “desemprego natural”. Um segundo ponto crítico refere-se à tese de que há entre os países uma concorrência perfeita e que é possível assim realizar um intercâmbio real entre as mercadorias, o que, de fato não ocorre em razão dos custos da produção e da mão de obra. Por fim, Brunhoff destaca que a adoção desta teoria acarreta a posição privilegiada das taxas de juros sobre ativos financeiros. Logo, começa uma luta entre a taxa de juros doméstica e a externa (BRUNHOFF, 1998, P. 38-40).

pagamentos antecipados - surge o chamado mercado de derivativos de câmbio (YASBEK, 2007, p.68-69). Além disso, a taxa de câmbio flexível passou a influenciar o fluxo de recursos e ativos financeiros. As empresas, portanto, passaram a diversificar as operações (ARRIGHI, 1996, p.312). Este novo contexto foi uma das causas principais da desregulamentação dos mercados<sup>146</sup>. Por fim, como última consequência do nascimento do mercado de câmbio, destaca-se o fortalecimento dos mercados *offshores*<sup>147</sup> já tratado anteriormente

Por outro lado, a taxa de câmbio flexível também afetou os Estados<sup>148</sup>. Os mais prejudicados, sem dúvida, foram aqueles marcados por economias internas dependentes, como, por exemplo, os países da América Latina. Neste sentido, Giovanni Arrighi explica que os “governos de terceiro mundo foram mais gravemente afetados do que quaisquer outros pelo novo regime monetário” (ARRIGHI, 1996, p. 322). E mais:

O valor das receitas de exportação, dos pagamentos pelas importações, da renda nacional e das receitas governamentais dos países de Terceiro Mundo oscilaram amplamente com as mudanças das taxas de câmbio entre o dólar norte-americano (no qual é cotada a maioria de suas exportações), outras moedas de peso (em que são cotadas muitas de suas importações) e suas próprias moedas nacionais. De fato, desde o início da década de 1970, as alterações dessas taxas de câmbio foram o mais importante fator isolado a determinar a posição dos países de terceiro mundo na hierarquia do valor adicionado da economia mundial capitalista. Mas, a maioria desses países simplesmente não detinha recursos financeiros necessários para se precaver contra flutuações. Por conseguinte, sua grande contribuição para o crescimento do “cassino financeiro” dos mercados de eurodivisas ficou do lado da demanda, e não do lado da oferta da equação; ou seja, ocorreu através de sua demanda por recursos para contrabalançar os efeitos devastadores das crises financeiras e não através de depósitos destinados a impedir ou a tirar proveito dessas mesmas crises (ARRIGHI, 1996, p. 322).

O papel do Estado em relação à financeirização deve ser analisado. Ponto essencial

---

<sup>146</sup> A respeito da matéria, Otávio Yasbek esclarece que: “aí, aliás, encontra-se uma das causas dos movimentos de desregulamentação dos mercados financeiros, uma vez que a flexibilização das restrições cambiais foi essencial para permitir aos agentes econômicos com dívidas ou créditos em moeda estrangeira que procurassem proteção contra o aumento da volatilidade” (YASBEK, 2007, p. 68).

<sup>147</sup> Houve estímulo forte ao desenvolvimento do mercado de *offshores*. A respeito, Giovanni Arrighi afirma que: “(...) as políticas monetárias frouxas dos Estados Unidos durante a década de 1970, combinadas com a prática dos dois patamares de preços de petróleo cru no mercado interno e com a completa liberalização dos empréstimos e investimentos privados norte-americanos no exterior, reforçaram as tendências que impulsionavam o crescimento explosivo dos mercados monetários *offshore*” (ARRIGHI, 1996, p. 16)

<sup>148</sup> Ana Cláudia Além e Fábio Giambiagi, por exemplo, explicam que no Brasil: “Com a crise cambial dos anos 1980, a estatização parcial da dívida externa e sua renegociação centralizada através do Banco Central, as operações denominadas em dólar e o seu passivo cambial, passaram a ter importância fundamental na explicação do novo papel que as autoridades monetárias vieram a desempenhar no sistema financeiro e no processo de ajustamento de contas” (ALÉM; GIAMBIAGI, 2011, p. 96).



relaciona-se ao conceito de balanço orçamentário<sup>149</sup>.

O Estado passou a administrar o mercado de câmbio (o que já havia iniciado com a expansão do mercado *offshore*). A necessidade de liquidez para o agente estatal tornou-se uma constante. Isto porque havia – e ainda há até hoje – a necessidade de compra e venda de dólares. Daí a razão pela qual afirma-se que “o papel do regime de câmbio flexível adotado após a revogação unilateral do sistema de *Bretton Woods*” é uma das causas da financeirização (CHESNAIS, 1996, p. 16).

E por que a tomada contínua de empréstimos pode ser negativa para o Estado? Porque podem levar a um processo de *déficits* seguidos. Um grande problema para os Estados relaciona-se aos *déficits* orçamentários persistentes<sup>150</sup>, ou seja, ano após ano<sup>151</sup>.

Por outro lado, para tentar sanear o orçamento ou mesmo para financiar a sua conduta, os Estados passaram a tomar empréstimos de fundos no mercado financeiro (mediante, em especial, títulos da dívida pública). Daí a participação do Estado no estímulo a formação do mercado financeiro<sup>152</sup>.

<sup>149</sup> O “balanço orçamentário é a diferença entre a renda do governo na forma de arrecadação de impostos e seus gastos, tanto em bens e serviços como em transferências governamentais, em um dado ano. (...) *superávit* orçamentário é um balanço orçamentário positivo, e *déficit* orçamentário é um balanço orçamentário negativo” (KRUGMAN; OLNEY; WELLS, 2010, p. 380-382). O orçamento deve ser sempre equilibrado? De acordo com Paul Krugman, Martha Olney e Robin Wells, “(...) o governo deveria equilibrar o orçamento apenas em média, isto é, que ele deveria ter permissão para ter *déficits* em anos economicamente desfavoráveis compensado com *superávits* em anos favoráveis. Eles não acreditam que o governo deva ser forçado a ter um orçamento equilibrado todo ano, porque isso solaparia o papel dos impostos e das transferências como estabilizadores automáticos. A tendência de a receita tributária cair e de as transferências aumentarem quando a economia se contrai ajudam a limitar a gravidade das recessões” (KURGMAN, OLNEY e WELLS, 2010, p. 378). Nota-se a noção de sustentabilidade já mencionada da obra de Fernando Facury Scaff – ver nota 100.

<sup>150</sup> Há quem pergunte se um governo que tem dificuldade de tomar emprestado não pode simplesmente imprimir dinheiro para pagar as suas contas. Sim, ele pode. Mas isso leva a outro problema: inflação.

<sup>151</sup> É importante distinguir *déficit* orçamentário e dívida pública. O *déficit* corresponde a uma diferença entre o dinheiro arrecadado a título de impostos e os recursos gastos por um estado ao longo de um exercício financeiro (o tempo depende de cada país, mas deve ser sempre informado). Já a *dívida pública*, por sua vez, corresponde a soma de dinheiro que o Estado deve em um determinado momento histórico. Há ligação entre os conceitos, eis que a *dívida pública* aumenta na medida em que o *déficit* público aumenta. É importante deixar claro que o *déficit* público tende a aumentar durante o período de recessões econômicas e a cair quando há uma expansão (daí a importância do *superávit* orçamentário, ou seja, contribuir com as expansões econômicas). Daí a razão pela qual os orçamentos públicos deveriam obedecer a ciclos econômicos e não apenas a uma regra de equilíbrio fiscal de um único exercício financeiro. Isto porque tal regra poderia servir de freio para a atuação do Estado em um momento de recessão. Nesse sentido, discute-se, inclusive, os limites de gastos impostos na União Europeia, discute-se a validade ou não de pactos de estabilidade como o Europeu. Daí aqui, novamente, a discussão a respeito do equilíbrio orçamentário ou de sua sustentabilidade (KURGMAN, OLNEY e WELLS, 2010, p. 376-381). A respeito da sustentabilidade ver notas 100 e 146.

<sup>152</sup> Sendo assim, Estado e particular começaram a competir para obter o melhor financiamento. Nesta competição quem perde é a iniciativa privada, de caráter produtivo, uma vez que o Estado, diante da necessidade de obter recursos, acaba por estimular o aumento dos custos de financiamento (aumento da taxa de juros). Trata-se do denominado *crowding out*. Em outras palavras: “Quando um *déficit* orçamentário gera um *crowding out*, a economia acrescenta menos capital físico privado a cada ano do que faria se o orçamento estivesse equilibrado ou em *superávit*” (KRUGMAN; OLNEY; WELLS, 2010, p. 381). Isto porque o capital produtivo desloca-se da produção e passa para o especulativo, financeirizado.

Como demonstrado, os agentes das transformações econômicas que levaram a financeirização foram os privados (em especial as instituições bancárias) e o próprio Estado. Ambos estavam presentes quando do nascimento do “euromercado/eurodivisas”<sup>153</sup>, mercado pelo movimento de fluxos de eurodólares (decorrentes de países comunistas) e dos petrodólares (originários de países produtores de petróleo).

Ao longo da década de 1970, em razão da excessiva quantidade de crédito (mercado das eurodivisas) e demanda, houve um aumento considerável da inflação. Sem dúvida, como acima demonstrado, o mercado das eurodivisas contribuiu para o aumento do crédito, da liquidez de fluxos de capitais, o que, na época, gerou uma inflação em escala mundial, prejudicando o desenvolvimento econômico. O período é marcado pela “estagflação”.

A década de 1970 é marcada também por duas grandes crises relacionadas ao petróleo: a primeira entre os anos de 1973/1974, em decorrência da Guerra do *Yom Kippur*; a segunda entre os anos de 1979/1980, em decorrência da guerra do Irã. Ambas as crises contribuíram para o aumento da inflação e do desemprego, eis que os barris de petróleo atingiram valores expressivos.

Acompanhando todos os eventos, está a desvalorização do dólar, que era contínua. Assim, no ano de 1978, os países-membros da comunidade econômica europeia, mediante a Resolução do Conselho Europeu, de dezembro de 1978, criam o Sistema Monetário Europeu (SME) e uma Unidade Monetária Europeia (UME), ambos entraram em operação em março de 1979. A UME não era uma moeda, mas sim um padrão de valor monetário, o qual poderia tornar-se uma alternativa viável, em caso de deterioração, ainda maior, da moeda americana (ARRIGHI, 1996, p. 315).

---

<sup>153</sup> O euromercado é tido, para muitos, como a primeira inovação da década de 1970. Isto porque foi o responsável por introduzir novos instrumentos, ou seja, o mercado de títulos desterritorializados. São chamados os *eurobonds* (ou *euronotes*). Segundo Otávio Yasbek: “Hoje, a expressão ‘euromercado’ é mais utilizada para designar as emissões realizadas em outros países, fora da esfera de competência das autoridades monetárias do país emissor. Trata-se, muito mais, de uma denominação baseada nas origens históricas do instituto, de modo que hoje se pode falar, por exemplo, em mercados de *euroyens* (em que o governo brasileiro tem emissões), *eurolibras*, etc...” (YASBEK, 2007, p. 66). A respeito dos “*eurobonds*”, Gabriel Lochagin esclarece que: “frequentemente, no entanto, os títulos internacionais são denominados em moeda estrangeira, e os domésticos em moeda nacional ou estrangeira. No caso da dívida pública expressa em títulos internacionais lançados em moeda distinta daquela do local da emissão fala-se, também, em ‘eurotítulos’ (*eurobonds*), que tem este nome por serem geralmente emitidos sob a jurisdição de um Estado europeu (tais como o Reino Unido, Alemanha ou Luxemburgo), sem que, no entanto, requeiram a circunscrição geográfica a um mercado europeu, apesar do que a denominação sugere. De acordo com a moeda em que são emitidos, encontram-se referências também a ‘eurodólares’ (títulos em dólar lançados fora do território dos Estados Unidos) e a ‘*euroidenes*’ (títulos em iene lançados fora do território do Japão)” (LOCHAGIN, 2017, p. 45-46).

A crise estrutural<sup>154</sup> da década de 1970 possui diferentes origens, dependendo da corrente de pensamento a ser adotada<sup>155</sup>. Para Giovanni Arrighi, por exemplo, a crise da década de 1970 decorre, em poucas palavras de uma crise sinalizadora do ciclo sistêmico de acumulação anterior (ARRIGHI, 1996, p. 6)<sup>156</sup>. Já para Wolfgang Streeck, trata-se de uma crise de legitimação (STREECK, 2013, e-book)<sup>157</sup>.

A expansão material do capitalismo, que ocorreu ao longo das décadas de 1950/1960, gerou um ciclo importante de crescimento e distribuição de recursos, graças ao Estado que,

---

<sup>154</sup> Há diferença entre o termo recessão econômica e crise estrutural. As recessões ocorrem ao longo de ciclos econômicos. As crises estruturais, segundo Robert Guttman, “implicam o fim de equilíbrios socioeconômicos essenciais, o enfraquecimento das instituições, a reorganização das relações sociais e a eventual transformação do aparelho produtivo” (GUTTMANN, 1996, p. 66).

<sup>155</sup> O corte metodológico realizado na presente tese está relacionado ao nascimento da securitização. Conforme salientado no item 1.1, a origem da securitização deve-se aos avanços tecnológicos, de comunicação e de arquivamento de dados. O seu desenvolvimento, contudo, está intimamente ligado à formação de fluxos financeiros, estimulado em uma nova economia: marcada por ser “global, informacional e em rede”. A origem desta nova economia está marcada pela busca, aos poucos, do capital financeiro em detrimento do capital produtivo. Mencionado corrida é marcada tanto pela participação do agente privado, como pela agente estatal, o qual é obrigado a buscar no mercado financeiro recursos para executar as suas funções. É neste contexto que eclode a crise estrutural da década de 1970. Neste ponto, nasce uma das principais divergências entre as escolas econômicas contemporâneas, em especial, a monetarista e a keynesiana. Contudo, este não é o objeto da presente tese. A menção ao monetarismo é realizada, pois a segunda fase da financeirização descrita por François Chesnay justamente trata da financeirização ocorrida ao longo dos anos de 1980 -1985. A internacionalização do capital – pilar da financeirização – ganha quando há a desregulamentação, tese defendida pela referida corrente.

<sup>156</sup> O que são as crises no ciclo sistêmico de acumulação? Para responder esta pergunta, Giovanni Arrighi parte de dois autores distintos: (i) Fernand Braudel, cuja obra de referência é a trilogia “Civilização material, economia e capitalismo nos séculos XV e XVIII” o qual sustenta que as características essenciais do capitalismo são flexibilidade e ecletismo e, ainda, desenvolve o conceito de expansão financeira (sintoma da maturidade de determinado desenvolvimento capitalista) e (ii) Karl Marx (O Capital), o qual desenvolveu a forma geral do capitalismo: DMD’, na qual D’, representando capital-dinheiro, significa liquidez, flexibilidade e liberdade de escolha; M’, capital mercadoria, relaciona-se ao capital investido no binômio insumo-produto, visando ao lucro (concretude e rigidez). Por fim, D’ diz respeito à ampliação da liquidez, flexibilidade e da liberdade de escolha. Ao unir a contribuição dos dois autores, uma vez que Fernand Braudel não trata da expansão americana do nosso século, Giovanni Arrighi esclarece que: “Portanto, a fórmula geral do capital apresentada por Marx (DMD’) pode ser interpretada como retratando não apenas a lógica dos investimentos capitalistas individuais, mas também um padrão reiterado do capitalismo histórico do sistema mundial. O aspecto central deste padrão é a alternância de época de expansão material (fases DM de acumulação de capital) com fases de renascimento e expansão financeira (fases MD’). Nas fases de expansão material, o capital monetário ‘coloca em movimento’ uma massa crescente de produtos (...); nas fases de expansão financeira, uma massa crescente de capital monetário ‘liberta-se’ de sua forma mercadoria, e a acumulação prossegue através de acordos financeiros (como na fórmula abreviada de Marx, (DD’). Juntas, essas duas épocas, ou fases, constituem um completo ciclo sistêmico de acumulação (DMD’). Nossa investigação é, essencialmente, uma análise comparativa dos sucessivos ciclos sistêmicos de acumulação, numa tentativa de identificar (1) padrões de recorrência e evolução, que se reproduzem na atual fase da expansão financeira e reestruturação sistêmica; e (2) anomalias da atual fase de expansão financeira, que pode levar a um rompimento com padrões anteriores de recorrência e evolução” (ARRIGHI, 1996, p. 6).

<sup>157</sup> A respeito da crise de legitimação, Wolfgang Streeck ensina que: “No início dos anos 70, já existia o risco de os investimentos de capital produtivos ficarem aquém daquilo que, nas condições de uma militância salarial crescente e de uma política social pública em expansão seria necessário para assegurar o pleno emprego. Porém, era convicção generalizada que o pleno emprego constituía a pedra angular do contrato social do capitalismo do pós-guerra. Portanto, teria surgido uma crise de legitimação – se não da economia capitalista, pelo menos da democracia parlamentar” (STREECK, 2013, e-book).

até aquele momento, adotava políticas keynesianas, ou seja, intervencionistas em prol do desenvolvimento econômico. Para Giovanni Arrighi, por exemplo, havia uma sensação geral de grande prosperidade, em especial, em círculos vinculados à esquerda (leia-se marxismo e keynesianismo). Contudo, em razão da ganância privada, que tinha como objetivo potencializar os lucros, houve um direcionamento do capital da produção para o mercado financeiro. Neste contexto, do “ciclo sistêmico norte-americano”<sup>158</sup>, mencionado capital foi retirado do âmbito do comércio e da produção e repassado para o mercado financeiro<sup>159</sup> (há uma substituição da fase de expansão material pela fase da expansão financeira)<sup>160</sup>. Isto é: o aquecimento econômico gerou consumo e concorrência. Por sua vez, a concorrência contribuiu para a redução do lucro daquele que detém os meios de produção, ou seja, daquele que auferia o lucro, mediante a atividade produtiva. E qual foi a saída deste personagem (do detentor do capital) em relação a esta complexa trama? Simples: a busca pelo mercado financeiro (ARRIGHI, 1997, p. 324).

Já Wolfgang Streeck sustenta que: “Na realidade, a história do capitalismo posterior aos anos 70 do século XX, incluindo as sucessivas crises econômicas ocorridas neste período, é a história de evasão do capital à regulação social que lhe foi imposta após 1945, mas que ele próprio nunca desejou” (STREECK, 2013, e-book). Para o autor, houve, na década de 1970, uma crise de legitimidade do capital, o qual não mais aceitava a regulamentação imposta pela Convenção de *Bretton Woods*, que passou a controlar a moeda. Ou seja: o capital deixou de acreditar no sistema. Neste momento, o capital começou a preparar o seu abandono do contrato social do pós-guerra, quando estava sujeito ao planejamento e à utilização da política democrática. Neste ponto, Wolfgang Streeck relata a força do discurso neoliberal

---

<sup>158</sup> Giovanni Arrighi esclarece que são quatro os ciclos sistêmicos existentes: “um ciclo genovês do século XV ao início do século XVII; um ciclo holandês, do fim do século XVI até decorrida a maior parte do século XVIII; um ciclo britânico, da segunda metade do século XVIII até início do século XX; e um ciclo norte-americano, iniciado no fim do século XIX e que prossegue na atual fase da expansão financeira” (ARRIGHI, 1996, p. 6).

<sup>159</sup> “Por baixo dessa aceleração da inflação e da crescente desordem monetária da década de 1970, podemos identificar, sob formas novas e mais complexas, a dinâmica que fora típica das crises sinalizadoras de todos os ciclos sistêmicos de acumulação anteriores. Como em todos esses ciclos, a rápida expansão do comércio e da produção mundial havia intensificado as pressões competitivas sobre os principais agentes da expansão, provocando um consequente declínio dos lucros do capital” (ARRIGHI, 1996, p. 324).

<sup>160</sup> Daí a importância de se compreender o conceito de ciclo sistêmico. Segundo Giovanni Arrighi, “o que entendemos por regime de acumulação em escala mundial são as estratégias e estruturas mediante as quais esses agentes preponderantes promovem, organizam e regulam a expansão material ou a reestruturação da economia capitalista mundial. O principal objetivo do conceito de ciclos sistêmicos é descrever e elucidar a formação, a consolidação e desintegração dos sucessivos regimes pelos quais a economia capitalista mundial se expandiu, desde o embrião subsistêmico do fim da Idade Média até a sua dimensão global da atualidade” (ARRIGHI, 1996, p. 10).

(STREECK, 2013, e-book).

Por outro lado, autores relacionados à escola monetarista<sup>161</sup> - discurso neoliberal - atribuem à adoção das políticas públicas keynesinas a responsabilidade pela crise (vertente neoliberal). Em verdade, a corrente monetarista atribui à Teoria Quantitativa, defendida por John M. Keynes, a responsabilidade pela crise econômica mundial, em especial, pela inflação<sup>162</sup>, que é especialmente fomentada por condutas do Estado, o qual se financia por

---

<sup>161</sup> Friedrich Hayek explica que “tornou-se comum, desde que se estabeleceu a reação contra o domínio do dogma ‘keynesiano’, rotular de ‘monetaristas’ todos aqueles que consideram errada a não aceitação de Keynes ‘de que um movimento inflacionário ou deflacionário é normalmente causado ou necessariamente acompanhado’ por ‘mudanças na quantidade de dinheiro e na velocidade de sua circulação’” (HAYEK, 1986, p. 74).

<sup>162</sup>Uma das principais críticas de Friedrich Hayek em relação a John M. Keynes (Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda) pode ser assim resumida: (i) “Minha objeção fundamental à conveniência da pura teoria quantitativa do dinheiro é que, mesmo com uma única moeda circulando num território dado, não existe, no sentido estrito, uma coisa que possa ser chamada de a quantidade de dinheiro, e qualquer tentativa de delimitar certos grupos dos meios de troca expressando-os em termos de uma única unidade, como se fossem homogêneos ou substitutos perfeitos, é enganosa, mesmo nas situações mais comuns. (...) A administração do dinheiro não pode ter como meta um volume de circulação pré-determinado, nem no caso de um monopólio territorial das emissões, muito menos no caso de moedas competitivas; seu objetivo deve ser apenas o de descobrir que a quantidade manterá constantes os preços. Nenhuma autoridade é capaz de avaliar de antemão ‘a quantidade ideal de dinheiro’, que só o mercado pode determinar. Essa quantidade só pode ser obtida através da compra e venda, a um preço estável, do conjunto de bens cujo preço agregado pretendemos manter estável”, ou, ainda, “(...) A diferença de abordagem entre a escola ‘keynesiana’ dominante e a opinião que fundamenta a presente exposição reside, em última instância, na atitude adotada em relação ao fenômeno da rigidez de preços e salários. Em grande parte, Keynes foi levado a sustentar essa opinião pela sua crença de que a crescente rigidez dos salários era um fato inalterável com o qual tínhamos que nos conformar e cujo efeito só poderia ser atenuado pela acomodação da moeda à taxa de salário em vigor. (...) Sustento, desde então, que a adaptação da quantidade de dinheiro à rigidez de alguns preços e, particularmente, dos salários, aumentaria muito o efeito dessa rigidez, impedindo, conseqüentemente, a longo prazo, o bom funcionamento do mercado”. Isto porque: “o principal defeito da teoria quantitativa, em qualquer situação, parece-me ser que, por sua ênfase nos efeitos das alterações na quantidade de dinheiro sobre o nível geral dos preços, ela acentua de modo demasiadamente exclusivo os efeitos negativos da inflação e da deflação na relação credor-devedor, mas ignora os efeitos ainda mais importantes e prejudiciais que injeções e retiradas de circulação de quantidades de dinheiro provocam sobre a estrutura de preços relativos, cuja consequência é o mau emprego de recursos e, especialmente, o direcionamento inadequado de investimentos”. (HAYEK, 1986, p. 75/91-92).

meio de sua atribuição de poder emitir moeda<sup>163</sup>. Para o monetarismo<sup>164</sup>, toda inflação<sup>165</sup> é aquilo que hoje se denomina “inflação produzida pela demanda” e, quanto ao mecanismo econômico, não existe a chamada “inflação provocada por aumento de custos” – a não ser que se considere como causa econômica a “decisão política de aumentar a quantidade de dinheiro em resposta a um aumento de salários” (HAYEK, 1986, p. 74).

O monetarismo possui correntes radicais. Friedrich Hayek, por exemplo, sustenta que a inflação<sup>166</sup> existente na década de 1970 tinha como uma das suas origens a emissão de moeda pelo Estado<sup>167</sup>, uma vez que a “expansão do governo foi muito ajudada pela sua possibilidade

<sup>163</sup> Para Friedrich Hayek, “Administrar as finanças públicas e regulamentar uma moeda satisfatoriamente são dois objetivos inteiramente diferentes que, em grande parte, estão em conflito um com o outro. (...) Se queremos preservar uma economia de mercado que funcione (...), não há nada mais urgente do que dissolver o casamento ilegítimo entre as políticas fiscais e monetárias, casamento este que, se foi clandestino durante muito tempo, acabou consagrado com a vitória da economia ‘keynesiana’. (...) Todas as grandes inflações, até hoje, não foram apenas uma consequência de os governos satisfazerem suas ‘necessidades’ financeiras através da impressão do papel-moeda. Mesmo durante períodos relativamente estáveis, a habitual necessidade de que os bancos centrais atendessem as necessidades financeiras do governo, mantendo baixas taxas de juros, tem sido um estorvo (...). (...) o poder sobre o dinheiro também isentou os governos da necessidade de manter seus gastos dentro do limite de sua receita. É por esse motivo, em grande parte, que a economia ‘keynesiana’ rapidamente tornou-se popular entre os economistas-socialistas. De fato, uma vez que os economistas disseram aos ministros das finanças que ter um déficit era um ato meritório, e até mesmo que, enquanto houvesse recursos disponíveis, os gastos extraordinários do governo nada custariam ao povo, foram eliminados todos os obstáculos efetivos que se antepunham ao rápido aumento dos gastos do governo”(HAYEK, 1986, p. 114-115).

<sup>164</sup> Friedrich Hayek esclarece que “(...) simplesmente não existe esse fenômeno denominado inflação provocada pelo aumento de custos. Nem salários mais altos, nem os preços majorados do petróleo, ou mesmo das importações em geral, são capazes de elevar o preço médio de todos os bens a não ser que os compradores recebam mais dinheiro para comprá-los. Aquilo que se denomina inflação provocada pelo aumento dos custos é apenas o efeito de aumentos na quantidade de dinheiro que governos sentem necessidade de efetuar a fim de evitar o desemprego resultante de um prévio aumento dos salários (ou de outros custos), concedido na expectativa de que o governo aumentasse a quantidade de dinheiro. Pretendem, assim, fazer com que todos os trabalhadores possam encontrar emprego, graças a um aumento na demanda de seus produtos. Se o governo não aumentasse a quantidade de dinheiro, esse aumento nos salários de um grupo de trabalhadores não acarretaria um aumento no nível geral de preços; conduziria simplesmente a uma redução das vendas e, portanto, ao desemprego” (HAYEK, 1986, p. 91).

<sup>165</sup> Em passagem do seu livro, Friedrich Hayek explica porque a inflação é ruim: “O efeito sobre as rendas relativas é apenas um dos efeitos da deformação de toda a estrutura de preços relativos, embora, para o observador superficial, seja o mais evidente. O que, a longo prazo, prejudica ainda mais o funcionamento da economia e, afinal, tende a torná-la inoperante o sistema do mercado livre, é o efeito dessa estrutura deformada de preços no mau direcionamento do emprego de recursos e na canalização da mão-de-obra e de outros fatores da produção (especialmente o investimento de capital) para aplicações que só permanecem rentáveis enquanto a inflação se acelerar. É esse efeito que produz as grandes ondas de desemprego, mas que os economistas que utilizam a abordagem macroeconômica geralmente ignoram ou subestimam” (HAYEK, 1986, p. 76).

<sup>166</sup> Diferente dos keynesianos, os monetaristas tendem a sustentar que toda a inflação é perigosa. Isto porque “o estímulo geral inicial gerado por um aumento da quantidade de dinheiro é devido, principalmente, ao fato de que os preços e, portanto, os lucros, acabam sendo mais altos do que o esperado. Todos os empreendimentos são bem-sucedidos, inclusive alguns que deveriam fracassar. (...) A política monetária enfrenta então um desagradável dilema. Para manter o grau de atividade que criou por meio de uma inflação suave, terá de acelerar a taxa de inflação e realizá-la repetidamente, uma taxa cada vez maior (...)” (HAYEK, 1986, p. 92).

<sup>167</sup> Para Friedrich Hayek, a inflação tem origem direta com “o monopólio governamental da emissão do dinheiro e do controle monetário”. Ao emitirem a moeda, segundo Friedrich Hayek, os governos camuflam a depreciação



de cobrir *déficits* com emissões (...)”(HAYEK, 1986, p. 24). Logo, conclui que o mais correto seria a desestatização do dinheiro<sup>168</sup> (fim da moeda de curso legal<sup>169</sup>), com o fim dos bancos centrais e a permissão de concorrência entre bancos privados globais<sup>170</sup>, o que eliminaria o problema da taxa de câmbio e os custos decorrentes da manutenção de políticas monetárias<sup>171</sup> para os Estados. Tal saída, contudo, é por ele, ou seja, pelo próprio autor, tratada como utópica<sup>172</sup>, devido a imagem que existe no inconsciente social de que o Estado confere um valor para a moeda.

Wolfgang Streeck - como Giovanni Arrighi - é um crítico de Friedrich Hayek em especial no tocante aos ideais de unificação dos países europeus e aos problemas democráticos que surgem em razão do poder econômico de países como a Alemanha. A crítica é pertinente e válida, eis que a abordagem realizada por Friedrich Hayek, em muitas vezes, prega um Estado fraco, inclusive diante de bancos privados e não menciona questões relacionadas ao desenvolvimento econômico e à redistribuição de renda (STREECK, 2013, e-book)<sup>173</sup>.

E é mergulhada na discussão acima, que se inicia a segunda fase do processo de

---

da moeda e a evasão de divisas. Não se pode esquecer também da senhoriagem (taxa cobrada para cobrir os custos da cunhagem) (HAYEK, 1986, p. 14-15).

<sup>168</sup> De acordo com Friedrich Hayek, “a maneira pela qual se poderia reconciliar a elasticidade do estoque e a estabilidade do valor do dinheiro constitui um genuíno problema que só será solucionado se o emissor de uma determinada moeda tiver consciência de que o seu negócio depende de regular de tal forma a quantidade de sua moeda, que o valor de sua unidade permaneça estável (em termos de bens)” (HAYEK, 1986, p. 102).

<sup>169</sup> Friedrich Hayek explica que: “em seu sentido estritamente jurídico, ‘curso legal’ significa apenas um tipo de dinheiro que um credor não pode recusar na liquidação de uma dívida contraída na moeda emitida pelo governo. (...) No mais, refere-se somente aos meios de liquidação de dívidas contraídas em termos do dinheiro emitido pelo governo ou devido por ordem de um tribunal de justiça. Na medida em que o governo possua o monopólio da emissão de moeda e o empregue para estabelecer um tipo de dinheiro, provavelmente, também deve ter o poder de determinar por meio de que tipo de objetos podem ser liquidados débitos expressos por essa moeda” (HAYEK, 1986, p. 29).

<sup>170</sup> Friedrich Hayek destaca, em sua obra, que outros autores monetaristas são contrários à sua tese da desestatização (HAYEK, 1986, p. 78).

<sup>171</sup> Para Friedrich Hayek, as vantagens podem ser assim resumidas: (i) “os bancos emissores, guiados somente por sua busca de lucro, serviriam ao interesse público melhor do que qualquer instituição que supostamente tivesse isso como meta jamais fez ou poderia fazer (...)”; (ii) “(...) livre iniciativa teria sido capaz de fornecer um dinheiro que assegurasse a estabilidade e de, empenhando-se em obter lucro, conduzir as instituições privadas a fazê-lo, se lhes tivesse sido permitido (...)”; (iii) “com o desaparecimento de moedas territoriais distintas, desapareceriam, é claro, os chamados “problemas de balança de pagamentos” que, segundo se acredita, causam grandes dificuldades para a atual política monetária”; (iv) “desaparecimento daquilo que se denomina “política de juros (...)” (HAYEK, 1986, p. 96-99).

<sup>172</sup> A respeito, Friedrich Hayek: “A ideia de abolir totalmente a prerrogativa milenar dos governos de ter o monopólio do dinheiro é ainda tão estranha e até mesmo alarmante para a maioria das pessoas, que não vejo qualquer possibilidade de ela vir a ser adotada em futuro próximo” (HAYEK, 1986, p. 14).

<sup>173</sup> Consta na obra de Friedrich Hayek que: “As duas reformas distintas que proponho na ordem política e econômica são realmente complementares: o tipo de sistema monetário que proponho só será possível no contexto de um governo limitado – que, do resto, não temos – e uma limitação do governo pode implicar em privá-lo do monopólio da emissão de dinheiro. Na verdade, a privação desse monopólio necessariamente derivaria da limitação a que o governo estiver submetido” (HAYEK, 1986, p. 78).

financeirização, a qual, segundo François Chesnais, como já mencionado, é marcada pelo amplo processo de desregulamentação monetária e financeira, o que permitiu grande integração entre os sistemas financeiros nacionais – o que demonstra o fortalecimento da corrente monetarista<sup>174</sup>.

Entre os anos de 1978/1979, houve uma alteração na política monetária norte-americana<sup>175</sup>. A nova política monetária do *Federal Reserve Bank* estabelecida por Paul Volker era caracterizada por quatro medidas que visavam ao reestabelecimento da confiança no dólar (e a controlar a inflação). São elas: (i) elevação das taxas de juros acima do índice de inflação – a taxa de juros passou a ser um novo mecanismo de regulação (tratava-se de um mecanismo para atrair capital)<sup>176</sup>; (ii) a desregulamentação (competição/concorrência com os mercados *offshores*); (iii) o aumento da dívida pública (para financiar a alta de juros) e, por fim, (iv) a luta interestatal por poder (ARRIGHI, 1996, p. 327-328).

Por que a guinada monetarista de Paul Volker foi aceita? Ora, devido ao “fracasso das políticas de reerguimento a partir da demanda, a estagflação dos fins da década de 70 e a determinação de romper as condições que ainda permitiam aos assalariados defender seu poder de compra e manter suas conquistas sociais” (CHESNAIS, 1996, p. 17). Inicia-se, neste momento, a chamada Revolução Conservadora de Margareth Thatcher e Ronald Reagan ou revolução monetarista<sup>177</sup>. A respeito da desregulamentação, Giovanni Arrighi esclarece que:

<sup>174</sup> Os fatos, que marcam o início da segunda fase, e são indicados por François Chesnais são: “Início do monetarismo nos Estados Unidos e Reino Unido. Liberalização dos movimentos de capitais. Securitização da dívida pública. Rápida expansão dos mercados de bônus. Políticas monetárias de atração de investidores estrangeiros. Arbitragem internacional sobre os mercados de bônus. Início da desintermediação da demanda privada de liquidez dos grupos industriais e das instituições financeiras. Crescimento muito rápido dos ativos de fundos de pensão e dos *mutual funds*. Crescimento rápido dos derivativos. Expansão internacional das operações dos fundos de pensão e dos *mutual funds*. *Junk bonds* e recursos alavancando os mercados de títulos das propriedades de empresas em Nova York e Londres” (CHESNAIS, 1996, p. 24). Vale salientar que os fatos que estão inseridos na primeira fase foram descritas na nota de rodapé nº 102 do presente trabalho.

<sup>175</sup> Vide Giovanni Arrighi (ARRIGHI, 1996, p. 325). Robert Guttman, por sua vez, explica, também, que houve uma mudança estratégica do FED – Federal Reserve Bank. Abandonou-se a política keynesiana de taxa de juros baixa para uma política monetarista. E qual era a nova política? Era marcada pela “progressiva eliminação dos tetos para depósitos bancários e empréstimos. Essa medida, que veio complementar a desregulamentação das taxas de juros, foi motivada pela constituição de fundos de mercado monetário, cujos rendimentos não regulamentados e a característica de alta liquidez haviam suscitado a retração de depósito das contas bancárias regulamentadas de baixa rentabilidade” (GUTTMANN, 1996, p. 69).

<sup>176</sup> Robert Guttman esclarece que: “A elevação das taxas de juros liberalizadas se impôs como novo mecanismo de regulação, em nível mundial, direcionando a alocação do capital e os processos de reestruturação industrial. (...); a volatilidade inerente das taxas de juros e taxas de câmbio determinadas pelo mercado suscitou um salto qualitativo no aumento do capital fictício gerado pela maciça especulação com ativos financeiros, tendência alimentada pela securitização do crédito e pela transformação da moeda em mercadoria” (GUTTMANN, 1996, p. 85).

<sup>177</sup> Suzanne Brunhoff explica que: “um breque político à inflação foi aplicado em 1979 nos Estados Unidos



Os incentivos pecuniários para que o capital circulante se recentralizasse nos Estados Unidos foram suplementados e complementados por um grande impulso de “desregulamentação”, que proporcionou às empresas e instituições financeiras norte-americanas e não norte-americanas uma liberdade de ação praticamente irrestrita nos Estados Unidos. Depois de migrar de Nova York para Londres na década de 1960, e dali, na década de 1970, para mercados “realmente” *offshore* espalhados pelo mundo inteiro, as operações da elite financeira nova iorquina, na década de 1980, puderam finalmente ser recentralizadas em casa, onde passaram a desfrutar de tanta liberdade de ação quanto qualquer outro lugar poderia oferecer e, além disso, de uma vantagem crucial que nenhum outro lugar podia oferecer – a proximidade social e política do que continuava a ser o centro mais proeminente do Poder Mundial (ARRIGHI, 1996, p. 327-328).

As medidas foram efetivas e, em 1980, a inflação, nos E.U.A. e na Europa, foi vencida.

Em 1980, a Inglaterra aboliu o controle sobre as bolsas de valores e o segundo maior mercado financeiro, após o americano, foi criado em Londres, no ano de 1982. A Alemanha, em 1981, ainda cautelosa com a desregulamentação financeira, abandonou o controle de capitais internacionais (CASTELLS, 2006, p. 179). Em 1984, é adotado nos EUA a política do “grande demais para quebrar”<sup>178</sup>. Em 1985, o Banco Mundial criou a expressão “mercados emergentes”. Tratava-se da intenção de atrair capitais para “mercados de Terceiro Mundo”, tais como Ásia, Rússia e Brasil. Contudo, indicava, acima de tudo, uma nova era de integração financeira (CASTELLS, 2006, p.177). Em 1986, a França criou a sua própria bolsa de futuros, a MATIF (*Marché à Terme Internacional de France*) – (CASTELLS, 2006, p. 179).

---

(medidas de Volcker) e no Reino Unido (Thatcher): na maior potência financeira e na sede do mais importante mercado cambial internacional. A forte elevação das taxas de juros, que se difundiu por toda parte, em função da mobilidade dos capitais e das políticas neoliberais dos grandes Estados capitalistas, modificou as condições de financiamento, interno e externo, das economias mundiais. (...) É certo que o Estado continua gerindo o sistema de pagamentos interno: papel do Banco Central para ‘empréstimos em última instância’, socorro aos grandes bancos *too big to fail*, garantia dos depósitos bancários, ao mesmo tempo que o Banco Central influencia o custo do crédito interno mediante a variação de suas taxas de intervenção. Mas o nível dessas taxas depende também da sustentação da moeda nacional no mercado cambial e das novas normas das finanças internacionais – remuneração elevada, inflação baixa” (BRUNHOFF, 1996, p. 50-51).

<sup>178</sup> Robert Guttman salienta que: “(...) a desregulamentação da moeda de crédito aumenta a instabilidade do sistema bancário, os governos são obrigados a garantir a qualidade da moeda como bem público, saindo em socorro dos bancos em apuros. Infelizmente, as intervenções como “empréstimo em última instância” tendem a aumentar ainda mais a instabilidade. Sabendo que, em caso de falência, vão poder contar com a ajuda estatal, os bancos podem ter a tentação de implementar estratégias ainda mais arriscadas. Se funcionarem, vão render muito e, se não funcionarem, os prejuízos podem ser transferidos para outros. Este problema de cunho moral demonstra, por si só, o custo social potencial da desregulamentação dos bancos e do socorro aos mesmos quando seu campo de atividades se expande além da conta. Seria mais razoável manter a estabilidade do sistema bancário começando por instaurar uma regulamentação adequada. Mais cedo ou mais tarde, os governos terão de estabelecer um novo quadro de regulamentação capaz de enfrentar o desafio do dinheiro eletrônico e das atividades bancárias transacionais” (GUTTMANN, 1996, p. 72).

François Chesnais afirma que o período compreendido entre os anos de 1978 e 1987, além da plena desregulamentação do sistema financeiro como anteriormente mencionado, é marcado pela securitização da dívida pública<sup>179</sup>, em especial a dívida dos E.U.A. (CHESNAIS, 1996, p.12). Contudo, como será demonstrado, a securitização, neste ponto, deve ser compreendida em sentido amplo, ou seja, como o mercado da “não intermediação financeira”, o que era materializado pela emissão de títulos (ou bônus) no mercado de capitais. Para Robert Guttman este período é marcado por “mudanças radicais na interação entre a moeda e crédito e a atividade econômica, em detrimento dos níveis de emprego e do desenvolvimento” (GUTTMANN, 1996, p. 69). Novos instrumentos passam a ser utilizados: “a desregulamentação da moeda, as altas taxas de juros como novo mecanismo de regulação e a securitização do crédito” (GUTTMANN, 1996, p. 69).

Nota-se, portanto, fundamental salientar que os Estados tiveram forte participação no processo de financeirização, eis que, em primeiro lugar, assim como a iniciativa privada (no caso, em especial, o estadunidense, como será demonstrado no item 1.4), utilizaram-se do instrumento jurídico da securitização para expandir o seu crédito (se as razões do aumento da demanda estão atrelados à adoção de políticas keynesianas ou mesmo a modificação do ciclo sistêmico de acumulação – da expansão material para a financeira - não é o foco do presente trabalho). O importante é extrair que o Estado participou ativamente da construção do modelo de fluxos financeiros, mediante a desregulamentação, a qual estimulou, por sua vez, a criação de tais caminhos abstratos, utilizados pelo capital financeiro.

Conforme será demonstrado no item a seguir (1.3), a criação de mercado de bônus auxiliou tanto a iniciativa privada, como os Estados<sup>180</sup>. Referido mercado “permitiu o financiamento dos *déficits* orçamentários através da colocação de bônus do Tesouro e outros títulos da dívida nos mercados financeiros” (CHESNAIS, 1996, p. 26). O programa estadunidense da “Guerra nas estrelas” assim como o armamentista – em que pese a adoção

---

<sup>179</sup> A financeirização em si, ou seja, o mercado dos títulos da dívida pública será tratado no item a seguir.

<sup>180</sup> Márcio Ferro Catapani esclarece, por exemplo, que a doutrina mais tradicional a respeito de títulos da dívida pública está superada, eis que classificava-os como títulos de crédito. Como os títulos da dívida pública possuem restrições em relação ao critério autonomia e de literalidade, a forma mais adequada de classificá-los juridicamente seria descrevê-los como “instrumentos financeiros”, em que pese uma semelhança próxima ao conceito de valores mobiliários (mas que no Brasil, por disposição expressa em lei, não se enquadram, eis a exclusão – artigo 2º, parágrafo 1, inciso I da Lei de n 6.385/1976). No direito estadunidense não há a figura do instrumento financeiro. Toda a estrutura gira em torno das “*securities*” (CATAPANI, 2014, p. 220-223 e 424-427).

do discurso monetarista – foram financiados pela securitização da dívida pública<sup>181</sup>, a qual contribuiu para o crescimento do *déficit* dos Estados Unidos da América (CHESNAIS, 1996, p.27). François Chesnais destaca, que: “os mercados de bônus públicos tornam-se, assim, a ‘espinha dorsal’ dos mercados de bônus internacionais – expressão usada pelo FMI (1994)”. Para exemplificar, o autor menciona que: “(...) a dívida federal dos Estados americanos era de 322 bilhões de dólares em 1970, 906 bilhões de dólares em 1980, 4.061 bilhões de dólares em 1992. Em relação ao orçamento federal, o serviço da dívida passou de 12,7% em 1980 para 20,1% em 1990” (CHESNAIS, 1996, p. 27).

Por fim, há a última fase que se iniciou em 1986, quando houve a integração dos mercados acionários (*stock exchanges*) ao mercado financeiro. No referido ano, estourou, segundo François Chesnais “o *big bang* na *City*, forçando todas as outras praças a acelerarem seu processo de liberalização” (CHESNAIS, 1996, p. 29). Ocorreu, neste período, a expansão desta nova lógica para os denominados países emergentes. Há, aqui, também, a expansão de inúmeras crises financeiras<sup>182</sup>. As principais foram as seguintes: (i) Segunda-Feira Negra, em

---

<sup>181</sup> Quando se fala em securitização da dívida pública estadunidense é importante esclarecer que a securitização é adotada em um conceito amplo, ou seja, como um processo de desintermediação financeira que será tratada no item a seguir (item 1.3). Mas, neste ponto, torna-se importante esclarecer que o termo “securitização” é adequado, justamente, porque não há na regulação qualquer texto a respeito de “títulos propriamente ditos”. Nos E.U.A., o próprio Estado adota a noção de “*securities*”. Tanto é que a regulação parte do “*Securities Act* de 1933” e do “*Securities Exchange Act* de 1934”. A definição ampla de “*securities*” nos E.U.A. permitiu maleabilidade ao sistema norte-americano e permitiu ao Estado uma rápida adaptação aos negócios realizados no mercado de capitais. Todos os papéis emitidos pela União e Estados e subdivisões (ou mesmo Administração Indireta, tais como Bancos estatais) denominam-se “*Government Securities*”. Todos os que estão ligados aos Municípios são classificados como “*Municipal Securities*”. Inclusive, destaca-se que os “*Municipal Securities*” estão previstos desde 1934, eis que previsto no “*Securities Exchange Act*”. Outra informação relevante é de que os “*Government Securities*” não estão submetidos ao SEC – Securities and Exchange Commission. Já os “*Municipal Securities*” estão submetidos ao “*Municipal Securities Rulemaking Board*” (CATAPANI, 2014, p. 165-166 E 220-223).

<sup>182</sup> Segundo François Chesnais são cinco as fragilidades que levam a propagação da crise financeira, eis que aumentam os riscos sistêmicos. São elas: (i) em primeiro lugar, trata-se da existência de um mercado de finanças marcado por um mercado de títulos, eis as peculiaridades a ele atribuídas - geralmente capital fictício; (ii) em segundo lugar, a resposta imediata por meio de rápidos e sólidos mecanismos que garantam liquidez às operações de mercado (com a desregulamentação houve o enfraquecimento da intermediação financeira, logo, países financeirizados não possuem mecanismos para combater as crises); (iii) em terceiro lugar; a propagação da especulação para outros mercados que não apenas os financeiros (ex: matéria-prima e imobiliário); (iv) em quarto lugar, a acelerada desregulamentação dos países emergentes apenas destacam a distinção entre os países, uma vez que economias muito fracas acabam sendo equiparadas a fortes; (v) por fim, a fraqueza dos mecanismos vitais para injetar liquidez financeira no sistema internacional e dos mecanismos para “socialização dos prejuízos” (CHESNAIS, 1996, p. 262-265).

19 de outubro de 1987 – *crash* de *Wall Street*<sup>183</sup>; (ii) Crise do peso Mexicano, em 1994<sup>184</sup>; (iii) Crise dos Gigantes Asiáticos, em 1997<sup>185</sup>; (iv) Crise do Rúblo ou Moratória Russa, em 1998 e, por fim, (v) a Crise da Argentina, entre os anos de 2001-2002. A crise das *subprimes* (2007-2008), bem como a Grega (2009-2010) serão tratadas, de forma específica, nos itens 1.3 e 1.4.

O motivo da expansão das inúmeras crises financeiras é simples: o fim da regulamentação do sistema bancário provocou os bancos a ingressarem em uma concorrência bem mais ativa, a fim de atrair fundos. Com o encarecimento de suas fontes, tais instituições, tentando manter as margens de lucros, passaram a investir em ativos mais rentáveis e mais arriscados também. Muitos bancos passaram a atuar emprestando para (i) incorporações imobiliárias; (ii) países em desenvolvimento ou ainda passaram a especular por meio de (iii) títulos públicos (GUTTMANN, 1996, p. 72)

Mas qual a ligação com a primeira década do novo século (quarta fase)<sup>186</sup>?

Para Wolfgang Streeck, a década de 1970 foi marcada pelo amplo processo de financeirização que culminou no endividamento do Estado, o que acarretou inúmeros problemas, inclusive, a atual crise mundial. Para referido autor, a atual crise econômica estaria assentada em um tripé: o primeiro alicerce seria a crise das Instituições Financeiras (bancos), a qual será tratada nos itens 1.3 e 1.4 (“*crise do crédito*”); o segundo alicerce diz respeito ao orçamento público (crise orçamental), que, diga-se de passagem, está endividado (orçamento

---

<sup>183</sup> Mencionada crise ocorreu em duas praças distintas: a primeira em *Wall Street* e depois em Chicago (mercados de derivativos de contratos a prazo sobre índices – *stock-index futures*). As origens da crise estavam relacionadas a vários fatores conjugados, dentre eles: apresentação de projeto ao Congresso Nacional estadunidense reduzindo as vantagens fiscais ligadas às fusões e aquisições relativas às ofertas públicas; rumores de desacordo entre ministros das finanças no âmbito mundial; déficit elevado da *United Airlines* antes de uma grande operação; e taxa de juros elevada. Em 19 de outubro de 1987 o mercado despencou 22,6%. Os bancos centrais realizaram uma intervenção direta, em especial o FED – *Federal Reserv Bank*. As consequências dessa operação serão trabalhadas, especialmente, ao tratar do *crash* de 2008 das *subprimes* (CHESNAIS, 1996, p 272-274).

<sup>184</sup> A crise mexicana possui origem no orçamento estatal. Em 1982, o Estado mexicano estava endividado com os bancos internacionais, que haviam concedido empréstimo a médio prazo. A crise foi provocada, justamente, pela incapacidade do México em honrar com tais valores. Tratava-se de uma crise caracterizada como “no contexto de um mercado financeiro dependente, a interconexão estreita entre o mercado de câmbios e o de títulos, principalmente o de títulos de dívida pública” (CHESNAIS, 1996, p. 286).

<sup>185</sup> O início dos problemas deu-se na Tailândia em 1997. No mês de agosto, se propagou para a Malásia, Indonésia e Filipinas. No final deste mês, atingiu Cingapura e Hong Kong. Em novembro do mesmo ano, Coréia do Sul foi obrigada a reconhecer que não possuía mais condições de atuar sozinha. Logo após, o Japão passou a sentir os primeiros desgastes. Contudo, deve-se deixar claro que a origem da crise da Ásia é distinta da do México. Isto porque o endividamento exterior da Ásia não era estatal, e sim privado. E mais: as economias asiáticas, em razão do modo de produção flexível que adotavam, eram mais interconectadas. Os empréstimos privados caracterizam-se por cadeiras de créditos de dívidas extensas e imbrincadas. Trata-se da política de endividamento. (CHESNAIS, 1996, p. 295-318).

<sup>186</sup> Destaca-se que a quarta fase será tratada nos itens 1.3 e 1.4 da presente tese.

endividado) – como foi demonstrado, em especial, na segunda fase do processo de financeirização, eis que a atuação do Estado, em especial, por meio da emissão de títulos da dívida pública, foi determinante –; e, por fim, o terceiro alicerce que se refere ao baixo crescimento econômico (STREECK, 2013, e-book). A respeito da ligação entre os alicerces, Wolfgang Streeck esclarece que:

Existe, manifestamente, uma ligação estreita entre as três crises: a crise bancária está ligada à crise do Estado através do *dinheiro*, a crise bancária está ligada à crise da economia real através do *crédito*, e as crises das finanças públicas estão ligadas à economia real através das *despesas e receitas públicas* (STREECK, 2013, e-book).

Conforme será demonstrado, Wolfgang Streeck atribuiu o problema orçamentário à baixa arrecadação que é suprida pelo Estado, por meio do serviço da dívida. Por outro lado, Robert Guttman relaciona os títulos da dívida com a atividade bancária. Para o autor:

O mercado de títulos estatais – cujo aumento espetacular deveu-se ao contínuo aumento dos déficits orçamentários da maioria dos países industriais, ao longo de cerca de meio século – oferece hoje aos investidores um instrumento de alta liquidez e relativamente sem risco, para aplicação dos recursos líquidos disponíveis (GUTTMANN, 1996, p. 77).

É fato que a financeirização, em especial, foi a alternativa para suprir a ausência de crédito perante instituições financeiras privadas e estatais (em decorrência da crise da década de 1970), mas, com o passar dos anos, e sem a devida regulamentação, tornou-se o motor da crise bancária, conforme será demonstrado no item 1.4. Tal crise, por sua vez, foi o motor do endividamento do orçamento estatal ao longo de 2008 e dos anos seguintes<sup>187</sup>. Isto porque em muitas oportunidades o Estado acabou administrando as crises financeiras, em um processo de “socialização dos prejuízos”. Robert Guttman esclarece que:

Dada as várias formas de operações de crédito e de transações com títulos que

---

<sup>187</sup> O “salto mais dramático no endividamento, registrado após a Segunda Guerra Mundial, portanto o de 2008 e dos anos seguintes, não tem manifestamente qualquer relação com uma inflação de reivindicações legitimadas democraticamente pelos cidadãos eleitores. Se houve reivindicações acrescidas, essas vieram dos grandes bancos em situação difícil. Esses conseguiram apresentar-se como ‘*too big to fail*’ - como ‘relevantes para o sistema’ - e, por isso, dignos de resgate, sobretudo também com a ajuda de muitos e influentes agentes seus nos aparelhos de Estado (...). Os bancos aproveitaram-se do medo que os cidadãos e os governos têm de uma possível derrocada da economia real, medo esse que abriu o caminho a um keynesianismo de regate dispendioso no qual o que estava em causa não era um auto enriquecimento frívolo da massa de eleitores, através da distribuição de propriedade sem dono, mas sim o impedimento do empobrecimento coletivo. (...) Aliás, os estudos quantitativos que encontraram uma relação positiva entre a dimensão do setor financeiro de um país e a extensão do novo endividamento depois da crise, mostram que o agravamento da crise orçamental após 2008 não se deve a demasiada democracia, mas sim à crise financeira” (STREECK, 2013, e-book).

atualmente caracterizam o capital fictício, os prejuízos causados em algum ponto dessa estrutura em teia de aranha podem ter repercussões e efeitos de contágio potencialmente mais significativos. Basta lembrar o impacto mundial do *crash* das bolsas, em outubro de 1987, ou as repercussões mundiais da crise mexicana (fuga dos capitais de outros mercados emergentes, intensificação da crise do dólar) para exemplificar este ponto de vista. Até agora, essas crises foram administradas com eficácia pelos bancos centrais, que injetaram grandes quantias de fundos líquidos nos mercados financeiros, antes que o curto circuito se tornasse incontrolável, intervenções desse tipo “socializam os prejuízos”, repartindo-os num espaço social maior ou escalonando-os no tempo (GUTTMANN, 1996, p. 84-85).

Daí a relação com o terceiro alicerce: baixo crescimento econômico. Isto porque se discute se o mais correto é propor, ou não, políticas de austeridades para Estados com baixo crescimento econômico, além, é claro, da concessão ou não de crédito por instituições públicas e privadas de forma a estimular o desenvolvimento (STREECK, 2013, e-book). Como alternativa ao atual contexto, Wolfgang Streeck conclui:

Hoje, como discutiremos mais adiante, a solução da persistente crise financeira e orçamental parece exigir nada menos do que uma redefinição radical da relação entre política e economia, através de uma reforma total do sistema estatal, especialmente na Europa, no coração do Estado-providência moderno, sendo que não é, de todo, certo que as alterações tão profundas sejam sequer realizáveis no curto espaço de tempo disponível para solucionar a crise (STREECK, 2013, e-book).

Para Wolfgang Streeck, há a necessidade de estimular o crescimento para evitar um consumismo financiado a crédito (STREECK, 2013, e-book).

François Chesnais, ainda no século passado, ou seja, ainda na década de 1990, sustenta a necessidade de repensar o papel do Estado. A respeito conclui o autor: “todos nós pensamos que não existe fatalidade econômica, nem situação que independa de modificações nas relações sociais e que não possa ser solucionada através de políticas corretivas mais ou menos drásticas” (CHESNAIS, 1998, p.14).

No tocante ao processo de financeirização no Brasil e, em especial, em relação aos Estados-membros, a presente tese tratará ao longo do item 3.3 do Capítulo 03, quando abordará a possibilidade ou não de emissão de títulos (debêntures), mediante a criação de companhias securitizadoras (sociedades de economia mista). Contudo, não há como deixar de já mencionar a preocupação com a inserção do Estado brasileiro na economia de fluxos financeiros – mesmo porque o Estado brasileiro há anos utiliza-se dos títulos da dívida pública (securitização distinta da qual será abordada no texto, mas securitização).



Gilberto Bercovici e Luís Fernando Massonetto, por exemplo, demonstram preocupação com o fenômeno da financeirização e o papel do Estado – inclusive partem das transformações econômicas ocorridas ao longo da década de 1970, em especial, dos avanços tecnológicos e do processo da financeirização<sup>188</sup>.

Referidos autores sustentam que “o direito financeiro ignora o tema central da articulação entre constituição financeira, constituição econômica e constituição política dentro da constituição total” (BERCOVICI; MASSONETTO, 2006, p. 57-58). Para os autores, o direito financeiro atual representa a contradição existente entre o novo (i) padrão sistêmico de acumulação (partem dos ensinamentos de Giovanni Arrghi, já trabalhados na presente tese) e (ii) a constituição dirigente<sup>189</sup>. Deste elemento contraditório surge, para Gilberto Bercovici e Luís Fernando Massonetto, o fenômeno da constituição dirigente invertida, por meio da qual, o Estado brasileiro abandona os objetivos descritos no texto constitucional e passa a ter como fim o acolhimento apenas das demandas do mercado financeiro (BERCOVICI; MASSONETTO, 2006, p. 58).

E por que é invertida? Porque na referida Constituição os recursos públicos deixam de ser destinados para os fins sociais para financiar a acumulação de capital. Ou seja, o Poder Público passa atuar de forma a garantir a atração de investimentos privados e a sua remuneração em detrimentos da realização das necessidades públicas. E como é feito? Por meio da destinação dos recursos que deveriam ser encaminhados para a realização dos direitos sociais e serviços públicos para o pagamento da dívida pública. Para Gilberto Bercovici e Luís Fernando Massonetto, neste momento, o direito financeiro no Brasil passa a servir a uma nova função do Estado, materializada na tutela jurídica da renda do capital e da proteção do capital financeiro (BERCOVICI; MASSONETTO, 2006, p. 76-77).

Neste contexto, portanto, torna-se desafio do atual direito financeiro brasileiro

---

<sup>188</sup> Nesse sentido, destaca-se o seguinte trecho: “No entanto, as mudanças do processo de acumulação de capital, notadamente a ‘financeirização’ do capitalismo como ocorre a partir da década de 1970, e a chamada ‘transfiguração crítica’ (Luiz Gonzaga Belluzzo), ou seja, o desenvolvimento tecnológico a um nível tal que chega a dispensar a força de trabalho humana, vão alterar a função do fundo público no sistema capitalista. O fundo público continua sendo um instrumento essencial, mas não serve mais, preponderantemente, para, por meio de direitos sociais e serviços públicos, assegurar a reprodução da força de trabalho, passando também a ser disputado com o objetivo de garantir a remuneração do próprio capital” (BERCOVICI; MASSONETTO, 2006, p.68).

<sup>189</sup> Bercovici entende que: “Para a teoria da Constituição Dirigente, a Constituição não é só garantia do existente, mas, também, um programa para o futuro. Ao fornecer linhas de atuação para a política, sem substituí-la, destaca a interdependência entre Estado e sociedade: a Constituição Dirigente é uma constituição estatal e social. No fundo, a concepção de Constituição Dirigente para Canotilho está ligada à defesa da mudança da realidade pelo direito. Seu sentido, seu objetivo é o de dar força e substrato jurídico para a mudança social. A Constituição Dirigente é um programa de ação para a alteração da sociedade” (BERCOVICI, 2005, p. 35).

construir pilares para que o instrumento jurídico objeto da presente tese – securitização – não se torne fim do Estado (em caráter especulativo), mas sim que sirva como mecanismo para a administração de recursos financeiros (*managed money*), em uma economia marcada pelos fluxos globais, ou seja, sem fronteiras e imediatos. Que a securitização seja utilizada em prol do desenvolvimento, o que garantirá a redução das desigualdades sociais e a plena fruição dos direitos sociais consagrados na Constituição Federal de 1988 e não represente, simplesmente, um instrumento de estímulo do capital financeiro em detrimento do produtivo, deslocando a riqueza do Estado para um grupo restrito de pessoas, estimulando, cada vez mais, a desigualdade social. Não se trata simplesmente de uma opção pelo não endividamento, mas a securitização deve ser vista como uma opção, inserida em um contexto de orçamento sustentável<sup>190</sup>.

### **1.3 O mercado financeiro do final do século XX e início do XXI: transformações e a aproximação com o mercado de capitais.**

Como demonstrado no item anterior (1.2), a financeirização corresponde, em verdade, ao resultado de um somatório de fatores, dentre eles tentativas dos Estados em resolver problemas econômicos relacionados ao endividamento, a baixa taxa de crescimento econômico e a inflação alta e persistente (BUCHANAN, 2017, p. 12). Contudo, este pensamento não é unânime. Para outros, a financeirização refere-se à saída encontrada pelo capital para a crise sistêmica ou, ainda, corresponde a uma resposta do capital à crise de legitimidade, nas palavras de Wolfgang Streeck.

Certo é, contudo, que o desenvolvimento da financeirização foi estimulado pela reforma neoliberal, eis que esta é caracterizada pela desregulamentação financeira (FARIA, 2010, p. 12), o que resultou no livre trânsito de mercado de títulos, de ações e de câmbio, fortalecendo o capital financeiro em detrimento do capital produtivo.

Por que compreender o processo de financeirização é importante para o estudo da securitização? Porque a securitização – objeto da presente tese – possui íntima ligação com este contexto, eis que representa, como já salientado, um dos seus motores. Em poucas

---

<sup>190</sup> Conforme nota de n. 23.



palavras, a securitização refere-se a um “processo que é uma pré-condição para a financeirização, mas não contém em si todas as propriedades da financeirização” (BUCHANAN, 2017, p. 2). Neste sentido, destaca-se a ilustração (ENGELLEN apud BUCHANAN, 2017, p.3):

Globalização				
Financeirização			Mercantilização	
Securitização	Desintermediação	Liquidez	Liberalização	Privatização

\*\* Bonnie Buchanan extrai o quadro acima da obra de Ewald Engelen, E. (2008) - “The case for financialization. Competition and Change” - tradução nossa.

São três, portanto, os pilares da financeirização: (i) liquidez (fluxos); (ii) desintermediação, ou seja, o fim do modelo tradicional de oferecimento de crédito (substituição do modelo de intermediação) e, por fim, a (iii) securitização. Os três itens serão aqui tratados. O primeiro será a liquidez, representada pela noção de fluxos financeiros.

Deve-se salientar que a financeirização, como já visto nos itens 1.1, em conjunto com a mercantilização, a qual é, por sua vez, marcada pela liberalização e privatizações, auxiliou a composição do que se denomina economia global. Nesta economia, dita global, por meio do qual os recursos percorrem distintos sistemas, a noção de fluxos é fundamental. O fluxo financeiro garante a liquidez. E, atualmente, a esfera que mais garante referida liquidez é o mercado de títulos públicos<sup>191</sup> (conforme já demonstrado, os Estados soberanos possuem expressiva participação nesta área<sup>192</sup>).

Desde já, como salientado no item anterior, é importante deixar claro que, ao longo das décadas de 1950 e 1960, o capital financeiro não possuía forças. Dentre os anos 1966 a 1982, com o desenvolvimento do mercado das eurodivisas, o capital financeiro começa a

<sup>191</sup> São seis as razões pelas quais o Estado optou pela emissão de títulos públicos: (i) em primeiro lugar, porque a emissão de títulos no mercado é mais simples do que a realização de contratos de mútuo individualizados – inclusive, atualmente, são todos escriturais, o que, além de ajudar no controle, não demanda a confecção e impressão das cédulas; (ii) em segundo lugar, o sistema de negociação é mais simples e permite que todos os interessados participem, uma vez que o ambiente é virtual – o que aumenta o número de interessados; (iii) em terceiro lugar, porque há estímulo a participação de investidores porque os títulos garantem liquidez de ativos; (iv) em quarto lugar, porque os títulos públicos, em razão de suas características (nominativo e escritural), possuem a função da circulação de crédito; (v) em quinto lugar, atos normativos garantem a padronização, o que proporciona ao Estado, além de um controle mais adequado, a redução do custo de administração da dívida pública; (vi) por fim, a busca pelo mercado de capitais é mais justificável do ponto de vista da moralidade, uma vez que reduz as possibilidades de favorecimentos pessoais (CATAPANI, 2014, p. 42-55).

<sup>192</sup> Uma observação deve ser realizada: no Brasil, os títulos públicos em geral ainda não são negociados em um sistema próprio de bolsa de valores, mas sim em um mercado de balcão organizado (CATAPANI, 2014, p. 44).

ganhar corpo, contudo, não tinha a força que tem hoje em razão da estagflação. Em verdade, a inflação, por um bom tempo, foi vantajosa para o capital produtivo, ou seja, industrial<sup>193</sup>. Com o fim da inflação e a desregulamentação, o capital financeiro fortaleceu-se a partir do ano de 1982, em especial, de títulos públicos.

E quais foram as razões para fortalecimento do mercado de títulos? Segundo Robert Guttman são três as razões<sup>194</sup>: (i) avanços tecnológicos, (ii) criação de novos instrumentos financeiros e, por fim, (iii) gestão de riscos e abandono da intermediação financeira (GUTTMANN, 1996, p.77-79). A respeito dos avanços tecnológicos, Robert Guttman esclarece que:

Os títulos também foram afetados pela revolução na informática e tecnologias de comunicações, revolução que veio romper o monopólio de informações dos bancos tornando bem mais acessíveis os dados sobre as empresas e os mercados e melhorando significativamente a eficácia dos mercados financeiros, em termos de volume e rapidez. Esse deslocamento, em detrimento dos empréstimos em prol dos títulos, abalou a posição dos bancos comerciais no sistema de crédito, embora beneficiasse as instituições financeiras muito empenhadas no mercado de títulos, em particular as firmas de investimento coletivos (...) e os fundos de pensão (GUTTMANN, 1996, p. 79-80).

Manuel Castells compartilha este mesmo entendimento. De acordo com o autor, neste novo modo de produção capitalista,

O capital é gerenciado vinte e quatro horas por dia em mercados financeiros globalmente integrados, funcionando em tempo real pela primeira vez na história: transações no valor de bilhões de dólares são feitas em questão de segundos, através de circuitos eletrônicos por todo o planeta  
(...)

As novas tecnologias permitem que o capital seja transportado de um lado para

<sup>193</sup>Em compensação era negativa para o capital financeiro porque: (i) aumento contínuo dos produtos acabados, (ii) quedas dos ativos financeiros, devido a elevação da taxa de juros nominais, além disso (iii) credores perdiam dinheiro ao conceder empréstimos, em razão da desvalorização da moeda (GUTTMANN, 1996, p.68).

<sup>194</sup> Para Manuel Castells, a interdependência dos mercados financeiros decorre de cinco fatores principais. O primeiro, como tratado no item 1.2 e será repetido no item 1.5, é a desregulamentação, na década de 1980, dos mercados financeiros e a liberalização das transações internacionais. O segundo fator é a criação de uma infraestrutura tecnológica formada a partir de telecomunicação avançada, sistemas interativos de informações e computadores potentes, todos capazes de processamento em alta velocidade de diferentes transações (como também já tratado no item 1.1). O terceiro fator está relacionado à criação de novos produtos financeiros, tais como derivativos (futuros, *swaps*). O quarto fator de integração dos mercados financeiros diz respeito aos movimentos especulativos de fluxos, movimentando-se rapidamente com o objetivo de aproveitar diferenças de valorização de moedas. Os fundos de *hedge*, neste caso, são as principais ferramentas de integração. Por fim, o último fator refere-se às firmas de avaliação do mercado, como a Moody's. Tais empresas representam um fator importante porque são capazes de classificar certificados e economias nacionais (CASTELLS, 2006, p. 143-146).

outro entre economias em curtíssimo prazo, de forma que o capital e, portanto, poupança e investimentos, estão interconectados em todo o mundo, de bancos a fundos de pensão, bolsa de valores e câmbio. Os fluxos financeiros, portanto, tiveram um crescimento impressionante em volume, velocidade, complexidade e conectividade (CASTELLS, 2006, p. 143).

A segunda razão do desenvolvimento de mercado de títulos é a criação de novos instrumentos financeiros<sup>195</sup>. Isto porque os integrantes do mercado financeiro perceberam que o melhor seria substituir o modelo dos antigos empréstimos, ou seja, substituir o modelo de intermediação financeira.

Os novos instrumentos financeiros nasceram com o objetivo de garantir a “cobertura de riscos de preços, resultantes da volatilidade das taxas de câmbio e de juros, a partir da sua desregulamentação na década de 70” (GUTTMANN, 1996, p. 81). Nesse sentido, referido autor dá destaque, em especial, para o mercado de derivativos<sup>196</sup>, como, por exemplo, os *swaps* e assim o nascimento da especulação<sup>197</sup>. Otávio Yasbek menciona a década de 1970 como o período fértil da criação dos instrumentos. Referido autor, partindo dos estudos

<sup>195</sup> Para Márcio Ferro Catapani, deve-se compreender por instrumentos financeiros “meios ou mecanismos de representação de posições jurídicas de natureza econômica, criados visando especialmente à sua circulação em um mercado próprio de tais instrumentos” (CATAPANI, 2014, p. 190-191).

<sup>196</sup> Por derivativos deve-se compreender: “todos os contratos negociados cujo valor resulta, total ou parcialmente, do valor de outro ativo, financeiro ou não. Com efeito, o valor de tal contrato deriva de outro contrato, ativo ou índice, refletindo as variações diárias destes, daí o ser nome” (Eizirik et al., 2011, p. 237). No Brasil, o ativo que influenciará o valor do derivativo denomina-se “ativo de referência”. Os derivativos englobam os seguintes mercados (Eizirik et al., 2011, p. 237): (i) mercado a termo (trata-se da compra e venda de um ativo para liquidação em data futura. Corresponde, em verdade, a uma operação de “renda fixa com lastro em determinado ativo”, uma vez que o preço da operação resulta de “uma combinação de seu preço no mercado à vista e da taxa de juros esperada para o prazo contratado” (Eizirik et al., 2011, p. 230); (ii) mercado futuro (corresponde a uma operação de “compra e venda de um determinado ativo para liquidação em data futura especificada” - Eizirik et al., 2011, p. 231. Podem envolver *commodities* ou outros ativos financeiros. O mercado futuro nasceu da atividade de *hedging* - necessidades dos produtores em se proteger contra a instabilidade dos preços da produção - Eizirik et al., 2011, p. 233); (iii) mercado de opções (diz respeito ao mercado no qual os seus titulares “garantem o direito de comprar determinado ativo, a um preço de exercício pré-estabelecido (...) que poderá ou não ser exercido até a data de vencimento (...)” (Eizirik et al., 2011, p. 235).

<sup>197</sup> Antes, a especulação era um fenômeno ocasional, que se manifestava, geralmente, em conjunto com a inflação, em períodos de expansão do capital, e que estava sujeita a desmoronar brutalmente na próxima inflexão de ciclo. Para Guttman (1996, p. 82), a especulação, a partir deste momento, tornou-se “independente do processo cíclico e representa importante fonte de rendimento para as empresas, as instituições financeiras e as poupanças individuais” E mais: “A irresistível atração da especulação monetária e dos outros veículos de capital ficto derivam do fato de esses instrumentos poderem prosperar relativamente isolados do resto da economia. O capital de empréstimo depende diretamente dos lucros industriais e dos ganhos obtidos com outros contratos, sendo os juros uma parte desses ganhos. Já o capital fictício, embora se alimente de transferências cujas raízes estão na esfera da produção real, não se identifica com o capital produtivo utilizado na indústria. Ao evitar ficar cristalizado e imobilizado no aparelho produtivo do capital industrial, como acontece com os empréstimos, o capital fictício circula com maior liberdade e, nesse processo (como apontava Marx) vive várias vidas diferentes. Seu desenvolvimento é a razão principal para explicar o aumento considerável da proporção de transações financeiras no PIB, que passou de 15 por 1, em 1970, para 30 por 1, em 1980 e para 78 por 1 em 1990. Essa tendência acentuou-se recentemente porque o potencial multiplicador do capital fictício aumentou espetacularmente com a introdução de derivativos” (GUTTMANN, 1996, p.82)

realizados no ano de 1985 pelo *Bank For International Settlements*, concluiu que os novos instrumentos financeiros surgiram para atender distintas necessidades:

(...) a transferir riscos (*risk transferring innovations*); a melhorar condições de liquidez e de negociabilidade de instrumentos preexistentes ou a criar instrumentos com maior liquidez (*liquidity-enhancing innovations*); a aumentar o acesso dos agentes econômicos a fontes de crédito (*credit-generation ou debt generating innovations*); e a aumentar o acesso dos agentes a mecanismos de participação acionária (*equity-generatin innovations*). (YASBEK, 2007, p. 64).

Liquidez, risco, negociabilidade, novas fontes de crédito e redução dos custos (em especial de *agency*) são exemplos que justificam a criação de instrumentos que serão utilizados no mercado financeiro, aproximando-o do de capitais. Com a importância dada ao “*managed money*” (dinheiro administrado), o mercado financeiro ganha destaque em relação aos demais (contribuindo para o processo de financeirização). Certo é que o mercado de títulos aproxima o mercado financeiro (em especial o de crédito, marcados pela intermediação) do mercado de capitais (não intermediação).

O terceiro elemento está relacionado ao item acima: gestão de riscos e o abandono da noção de intermediação financeira. A estagflação da década de 1970 deixou cautelosos os fornecedores de empréstimos a longo prazo, devido à falta de liquidez e aos riscos relacionados. Logo os contratos de intermediação representavam um custo que não mais atraía a atividade bancária (GUTTMANN, 1996, p. 85).

A securitização é, sem dúvida, um novo instrumento financeiro que, justamente, rompe a noção da intermediação financeira, pilar do mercado financeiro, em especial, em relação ao mercado de crédito, criado a partir do *New Deal* estadunidense, como já mencionado. A respeito da adoção da securitização pelo sistema bancário, Robert Guttman esclarece que:

Diante da rápida diminuição dos empréstimos concedidos às empresas, os bancos comerciais decidiram juntar-se a esse movimento. Suas múltiplas reações desempenharam um papel importante na acelerada tendência à securitização do crédito, ao longo dos últimos dez anos. Em primeiro lugar, os bancos estão investindo cada vez mais fortemente em títulos (por exemplo, títulos garantindo a liquidez de empréstimos hipotecários), **com a dupla vantagem de fazer com que outros participem do risco e de acelerar a rotatividade de seus recursos para empréstimos**. Até nos países onde barreiras de regulamentação impediram os bancos de atuar diretamente nos mercados de títulos, como corretores de valores e agentes de bolsa (especialmente nos Estados Unidos), os bancos acharam meios

indiretos de aproveitar o florescimento do mercado de títulos, financiando os investidores e intermediários financeiros que operam nesses mercados (GUTTMANN, 1996, p. 80) - g.n.-.

Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto esclarecem que a securitização (titularização em Portugal) constituiu um “directo e imediato produto de uma transformação fundamental do mercado financeiro clássico”(CAMPOS; PINTO, 2007, p. 9). Isto porque representa uma evolução “na medida em que estabelece a ponte entre os mercados de capital e o mercado de aplicação de fundos” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 9). Em outros termos: “Na realidade, o conceito chave deste instrumento é precisamente o de conexão – ela liga os mercados de capitais aos mercados das finanças domésticas, à banca, aos seguros, às participações privadas, etc...” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 10).

A securitização é o instrumento jurídico que permite a substituição da relação negocial pela simples transação financeira. Solomon Y Deku<sup>198</sup> e Alper Kara<sup>199</sup> esclarecem que a securitização foi responsável por alterar o papel de intermediação financeira dos bancos, eis que estes estão substituindo o seu papel tradicional de intermediadores por um papel de agentes de transação, responsáveis pelo chamado “*managed money*” (DEKU, KARA, 2017, p. 01). Isto porque, por meio da securitização, os bancos transformam empréstimos ilíquidos por valores mobiliários negociáveis no mercado (*securities*), possibilitando, ainda, desta forma, a criação de novos fundos para aumentar a possibilidade de mais empréstimos. Há uma completa transformação no comportamento e nas performances das instituições financeiras bancárias no que diz respeito ao mercado de crédito. Para melhor entender referida transição, torna-se necessário distinguir o mercado financeiro do mercado de capitais.

O mercado financeiro é caracterizado pela chamada intermediação financeira<sup>200</sup>. A compreensão do conceito de intermediação financeira envolve dois conceitos essenciais da teoria econômica, ou melhor, da economia de mercado: poupança e investimento. Em outras palavras: o mercado financeiro<sup>201</sup> existe, justamente “porque alguns agentes econômicos

<sup>198</sup>Solomon Y Deku é professor de contabilidade e finanças na Nottingham Universidade de Trent, Reino Unido.

<sup>199</sup>Professor sênior de finanças na Faculdade de Administração e Economia da Universidade de Loughborough, Reino Unido.

<sup>200</sup> Para uma atividade ser caracterizada como intermediação financeira, típica de uma instituição financeira, do ponto de vista jurídico, deve possuir quatro características, segundo o artigo 17 da Lei de nº 4.595/1964: “a captação de recursos financeiros em nome próprio; seguida do repasse mediante operação de mútuo financeiro; com o intuito de auferir lucro; realizada tal modalidade de operação em caráter habitual” Eizirik et al. (2011, p.6).

<sup>201</sup>Nota-se, portanto, que as instituições financeiras possuem duas funções básicas. A primeira corresponde à de captação de recursos. Tais recursos são captados do público em geral, sob a promessa de pagamento de uma remuneração, materializada mediante o pagamento de juros. Logo, as instituições tornam-se devedoras dos seus depositantes. Tais depositantes podem cobrar seus valores a qualquer momento, à vista. Eis daí a razão pela qual

poupam mais do que investem, enquanto outros investem mais do que poupam, sendo necessário transferir recursos de uns para outros, para maior otimização dos recursos (...)” (EIZIRIK et al, 2011, p. 3). Em outras palavras:

A intermediação financeira objetiva interligar os agentes econômicos, de forma que aqueles que têm recursos disponíveis – os superavitários – possam aplicar suas poupanças em ativos financeiros emitidos pelos agentes que deles necessitam, os deficitários. As instituições financeiras, assim, captam recursos dos agentes econômicos superavitários para emprestá-los aos agentes deficitários, atuando como autênticos “intermediários de crédito”, de forma habitual e profissional (EIZIRIK *et al*, 2011, p. 2).

Na mesma linha de raciocínio, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian esclarece que são três as funções do sistema financeiro: a primeira é a “intermediação e alocação de recursos”, a segunda refere-se à definição do sistema financeiro como o conjunto de instituições e de instrumentos que possibilita esta transferência. Há, ainda, para a autora uma terceira função: “propiciar liquidez a títulos já existentes” (NAJJARIAN, 2010, p. 63-64). Enfim, certo é que “a finalidade prioritária do sistema financeiro é o atendimento das necessidades de financiamento de médio e longo prazos<sup>202</sup> por parte das empresas” (NAJJARIAN, 2010, p. 65), garantindo a liquidez dos títulos. O mercado de crédito, portanto, é um subsistema do mercado financeiro.

A introdução da securitização no mercado das finanças, fruto da globalização, representa a decadência do perfil de intermediação financeira dos bancos em favor do chamado “*managed money*” - dinheiro administrado (BUCHANAN, 2017, p. 3). Com a introdução da securitização, há a substituição, perante as instituições financeiras<sup>203</sup>, do mecanismo do “*Originate to Hold*” (OTH) pelo “*Originate to Distribute*” (OTD). O que isso significa?

---

as Instituições Financeiras possuem regras rígidas a respeito de patrimônio (evitar as chamadas “corridas bancárias”). Este tema já foi tratado quando se mencionou o New Deal, no item 1.2.

<sup>202</sup> Na visão de Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, em “um mercado financeiro pouco desenvolvido, as transações entre tomadores e financiadores se dá através de empréstimo direto que poderá, em diversas ocasiões, não ser o suficiente para formar poupança para investimento em projetos de grande porte” (NAJJARIAN, 2010, p. 65).

<sup>203</sup> E o que falar de instituições que tem acesso ao sistema financeiro sem ser Banco? Bonnie G. Buchanan explica que em 1995, mais da metade das hipotecas eram securitizadas. A partir de então, passou-se a analisar a importância dos chamados “*Shadow Bank*”, isto é, “banco das sombras”, como será exaustivamente tratado no item 1.4. Tratam de instituições que trabalham com o objetivo de atingir a maturidade dos créditos, transformando a liquidez, mas sem acesso à garantia de créditos do setor público. Neste meio, devem ser incluídas as empresas de Hedge, fundos, REITs – Real Estate Investment Trust -, ABCP (*Asset-backed commercial paper conduits*), e empresas de financiamento de automóveis (BUCHANAN, 2017, p.11)

O mecanismo de “*Originate-to-Hold*” deve ser compreendido como o procedimento de intermediação financeira que tem como pilares o (i) crédito, (ii) a renda e, por fim, a (iii) garantia. Trata-se de um modelo geograficamente organizado, no qual, todos os participantes estavam localizados na mesma região física. Neste modelo, todos os empréstimos realizados pela instituição financeira permaneciam nos seus balanços, o que muitas vezes, em razão do grau de liquidez necessário para a instituição, impedia a realização de novos empréstimos. Portanto, é possível afirmar que o risco da operação se concentra no modelo OTH única e exclusivamente na instituição financeira (BUCHANAN, 2017, p. 21).

Por outro lado, a securitização introduz no sistema financeiro o modelo do OTD - “*Originate to Distribute*”. Por meio do mencionado modelo, retira-se dos balanços os empréstimos realizados (*off balance*), eis que são encaminhados para um Veículo de Propósito Específico (VPE). Logo, é possível afirmar que a securitização permitiu aos bancos “acelerar” as hipotecas imobiliárias. O que isso quer dizer? Que uma hipoteca de 30 anos de um imóvel, por exemplo, é transformada em títulos negociáveis, com vencimentos variáveis. Diante da possibilidade de realocar os empréstimos, era possível gerenciar o aumento de liquidez da instituição (aquecendo, ainda mais, o mercado de crédito), assim como os riscos de toda a operação (BUCHANAN, 2017, p. 21).

Não há dúvida de que o novo modelo proposto – “*Originate-to-Distribute*” – é muito mais complexo que o anterior. Isto porque, além de envolver um número maior de interessados – emissor do título, subscritor, fiduciário, agência de classificação, prestador de serviços, auditores, advogados –, há um distinto fluxo de recursos. Enquanto no modelo “*Originate-to-hold*”, os recursos fluem do agente superavitário para o deficitário, mediante a instituição financeira, em típica operação de intermediação financeira, no “*Originate-to Distribute*”, o fluxo obedece a uma série de etapas, obedecendo aos critérios de transferência entre agente superavitário, instituição financeira, VPE e investidores (BUCHANAN, 2017, p. 21). E qual a razão da diferença? Simples: o VPE é autofinanciado (não depende de critérios de liquidez da instituição financeira). Tais recursos ou derivam da emissão de valores mobiliários ou de títulos de dívida, os quais são, em uma etapa seguinte, submetidos a uma divisão e a uma classificação (agências de *rating*). Como será demonstrado a seguir, ao longo do capítulo 2, tanto os valores mobiliários como os instrumentos de dívida, são organizados em “*tranches*”, sob o modelo *waterfall* ou *cascade* (cascata)<sup>204</sup>.

---

<sup>204</sup>Como será demonstrado a seguir, cada tranche terá diferentes tipos de investidores. A parcela sênior, por exemplo, tem o menor risco, mas, também, o menor rendimento. A parcela de capital, por sua vez, tem o maior



Uma distinção deve ser mencionada: o mecanismo “*Originate to Distribute*” permite a distribuição do risco por todo o mercado e não apenas a sua concentração em uma única pessoa. A respeito da matéria, destaca-se:

O modelo OTD caracteriza-se pelo fato de que o risco agora é tratado pelo mercado e não pelos próprios bancos. A alavancagem bancária, por meio deste sistema, proporcionou, em 2007, uma explosão de dívida em termos de volume e abrangência geográfica. Em relação ao modelo OTD, a dívida é fragmentada e difusa. A securitização transformou um mercado de empréstimos localizado em uma classe de ativos de investimento global. (BUCHANAN, 2017, p. 19 - tradução nossa)<sup>205</sup>.

Em outras palavras: a securitização, ao originar o modelo *Originate-to-Distribute*, permitiu a distribuição de riscos entre os mais diversos agentes e transformou o mercado de crédito localizado geograficamente em uma classe de ativos de investimento global (BUCHANAN, 2017, p. 19). E aqui está a aproximação do mercado financeiro (intermediação financeira) com o mercado de capitais (não intermediação financeira). Isto porque:

A ideia central subjacente a este instrumento é a de mobilização e direcionamento do capital e do financiamento, do mundo da banca tradicional, para o dos investimentos bancários em mercado, circunstância que facilmente se explica pela crescente preponderância dos mercados de capitais (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 13).

Mobilização, direcionamento de capitais e distribuição de risco são características do mercado da não intermediação financeira – típico do mercado de capitais. Isto porque, por meio do mercado de capitais<sup>206</sup>, “a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária – a entidade emissora – e a unidade econômica superavitária – o investidor” (EIZIRIK et all, 2011, p. 9). Trata-se de uma operação de “captação de

---

risco e maior rendimento. Já os detentores das *tranches* de valores mobiliários só são pagos depois dos investidores seniores (BUCHANAN, 2017, p. 18).

<sup>205</sup> Bonnie G. Buchanan esclarece que: “The OTD model meant that the risk was now handled by the market instead of by the banks themselves. Fueling the growth prior to 2007 was bank leverage and this was a debt explosion in terms of volume and geographical scope. But the debt relation was fragmented and diffuse. Securitization transformed a localized lending market into a global investment asset class (BUCHANAN, 2017, p. 19).

<sup>206</sup> O mercado de capitais, por sua vez, pode ser subdividido em distintos segmentos, eis que pode-se falar em mercado de valores mobiliários, mercado de investimentos e mercado monetário (*open market*). A característica única destes subsistemas é a ausência, justamente, do intermediador.



recursos”<sup>207</sup>, a qual ocorre mediante a “emissão pública de valores mobiliários”<sup>208</sup>. Referida emissão, conforme esclarecem Nelson Eizirik et al:

[...] como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. Daí decorre a natureza do mercado de capitais como um mercado de risco (EIZIRIK; et al, 2011, p. 8).

Logo, é possível afirmar que a distinção entre o mercado financeiro (mercado de crédito) e o mercado de capitais reside no fato de que:

[...] no mercado de capitais (ou mercado de valores mobiliários) são efetuadas operações que não apresentam a natureza de negócios creditícios, mas que visam, basicamente, a canalizar recursos para as entidades emissoras – principalmente sociedades anônimas abertas –, através de capital de risco, mediante a emissão pública de valores mobiliários. Enquanto nas operações bancárias típicas são realizadas operações de financiamento, de empréstimos, no mercado de capitais ocorrem principalmente negócios de “participação”, uma vez que o retorno do investimento por parte do acionista está em regra relacionado à lucratividade da companhia emissora dos títulos” (EIZIRIK; et al, 2011, p. 8).

A securitização, portanto, é um instrumento jurídico que organiza a captação de recursos no mercado (busca por recursos), mediante um complexo de relações que permite distribuir o risco da operação entre diversos agentes, eis que não há a figura do intermediador financeiro. Contudo, a securitização possui uma distinção em relação ao mercado de capitais. Segundo Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto, na securitização os

[...] valores mobiliários são garantidos por activos, o que constituiu algo bem distinto dos usuais títulos dos mercados de capitais. Na realidade, enquanto estes assentamentos no negócio emitente, aqueles têm por base um mero activo ou conjunto de activos, não se falando aqui de um crédito sobre uma entidade, mas de crédito sobre um activo (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 14).

No processo de securitização, como será demonstrado no capítulo 2, há a separação entre o agente deficitário e o ativo subjacente que garante a operação. Logo, se o originador

<sup>207</sup> Em outras palavras, o papel do investidor é o seguinte: “estes terceiros, ao adquirirem as ações da companhia, assumem não apenas uma parcela daqueles riscos, mas também determinados direitos sobre o patrimônio social e sobre os rendimentos gerados pelas atividades. Sua responsabilidade, de qualquer forma, encontra-se limitada pelas regras protetivas dos patrimônios individuais, já referidas, essenciais para o desenvolvimento da macroempresa contemporânea” (YASBEK, 2007, p. 88).

<sup>208</sup> Por meio da emissão de valores mobiliários, os acionistas fundadores das sociedades anônimas podem (i) reduzir alguns riscos repartindo-os com terceiros, quando do início do empreendimento. Podem, por outro lado, alienar a sua participação para o mercado, já que tais participações tornam-se alienáveis. Há possibilidade de investidores em diversificar a carteira (YASBEK, 2007, p. 88/89).

do ativo subjacente ingressar em estado falimentar, o investidor não terá problemas.

E esta transformação – do modelo de intermediação para o modelo da não intermediação – também é possível constatar em relação à atividade do Estado<sup>209</sup>?

É legítimo afirmar que, no âmbito externo, existem quatro espécies de acordos que Estado utiliza-se de forma a obter recursos ou crédito<sup>210</sup>. São eles: dívida multilateral (*multilateral debt*<sup>211</sup>), dívida bilateral (*bilateral debt*<sup>212</sup>), dívida sindicada (*syndicated debt*) e dívida mobiliária (*bonded debt*) (LOCHAGIN, 2017, p. 48).

Para compreender, contudo, o processo de financeirização e a participação ativa do Estado, menciona-se apenas: a dívida sindicada (*syndicated debt*), amplamente realizada na década de 1960, em razão da liquidez gerada pelo mercado das eurodivisas, e a dívida mobiliária (*bonded debt*) – mercado de bônus do Tesouro ou títulos da dívida pública.

A dívida sindicada é, geralmente, contraída junto a consórcios bancários<sup>213</sup> (daí a razão pela qual os empréstimos são categorizados como sindicados). Os valores que deverão ser devolvidos para os consórcios podem ser transferidos para instituições não bancárias (como *hedge funds*) ou mesmo alienados para um VPE. Em ambos os casos, há a figura da securitização. Tais dívidas não possuem origem política, mas tão somente econômica. Os bancos, assim como as demais instituições, possuem apenas o interesse no retorno de capital,

---

<sup>209</sup> Campos e Pinto sustentam que a securitização, ou melhor, a titularização, está em pleno desenvolvimento. Trata-se de desenvolvimento “intensivo e extensivo” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 9). Isto porque “na realidade esta nova forma de financiamento tem vindo a crescer, não só em termos estruturais e teóricos, mas também ao nível geográfico e dos sectores envolvidos” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 9). Afirma-se em nível geográfico porque a securitização é realizada em quase todos os países desenvolvidos, bem como na maioria dos mercados em desenvolvimento.

<sup>210</sup> Pode-se afirmar que tanto os Estados Unidos da América como os países europeus, desde a década de 1970, utilizam-se de títulos da dívida pública para o seu financiamento. Os países da América Latina, em especial o Brasil, utilizavam-se da dívida sindicada. Vale lembrar, como tratado no item 1.2., que o excesso de crédito era uma constante na década de 1960.

<sup>211</sup> De forma geral, não possui uma origem econômico-financeira (mas pode estar relacionada à operação de crédito). Trata-se, de forma geral, como uma dívida assumida por um Estado soberano em relação a um órgão multilateral, como, por exemplo, o Fundo Monetário Internacional, ou Banco Mundial, ou ainda o Banco Europeu de Investimentos (*European Investment Bank*), ou mesmo o Banco Central Europeu. Tais instituições, em caso de atrito, “contam com seus próprios mecanismos de resolução de conflitos caso os pagamentos sejam descontinuados, ainda que, tradicionalmente, a dívida pública perante instituições supranacionais não seja, tipicamente, objeto de reestruturação” (LOCHAGIN, 2017, p. 48).

<sup>212</sup> Não necessariamente possui origem econômica. Trata-se muitas vezes derivadas de questões políticas, da dívida tomada de um estado perante outro. Caso ocorra o inadimplemento, os procedimentos ocorrem de forma bilateral ou multilateral. As regras de ação são determinadas pelos sistemas de funcionamento próprios de cada uma destas instâncias. O órgão típico de atuação é o Clube de Paris, desde a sua fundação em 1956 (LOCHAGIN, 2017, p. 49).

<sup>213</sup> Os consórcios bancários (*Advisory Committee of Syndicates*) passaram a formar comitês consultivos. É o caso do *Institute of International Finance* (IIF), sediado em Washington e criado em resposta à crise da dívida latino-americana da década de 1980 (LOCHAGIN, 2017, p. 49).

daí a importância do debate a respeito do “risco-país” (diz respeito ao risco de crédito do Estado e da iniciativa privada) e do “risco-soberano” (relaciona-se apenas ao risco de crédito do Estado). Há, ainda, outro tema amplamente discutido: as garantias em torno da operação<sup>214</sup>, as quais, diga-se de passagem, relacionam-se aos fluxos de recursos dos Estados<sup>215</sup>. Diante de eventual conflito, o local escolhido para negociação é o Clube de Londres (1976)<sup>216</sup>, o qual prevê procedimentos para diálogos entre os bancos comerciais e os Estados. Trata-se do típico contrato realizado, em especial, pelos países Latinos Americanos quando da expansão do mercado das eurodivisas (LOCHAGIN, 2017, p. 49).

Já a dívida mobiliária internacional representa, atualmente e desde a década de 1970, o principal canal de empréstimos dos Estados. Trata-se de títulos públicos<sup>217</sup>, emitidos em jurisdição estrangeira e que podem ser objeto de operações financeiras no mercado primário<sup>218</sup> e secundário<sup>219</sup>. Apresentam vantagens em relação à dívida sindicada porque “normalmente

<sup>214</sup> Entre os empréstimos garantidos, porém, a linguagem comum das operações de crédito internacionais costuma se referir àqueles que não contam com garantias (*unsecured debt*), e, do lado oposto, àqueles que ou são segurados (*secured loans*) ou garantidos (*guaranteed loans*) conforme contem, respectivamente, com garantias reais ou pessoais (LOCHAGIN, 2017, p.52).

<sup>215</sup> “Como o serviço da dívida não se faz todo de uma vez e é desembolsado em períodos contínuos e determinados, as garantias ligadas a um fluxo ordinário e constante de recursos confeririam maior segurança ao credor do que aquelas que se prendessem exclusivamente a determinados bens. Sob estas circunstâncias, os direitos reais de garantia sobre os bens do Estado não se prestam tão eficientemente para inspirar a confiança desejada para a obtenção do crédito quanto outras, atreladas à entrada contínua de recursos no erário. Por esta razão, a afetação especial de receitas públicas é a forma preferencial de garantia real da dívida pública. Esta afetação se distingue em dois tipos, ambos voltados a garantir os empréstimos do Estado: a designação de determinadas fontes de receitas aos credores, que passam a percebê-las diretamente; ou a constituição de fundos para o serviço da dívida, aos quais se destina o produto da arrecadação de determinadas receitas a eles vinculadas. Estes casos constituem, respectivamente, garantias reais diretas ou indiretas”. (JÈZE, 1926, apud LOCHAGIN, 2017, p. 53).

<sup>216</sup> Trata-se de uma organização criada segundo os moldes informais, semelhantes ao Clube de Paris. Seu funcionamento é *ad hoc* e, com a multiplicação de consórcios bancários, desempenha a tarefa importante de harmonizar os procedimentos de negociação (LOCHAGIN, 2017, p. 49).

<sup>217</sup> Os títulos da dívida pública são alienados no “mercado monetário”. Por meio do mercado monetário, o Estado realiza operações de curto e curtíssimo prazo. Sendo assim, as autoridades chegam a trabalhar em relação à liquidez da economia. Isto porque quando o Estado possui a pretensão de reduzir a liquidez da economia, vende títulos diminuindo a quantidade de moeda em circulação. Por outro lado, se há a intenção de aumentar a liquidez, o Estado recompra os títulos. Daí a razão pela qual afirma-se que os títulos a curtíssimo prazo são “quase-moedas”. Caracterizam-se como uma “quase-moeda”, eis que faltam as qualidades de meio geral de troca e de instrumento de pagamento (EIZIRIK, et. al., 2011, p. 7).

<sup>218</sup> Compreende-se por mercado primário o espaço no qual ocorre a emissão pública de novos valores mobiliários. É neste espaço em que há o atendimento da principal finalidade do Estado: captação de recursos do público. Ao subscrever os valores mobiliários emitidos pelos agentes deficitários, os investidores passam a participar dos resultados do empreendimento econômico (EIZIRIK, et. al., 2011, p. 10). A oferta de valores mobiliários, por sua vez, pode ser pública ou privada. A oferta pública representa a colação dos valores junto ao público, mediante registro desta oferta perante o órgão regulador, no caso a CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Já a Oferta Privada caracteriza-se pelo oferecimento a um grupo específico de investidores. (ANDREZO; LIMA, 1999, p 9).

<sup>219</sup> Mercado secundário é mercado pela operação entre investidores, sem qualquer participação da companhia que emitiu os valores mobiliários. A função do mercado secundário é garantir aos investidores liquidez, permitindo aos seus adquirentes a alienação rápida. (EIZIRIK, et. al., 2011, p. 10). O que há apenas no mercado secundário é o resgate dos valores de quem adquiriu o valor mobiliário, o que permite a viabilização da liquidação de

são negociáveis, têm prazos maiores de maturidade e as cláusulas contratuais são menos restritivas” (LOCHAGIN, 2017, p. 49). Por outro lado, apresentam vulnerabilidades, tais como: “a falta de uma perspectiva de longo prazo na relação entre o devedor e os credores e o rápido desinvestimento diante da percepção de dificuldades de pagamentos” (LOCHAGIN, 2017, p. 49). Outro ponto delicado refere-se à ausência de uma instituição específica para dirimir eventuais conflitos que decorram da interrupção ou da redefinição dos termos de pagamento (LOCHAGIN, 2017, p. 49).

Sobre a atuação do papel do Estado na transição entre os modelos de captação de recursos, Dominique Plihon ensina que:

A globalização financeira caminha *pari passu* com essa reorientação dos fluxos financeiros internacionais. Antes de 1982, o essencial dos financiamentos internacionais passava pela intermediação do sistema bancário. Era a lógica do endividamento bancário internacional. O crescimento dos *déficits* gêmeos (orçamentários e externos) norte-americanos, a crise da dívida e a reorientação Norte-Norte dos fluxos financeiros internacionais reorientam o sistema financeiro internacional no sentido de uma lógica de finanças diretas (sem intermediário) e mundial. Os financiamentos e aplicações internacionais são, doravante, diretos, sem passar pelos bancos (PLIHON, 1996, p. 110).

Portanto, o desenvolvimento do mercado de títulos públicos integra toda a estrutura narrada, contribuindo para a alteração do mercado de crédito, aproximando cada vez mais o mercado financeiro e o mercado de capitais. O Estado é, portanto, agente com papel ativo, ou seja, importantíssimo em relação à referida transformação, ou seja, ao longo do processo de financeirização. Para exemplificar: em fevereiro de 1986, é criado, na França, o primeiro contrato a prazo no âmbito da MATIF (Mercado Internacional da França) tendo como ativo subjacente a dívida pública. Primeira espécie de derivativo (no caso) envolvendo títulos do tesouro (PLIHON, 1996, p. 115).

Um ponto importante deve ser destacado: a alienação de títulos públicos é um exemplo típico de operação de securitização? Márcio Ferro Catapani a respeito da matéria explica que:

“A possibilidade de caracterização dos títulos públicos como uma forma de securitização depende de qual a noção de securitização que se adote. Com efeito, sob a perspectiva etimológica, o termo “securitização” advém da tradução do vocábulo inglês securitization, ou seja, transformação em *security*. (...)

---

investimentos do poupador (ANDREZO; LIMA, 1999, p 9).

Ainda sob essa perspectiva precipuamente gramatical, é bastante esclarecedor o termo utilizado em Portugal para denominação do fenômeno em tela: titularização, advinda da noção de transformação em títulos.

(...) não se podem considerar os títulos públicos como uma forma de securitização de recebíveis. Isso porque eles não transferem para os respectivos adquirentes o risco acerca do recebimento de quaisquer recebíveis, direta ou indiretamente. O responsável único pelo pagamento de quaisquer títulos públicos, na forma em que estes são regulados hoje, é o Estado (CATAPANI, 2014, p. 175).

A securitização a ser estudada ao longo do capítulo 2 não diz respeito a simples operação de não intermediação (emissão de instrumento financeiro no mercado monetário). Trata-se de operação distinta baseada na emissão de debêntures, por um VPE, a partir de um ativo subjacente a ser alienado pelo Estado. Dentre os objetivos da operação está a distribuição do risco entre os mais distintos agentes de mercado. A securitização, diga-se de passagem, em *sentido estrito*, não coincide com uma emissão de títulos públicos. Isto porque os títulos públicos “não transferem para os respectivos adquirentes o risco acerca do recebimento de quaisquer recebíveis, direta ou indiretamente. O responsável único pelo pagamento de quaisquer títulos públicos (...) é o Estado” (CATAPANI, 2014, p. 176).

Logo, portanto, os títulos públicos não serão estudados na presente tese, em que pese a operação de alienação, em sentido amplo, possa ser caracterizado como uma “securitização”, ou seja, como uma modalidade de operação de crédito, marcada tanto pela não intermediação, como pela transformação de ativos financeiros em valores mobiliários. Destaca-se: a presente tese preocupa-se com o uso do termo securitização em sentido estrito, como um negócio jurídico<sup>220</sup>.

Em outubro de 2005, tornou-se público que bancos de investimentos estavam ajudando Estados Europeus a financiar a sua dívida mediante programas de securitização (titularização) – daí a operação em sentido estrito. Doze dos vinte e cinco países-membros da União Europeia estavam executando *déficits* oficiais acima dos 3% do limite do PIB (BUCHANAN, 2017, p. 103).

Do ponto de vista dos Estados, a securitização é um instrumento que “*to secure funding without raising their official debt burden*”, ou seja, trata-se de um instrumento que permite que os Estados obtenham o financiamento sem aumentar o ônus da dívida oficial (BUCHANAN, 2017, p. 103 - tradução nossa). Até o ano de 2002, o Livro do ESA – *European System of National and Regional Accounts* (Sistema Europeu de Contas Nacionais e

---

<sup>220</sup>A respeito da distinção ver: CAMINHA, 2013, p.233-235.

Regionais)<sup>221</sup>, ou melhor, ESA 95<sup>222</sup>, não era claro a respeito da estrutura da securitização (BUCHANAN, 2017, p. 103).

Em julho de 2002, o EUROSTAT - *Statistical Office of the European Communities* (comissão responsável pelo serviço estatística da União Européia) determinou que as receitas de emissões de titularização (securitização) não poderiam ser usadas para reduzir a dívida pública de um país (BUCHANAN, 2017, p. 103). Com a decisão da EUROSTAT, o que aconteceu com os países que adotavam a securitização?

Os países afetados pela decisão sofreram uma forte deterioração das finanças públicas. Isto porque houve, inicialmente, transferências de capitais, em especial em relação às corporações controladas pelo Estado, foram classificadas como despesas, aumentando o déficit orçamental (*budget deficit*). Além disso, o produto da securitização, as obrigações conversíveis (*convertible bonds*) e os certificados de privatização foram adicionados à dívida pública (BUCHANAN, 2017, p. 103).

Outro problema que os estatísticos do EUROSTAT tinham era como tratar os acordos de ABS (*“Asset-Backed Securities”*) do fluxo futuro dos governos italiano e grego. Tempos depois estes fluxos seriam considerados empréstimos puramente governamentais. Sem surpresa, tais tipos de negócios imediatamente desapareceram do panorama (BUCHANAN, 2017, p. 105).

Os quatro princípios da securitização criados pelo Eurostat, no ano de 2002, são os seguintes (BUCHANAN, 2017, p. 105 - tradução nossa):

1. Securitização de recebíveis futuros não correspondente aos ativos reais no balanço soberano deve ser registrado como dívida, não como venda. (...)
2. Se a titularização for apoiada por uma garantia efetiva dos fluxos de caixa, então deve ser registrada como dívida.
3. Se os ativos forem vendidos com mais de 15% de desconto de seu preço de mercado, então a transação deve ser registrada como dívida, não como uma venda.
4. No caso de o preço não ser recebido antecipadamente, o saldo deve ser registrado somente no momento do seu recebimento.

Bonnie G. Buchanan elabora exemplo esclarecedor a respeito das regras acima: o Eurostat tem o poder de fazer cumprir as escolhas políticas dos governos. Um exemplo:

---

<sup>221</sup> O Sistema Europeu de Contas Nacionais e Regionais, abreviado SEC 95, tem como fim recolher, comparar e atualizar informações a respeito da estrutura e da evolução da economia dos Estados Membros da União Europeia e das respectivas regiões.

<sup>222</sup> Desde setembro de 2014, o ESA 95 foi substituído pelo ESA 2010.

considere as licenças concedidas para os bilhetes de loteria e as taxas de licença geradas. As taxas de licença podem ser usadas para reduzir a dívida nacional. No entanto, se referida taxa for securitizada, trata-se de empréstimo e não pode ser usado para reduzir a dívida nacional (BUCHANAN, 2017, p.105).

Questiona-se, contudo: e o Estado Brasileiro acompanha tais alterações?

No âmbito do sistema financeiro, em especial no mercado brasileiro, o processo de transição, entre o “*Originate to hold*” e o “*Originate to Distribute*”, está presente. Porém, vale salientar: de forma lenta e prudencial. Basta verificar a reformas pelas quais as instituições financeiras passaram nos últimos anos:

[...] com o fim da inflação, muitas instituições perderam as chamadas receitas de *floating* decorrentes da administração conjunta dos depósitos à vista não remunerados, feitos pelos clientes, e de outras operações. Da mesma maneira, uma vez eliminada as distorções existentes, ficou evidenciada a fragilidade da estrutura patrimonial de boa parte das instituições financeiras (YASBEK, 2007, p. 272).

E como o Estado brasileiro reagiu a esta situação? Foram adotadas medidas para o aprimoramento do Sistema Financeiro Nacional. Tais medidas podem ser divididas em dois grupos: (i) medidas transitórias, marcada por programas com fins específicos<sup>223</sup> e (ii) regulação. A regulação, por sua vez, foi realizada de três formas distintas (i) regulação de

---

<sup>223</sup> No que diz respeito aos programas, pode-se afirmar que tais medidas tinham como objetivo permitir a reestruturação das instituições financeiras tanto no âmbito privado, como no público. Enquanto o setor privado foi beneficiado por um único programa, o PROER (Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional), criado pela Medida Provisória de nº 1.179, de 3 de novembro de 1995, convertida, posteriormente, na Lei de nº 9.710/1998, o setor público beneficiou-se de dois: PROES (Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária) e PROEF (Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais). E mais: os três programas tinham finalidades distintas. Enquanto o PROER representava uma linha de financiamento direcionada à reorganização administrativa, operacional e societária da Instituição Financeira Privada com dificuldade, estimulada pela técnica do “*good bank*” e do “*bad bank*”; o PROES tinha como finalidade reorganizar com o foco na privatização dos Bancos Estaduais. Por fim, o PROEF, implantando no ano de 2001, tinha como único objetivo o fortalecimento do Banco do Brasil S.A e da Caixa Econômica Federal. Tanto o PROES, como o PROEF, assim como o Plano *Brady*, utilizaram-se, também, da securitização, conforme será demonstrado no capítulo 3 (YASBEK, 2007, p. 221).



condutas ou transacional<sup>224</sup>; (ii) regulação prudencial<sup>225</sup>; e (iii) regulação sistêmica<sup>226</sup> (YASBEK, 2007, p. 220).

A respeito da regulação prudencial, destaca-se que instrumentos importantes foram introduzidos. E aproveitando-se da institucionalização de regras prudenciais e sistêmicas, houve a autorização pelo Conselho Monetário Nacional da introdução do instrumento jurídico da securitização.

Além é claro, da adoção de regras derivadas do acordo da Basileia III (Resolução do CMN nº 2.099/94), houve a autorização para que as Instituições financeiras, a partir deste momento, pudessem optar pela “possibilidade de cessão de crédito para sociedades securitizadoras (desde maio de 1998)” (YASBEK, 2007, p. 274), dentre outros

---

<sup>224</sup> Por “regulação de condutas” deve-se compreender “as práticas adotadas pelos agentes de mercado nas suas relações negociais. Para tal, são criadas regras diversas, autorizando ou vedando determinadas práticas ou, ainda, delimitando operações e estruturas de mercado. Ao lado da capacidade de regulamentação, deve-se considerar, naturalmente, a necessária e concomitante existência de poderes de fiscalização e de punição” (YASBEK, 2007, p. 217). E o que isso quer dizer? Simples: por um lado, deve existir um rol de condutas para proteger o cliente, investidor, –como os intermediadores. Quais são os principais problemas? Estão relacionados a (i) *agency* e (ii) assimetrias informacionais. Por outro lado, há também os campos da autorregulação e da heterorregulação. A autorregulação incumbe a cada regulador setorial, os quais são: (i) o sistema da intermediação financeira, por força da Lei de nº 4.595/1964, é regulada pelo Banco Central do Brasil (BCB) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN); (ii) o sistema da não intermediação financeira, instituído pela Lei de nº 6.385/1976, é de responsabilidade da Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (iii) seguros, planos de capitalização e previdência complementar é regulado pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), regido pelo Decreto-Lei 73/1966. E o sobre o que tais órgãos legislam? Referidos órgãos legislam a respeito (i) práticas negociais aceitas; (ii) estabelecimento de controles internos; (iii) proteção ao mercado; (iv) estruturas de proteção ao cliente; (v) procedimentos de fiscalização e punição (YASBEK, 2007, p. 220-223).

<sup>225</sup> Trata-se da espécie de regulação que corresponde a tendência mundial. Partindo das orientações do Banco Central do Brasil, Yasbek (2007, p. 240) esclarece que a regulação prudencial cria regulamentos que: “estabelecem limites e requisitos preventivos, dentro dos quais cada instituição financeira deve operar, com pouca fiscalização detalhada. Os objetivos da supervisão tornam as instituições financeiras responsáveis pelo estabelecimento de políticas e procedimentos que irão promover o atendimento aos padrões prudenciais. (...) Essa caracterização está em consonância com a tendência mundial quanto à matéria, de que, cada vez mais, a regulação prudencial se distancie do conteúdo estritamente prescritivo, mais típico de regulação de condutas (e, conseqüentemente, dos reguladores a ele afeitos), adotando um padrão distinto, pelo estabelecimento de padrões gerais e a valorização de regras e mecanismos de adequação, de administração de riscos e de controles internos, pelas próprias instituições” (Yasbek, 2007, p. 240).

<sup>226</sup> Regulação sistêmica, por sua vez, corresponde a criação de “uma rede de proteção para o sistema financeiro, destinada a impedir a ocorrência daquelas externalidades relacionadas ao alto grau de integração entre as instituições, sobretudo as instituições bancárias. (...) Tal extensão se justifica, inicialmente, pela já referida integração entre atividades, em razão da qual uma falha localizada em uma das instituições de um conglomerado pode levar a problema em outras, mas também pela gravidade de problemas ocorridos em algumas daquelas outras instituições e pela extensão dos efeitos daí decorrentes” (YASBEK, 2007, p. 223). São exemplos de instrumentos que visam reduzir o risco sistêmico: “criação de regimes excepcionais de intervenção e de liquidação de instituições, no lugar dos procedimentos típicos de reorganização e de quebra; a criação de fundos ou seguros garantidores de créditos; a organização do sistema de pagamentos, com a outorga de mecanismos impeditivos do alastramento de crises; e a atuação do Banco Central como provedor de liquidez do sistema (*lender os last resort*)” (YASBEK, 2007, p. 223).

instrumentos<sup>227</sup>, os quais podem ser mencionados: (i) mecanismo de cessão de crédito; (ii) securitização de recebíveis; (iii) criação de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios - FIDC. A respeito da introdução dos mecanismos prudenciais acima indicados salienta-se:

Alguns desses mecanismos, coerentemente, surgiram sob forma de instrumentos negociais que permitiram às instituições financeiras, sob o novo regime que se lhes aplicava, administrar o risco de crédito que afetavam o livre desenvolvimento de sua atividade, quanto tendiam a aumentar o custo das operações de empréstimo e assemelhadas (uma vez que, neste novo quadro, uma das preocupações que apareceram era a da universalização do acesso ao crédito). Trata-se, assim, de instrumentos que não apenas podem permitir uma maior adequação das instituições às normas prudenciais, como também militam por um atendimento de fins de política pública.(YASBEK, 2007, p. 274)

Nota-se, portanto, que o instrumento da securitização é visto, segundo a regulação prudencial existente hoje no mercado financeiro, como uma alternativa para as instituições que compõem o próprio sistema financeiro nacional, eis que autoriza a racionalização do uso dos ativos e a gestão de recursos em prol do crédito. Trata-se, sem dúvida, no Brasil de hoje, de um instrumento de crédito e administração do risco. E mais: no sistema financeiro nacional, trata-se de um instrumento regulado e controlado pelo Banco Central do Brasil (BACEN).

É certo que a financeirização está intimamente relacionada ao risco. Uma das características da desregulamentação e do fluxo contínuo de recursos, segundo Manuel Castells, é a existência de especulação e, como consequência, a fragilidade do mercado, o que acarreta a hipótese de incidência de riscos elevados. Em outras palavras: não há como falar em financeirização, em aproximação do mercado de capitais, sem falar em risco. Risco e imprevisibilidade caminham juntos neste percurso. Manuel Castells, a respeito da matéria, traz a seguinte constatação:

Os fluxos de capital resultante, de e para certificados específicos, e mercados específicos, são transmitidos pelo mundo à velocidade da luz, embora o impacto dessas movimentações seja processado específica e imprevisivelmente por cada mercado. Investidores financeiros ousados tentam domesticar o tigre, prevendo tendências em seus modelos em computador e apostando numa série de hipóteses. (...) (CASTELLS, 2006, p. 147).

---

<sup>227</sup> “Os novos instrumentos de fiscalização e supervisão implementados nos últimos anos, inclusive para conglomerados; as obrigações de estabelecimento de controles internos (*compliance*), abrangendo aspectos contábeis, organizacionais, administrativos e operacionais, a partir da Resolução CMN nº 2.554/1998; a obrigatoriedade de classificação do risco de crédito assumido pelas instituições em razão de suas operações ativas por um mecanismo de *rating* (desde 2000) etc” (YASBEK, 2007, p. 274).

Bonnie G. Buchanan esclarece que: “a securitização foi atribuída como sendo um canal que facilitou a ampliação do risco sistêmico, aumentando o excesso de alavancagem e concentração de risco em todo o setor financeiro” (BUCHANAN, 2017, p. 111).

Por fim, é importante salientar que o mercado financeiro desenvolve-se como um fim em si mesmo (financeirização), mas, também, em razão da necessidade do crédito (seja por parte do Estado, seja por parte do agente privado). Certo é que a financeirização examina a disponibilidade de crédito e como tais disponibilidades afetam as mudanças macroeconômicas e o ciclo de negócios. A geração de crédito está entre os objetivos deste novo mecanismo. E é a partir deste contexto que se questiona como o direito financeiro deve recepcionar e regular este novo instrumento, de forma a atender, como já salientado, a sustentabilidade orçamentária em prol das opções políticas constantes na Constituição Federal e não simplesmente como um mecanismo de especulação.

E por que a questão é posta? Por que é relevante estudar o instrumento? Porque como mecanismo de financiamento, a securitização gera endividamento e como todo o endividamento afeta a alocação de recursos na sociedade (concentração de renda e aumento da desigualdade social). A respeito François Chesnais :

As finanças de mercado, ou finanças desintermediadas, “mundializadas”, são excludentes, em grau ainda mais forte do que as formas de internacionalização precedentes. Elas penalizam, de modo particularmente severo, os países em vias de desenvolvimento, em sentido estrito (...). Pois esses países não têm a honra de possuir um mercado financeiro “emergente” que possa ser integrado, nem empresas capazes de atuar nos mercados de títulos e ações dos grandes países industrializados. (...)

A formação dos mercados de bônus, a “securitização” da dívida pública e o crescimento, cada vez mais rápido, da parcela dos orçamentos dos países da OCDE consagrada ao serviço da dívida, significa que, atualmente, o mecanismo mais importante de captação e transferência é de longe aquele que transita pelos impostos diretos e indiretos nesses países. Uma parte do crescimento da esfera financeira deve-se ao fluxo de riquezas inicialmente formadas como salários e benefícios sociais, ou como rendas de camponeses ou artesãos, antes de serem sugados pelo Estado através dos impostos, e depois de transferidos, pelo Estado, à esfera financeira, a título de pagamento de juros ou de reembolso do principal da dívida pública (CHESNAIS, 1996, p. 13-16).

Enfim: a securitização pode representar distintas operações: ou representar, de forma ampla, a obtenção de crédito mediante securities (não intermediação financeira) ou uma operação em si. Certo é que a securitização, em sentido estrito, objeto da presente tese, é um instrumento de captação de recursos, marcado pela ausência do intermediador financeira, cuja

distribuição de riscos deve ocorrer entre distintos agentes. Assim como a legislação financeira nacional a respeito da atividade financeira privada, a securitização, no âmbito da Administração Pública brasileira, deverá obedecer regras, em especial, prudenciais de forma a evitar o aumento do atual quadro de endividamento (estímulo a financeirização), o qual, diga-se de passagem, não auxilia a população, eis que apenas extrai seus recursos (concentração da renda nas mãos de investidores). Daí a importância da presente tese: verificar, justamente, se, juridicamente, é possível o uso da securitização pelo Estado Brasileiro, eis que como demonstrado, a securitização e a financeirização são realidades, difíceis de serem afastadas.

#### **1.4 A política habitacional estadunidense da década de 1960 à crise dos títulos *subprimes* em 2008: da origem ao auge do instrumento de securitização.**

O nascimento do atual modelo de securitização ocorreu nos Estados Unidos da América. Tal fato não é difícil de compreender diante do acúmulo de capital produtivo, dos avanços tecnológicos e de comunicação e das políticas econômicas ali implementadas.

O nascimento da securitização ocorreu como o de qualquer outro instrumento financeiro: atrelado a uma reação de um evento que gera consequências estruturais<sup>228</sup>.

O tamanho do mercado de securitização nos Estados Unidos é incomparável a qualquer país do mundo – apesar da crise de 2008 e de a securitização ser um fenômeno global. Nos Estados Unidos, parte expressiva da operação de securitização está relacionada ao mercado de “*mortgages*” (*MBS*), constituindo, segundo Deku e Kara (2017), 87% do volume. Dois pontos importantes estão relacionados ao fortalecimento do mercado estadunidense: (i) o primeiro refere-se ao perfil do investidor americano, o qual, diga-se de passagem, é extremamente diversificado; (ii) o segundo diz respeito a atuação do Estado, que teve papel decisivo no processo de introdução e desenvolvimento da securitização, seja pela utilização do instrumento, em especial, no que diz respeito a políticas habitacionais ou mesmo pelo incentivo à desregulamentação do mercado e estímulo ao crédito privado, em especial a partir da década de 1970 (DEKU; KARA, 2017, p. 23).

E é justamente em relação a este segundo tópico que a narrativa inicia-se.

---

<sup>228</sup> Em outras palavras: “*historically, many financial innovations have been reactions to structural events and the novel securitization technology in no exception*” (DEKU; KARA, 2017, p. 23)

Na história da securitização estadunidense, dois anos são importantíssimos: 1933 e 1934. Isto porque, no primeiro ano, houve a edição do “*Securities Act*”, o qual estabeleceu a definição de “*securities*”<sup>229</sup>, diga-se de passagem, ampla e exemplificativa<sup>230</sup>, recepcionado, no Brasil, como “valores mobiliários”. Já o ano de 1934 é marcado, em primeiro lugar, pela edição do “*Securities Exchange Act*”, responsável por instituir um órgão regulador específico para disciplinar o funcionamento do mercado de capitais – *Security and Exchange Commission* (SEC) – (EIZIRIK, et. al., 2011, p. 31).

Mas, o ano de 1934 não é importante apenas em razão da criação da SEC. Ao longo da grande depressão, houve um aumento substancial no número de desempregados levando ao inadimplemento de inúmeras hipotecas o que, por sua vez, gerou o colapso em relação aos provedores de empréstimos. Diante do contexto informado, o Estado estadunidense lançou o “*Federal Housing Administration* (FHA)”. Por meio do FHA, o Estado passou a assegurar, após a análise de crédito, os empréstimos hipotecários oferecidos pela iniciativa privada. E o que, de fato, ocorreu com o mercado americano com a criação da FHA? Os credores passaram a ser encorajados a aumentar os empréstimos, uma vez que o risco de inadimplência passou a ser absorvido pelo Estado, ou seja, pela FHA, e não mais por eles (DEKU; KARA, 2017, p. 58).

Mas, como, de fato, funcionava o mercado imobiliário estadunidense<sup>231</sup> entre o

---

<sup>229</sup> Não existia nos EUA até aquele determinado momento, um corpo jurídico regulando as “*securities*”. Havia apenas as chamadas “*Blue Sky’s Law*”. Com a crise de 1929, o Estado americano passou a ver a importância da regulação da matéria. A partir deste momento, a *security* foi definida como toda “nota, ação, obrigação, debêntures, comprovante de dívida, certificado de participação em qualquer contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, boletim de subscrição, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de uma *security*, ou, ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito ou subscrição ou operação referentes aos títulos e valores antes mencionados” (EIZIRIK, et al., 2011, p. 33).

<sup>230</sup> A Lei foi muito criticada quando da sua definição. Isto porque não trouxe o que, de fato, é *securities*. Indicou exemplos. Coube a Suprema Corte Norte-Americana definir o que é *securities*, o que foi feito a partir de dois casos: (i) o primeiro, no ano de 1943, conhecido como “*SEC vs C.M. Joiner Leasing Corporation*”; e o (ii) segundo, no ano de 1946, conhecido como “*SEC vs W.J. Howey & Co*”. O segundo caso é o apontado como *leading case*. De forma geral, passou-se a entender como *securities*: “não somente os títulos tradicionalmente emitidos por uma sociedade anônima (como ações e debêntures), mas também qualquer ‘contrato de investimento’, considerando-se como tal, via de regra, aquele correspondente a um investimento em dinheiro em um empreendimento comum, cujos lucros dependam, essencialmente, dos esforços de terceiro. (...) As cortes norte-americanas, no julgamento de casos em que estava sendo discutida a submissão de determinados títulos, instrumentos ou operações ao regime jurídico das *securities*, passaram a examinar, em cada hipótese concreta, se estavam presentes os elementos compreendidos na *Howey definitions*, a saber: (a) *investment of money* (investimento em dinheiro); (b) *common enterprise* (empreendimento comum); (c) *expectation of profits* (expectativa de lucro) e (d) *solely from the effort of others* (unicamente dos esforços dos outros)” (EIZIRIK, et al., 2011, p. 33-35).

<sup>231</sup> No tocante ao sistema financeiro estadunidense, ano importante a ser mencionado é o de 1933. Isto porque foi

período de 1930 até o início da década de 1960? O sistema era conhecido como “*Saving&Loans*”, ou seja, pelo sistema de “bancos de poupança e empréstimos”. Por meio de uma política de intervenção estatal, o FED estava autorizado a fixar as taxas de juros nos depósitos de poupança dos bancos comerciais. Esta conduta tinha como objetivo estimular os agentes superavitários do mercado a realizar depósitos nos bancos comerciais (em especiais os regionais), os quais, por sua vez, deveriam emprestar à comunidade econômica local, de forma a aumentar o desenvolvimento econômico. Logo, portanto, o sistema era relativamente simples: inicialmente, os bancos comerciais recebiam recursos da iniciativa privada (eis que eram atraídos pela alta remuneração regulada pelo FED); logo após os bancos expandiam os recursos, mediante o fracionamento dos depósitos, criando inúmeras linhas de crédito (sendo remunerados para tanto, mediante taxas de administração); por fim, a garantia pelo inadimplemento (caso o mutuário não arcasse com o débito ficava nas mãos do FHA. Tratava-se de uma técnica que associava intervenção estatal, fomento e *socialização dos riscos* (ERLING, 2015, p. 76).

Em 1938, é criada a *Federal National Mortgage Association* (FNMA – *Fannie Mae*) a partir da legislação do “*New Deal*”. A *Fannie Mae* passaria a atuar como uma fonte constante de recursos para tornar sustentável o sistema criado. A *Fannie Mae* teria como função estimular um mercado secundário de títulos emitidos a partir das hipotecas (ou seja, o sistema acima indicado ganhou mais uma etapa: os bancos comerciais foram autorizados a emitir títulos em relação ao fluxo dos *mortgages*, aumentando, desta forma, a atração de capitais). A justificativa existente era simples: os empréstimos – fluxo de recebíveis – seriam bons investimentos, eis que estariam garantidos - no caso pela FHA (DEKU; KARA, 2017, p. 58). Para o Estado estadunidense o aumento do número de credores interessados era um ponto positivo. Isto porque o aumento da liquidez estimularia a quantidade de fundos e, como consequência, diminuiria as taxas de empréstimos hipotecários, o que, por sua vez, os tornaria ainda mais acessível à população – política de crédito habitacional (DEKU; KARA, 2017, p. 58). Tratava-se de uma política de estímulo ao crédito habitacional e ao desenvolvimento econômico realizada de forma descentralizada, por meio de vários bancos regionais e financiadas por um sistema que começou a dar seus primeiros passos em direção ao mercado

---

editado o *Banking Act of 1933*, conhecido como “*Glass-Steagall Act*”, que criou o “*Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) e instituiu o *Federal Open Market Committee* (FOMC)”. Além disso, foi responsável por limitar alguns instrumentos financeiros, regular a atuação de determinados intermediários financeiros e delimitar uma segregação rígida entre atividades bancárias e atividades de investimento. Foi o “*Glass-Steagall Act*” que criou a diferença entre banco comercial e de investimentos (ERLING, 2015, p. 75).

de capitais (expansão do crédito).

O nascimento do atual modelo de securitização ocorreu nos Estados Unidos, ao longo da década de 1960, e, em especial, graças à atuação do Estado de Bem estar social então existente. O nascimento da securitização nos EUA deve-se às denominadas “*Government Sponsored Enterprises*” (GSEs), ou Empresas Patrocinadas pelo Governo<sup>232</sup>. O mecanismo institucionalizado, justamente, seria a securitização das hipotecas. Este mecanismo existe até a presente data (DEKU; KARA, 2017, p. 24).

Na década de 1960, os bancos estadunidenses descobriram que não conseguiam acompanhar a demanda por hipotecas residenciais. Logo, as instituições financeiras passaram a criar “carteiras de hipotecas” a partir do “fluxo de caixa” gerados pelos contratos de financiamento imobiliário. Os investidores compravam títulos que eram lastreados justamente nos contratos de hipotecas. As hipotecas, por sua vez, eram garantidas pelos imóveis (como também pela *Federal Housing Administration* – FHA). A partir da equação acima, as instituições financeiras tornaram-se mais aptas para fornecimento de crédito em um mercado em expansão (HULL, 2016, p 197-198). Em suma: de acordo com John Hull, a securitização foi um:

[...] processo utilizado pelos bancos para criar títulos a partir de empréstimos e outros ativos produtores de renda. Os títulos são vendidos para investidores, o que remove os empréstimos dos balanços dos bancos e permite que essas instituições expandam seus empréstimos com mais rapidez do que sem o processo (HULL, 2016, p. 210).

Uma definição rápida seria para a securitização atual que ali nascia era “obrigação de dívida garantida” (HULL, 2016, p. 197).

No ano de 1968, em razão de pressões de ordens fiscais, a *Fannie Mae* é convertida em uma sociedade de acionistas, sociedade por ações, privada. Ao ser convertida, a *Fannie Mae* deixou de obter recursos do orçamento do Estado. A ideia era simples: como empresa

---

<sup>232</sup>Conforme será demonstrado ao longo do texto, toda a política estadunidense de políticas habitacionais é garantida pelo Estado até hoje. Neste sentido, destaca-se o ensinamento de Marlos Lopes Godinho Erling : “Nos Estados Unidos da América, em termos institucionais, o suporte financeiro no mercado habitacional é dado por entidades integrantes das denominadas *Government Sponsored Enterprises* (GSEs), instituídas pelo Governo Norte-americano e constituídas com os objetivos de fomento aos financiamentos habitacionais a longo prazo, com destaque para a *Federal National Mortgage Association* (FNMA) – *Fannie Mae* e a *Federal Home Loan Mortgage Corporations* (FHLMC) – *Freddie Mac*. A despeito de não ser a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* entidades estritamente públicas, assemelhando-se a agências de fomento com capital misto (público e privado), o suporte político às suas finalidades sempre foi marca institucional” (ERLING, 2015, p. 84).



privada, a *Fannie Mae* era responsável por adquirir hipotecas convencionais. Os recursos para a compra seriam advindos do mercado de capitais. Mas, de qualquer forma ainda demonstrava-se um investimento atrativo, eis que os *mortgages* eram garantidos pela FHA, conforme anteriormente explicado.

Como forma de controlar o “mercado de títulos lastreados em hipoteca” (MBS), que crescia a cada ano, o Estado Norte-Americano criou, no ano de 1968, a *Government National Mortgage Association* (GNMA), conhecida como “*Ginnie Mae*”. Mencionada organização tinha duas funções: não só garantir (por um preço) os pagamentos do fluxo principal e de juros dos contratos de hipoteca imobiliária para àqueles que compravam o título (investidores), mas, também, era responsável por criar os títulos alienados, os quais eram denominados “*Mortgage Backed Securities*”<sup>233</sup>. Este órgão era de extrema importância porque “a garantia do GNMA protegia os investidores em MBS contra a inadimplência dos mutuários” (PIRES, 2015, p. 198).

Dois anos depois, em 1970, a GNMA “*created the first modern securitization by explicitly guaranteeing repayments on pass-through mortgage backed securities (MBS) collateralized by mortgage loans insured or guaranteed by government agencies*” (DEKU; KARA, 2017, p. 58). Isto é: o GNMA criou o primeiro modelo de securitização que garantia empréstimos hipotecários segurados ou garantidos por agências governamentais. Em outras palavras: o MBS emitido pela GNMA gozava de apoio estatal explícito contra perdas por inadimplência.

Ainda em 1970, é criada a “*Federal Home Loan Mortgage Corporation*” (*Freddie Mac*) como uma das iniciativas do governo estadunidense com o objetivo de abordar o risco da taxa de juros enfrentado pelos investidores, uma vez que tais institutos emitem hipotecas a taxa de juros fixas. Os fundos, responsáveis pela emissão de hipotecas, vendiam seus empréstimos de longo prazo para a *Freddie Mac*. Tal conduta, além de aumentar seus fundos de empréstimo, reduzia a sua exposição para movimentos adversos. O objetivo do *Freddie Mac* era simples: expandir o mercado secundário de hipotecas, criando concorrência para o *Fannie Mae* (DEKU; KARA, 2017, p. 59).

Tanto a *Fannie Mae*, criada no ano de 1938, como a *Freddie Mac*, criada no ano e

---

<sup>233</sup> A respeito da matéria, Daniela Marin Pires esclarece que: “A era moderna da securitização surgiu nos anos 70 do século XX, nos Estados Unidos, no mercado imobiliário, em razão da pouca oferta de capitais, como alternativa de financiamento no setor. O mercado norte-americano, nessa época, era gerido por agências governamentais autorizadas pelo governo dos Estados Unidos, que tinham por objetivo aumentar a oferta de títulos de renda fixa lastreados em hipotecas residenciais, para financiamento imobiliário, sendo então emitidos títulos denominados *Mortgage Backed Securities*” (PIRES, 2015, p. 22).

1970, tinham como objetivos a compra e venda de hipotecas. Mas qual a diferença entre as duas? A diferença está no modelo de negócio. A *Freddie Mac*, financiada pelo mercado desde a sua origem, emitiu seus MBS, pela primeira vez, em 1971 ao passo que a *Fannie Mae* emitiu apenas em 1981. E mais: as estratégias das agências estadunidenses eram distintas. Enquanto a *Fannie Mae* tinha como fim criar um portfólio com as hipotecas adquiridas, a *Freddie Mac* sempre esteve focada na emissão de MBS, transferindo assim os riscos das taxas de juros para os investidores. Os MBS correspondem a “*pass-through securities*”, por meio do qual os investidores recebem o principal pró-rata e os juros gerados pelos fluxos subjacentes até que as hipotecas sejam completamente pagas (DEKU; KARA, 2017, p. 58-59).

Em suma: nota-se, portanto, que o Estado estadunidense deu o empurrão inicial na introdução da securitização no financiamento de hipotecas<sup>234</sup>. Foram três as instituições criadas: (i) *Federal National Mortgage Association (FNMA/Fannie Mae)*; (ii) *Government National Mortgage Association (GNMA)*-(1968) e, por fim, a (iii) “*Federal Home Loan Mortgage Corporation*” (*Freddie Mac*)-(1970). A única que nasceu e permaneceu estatal foi a GNMA, a qual, perante o mercado, gozava de apoio federal explícito contra as perdas em razão da inadimplência dos mutuários, em um típico processo de socialização dos riscos. Já a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac* eram empresas de capital aberto, captadas por investidores privados. Contudo, era notório ao mercado que os MBS emitidos pelas duas instituições, assim como os títulos da GNMA, também, eram garantidos pelo Tesouro estadunidense (FHA). Logo, eram operações que não necessitavam de mecanismos de proteção aos investidores.

A partir da descrição acima, é possível afirmar que a securitização moderna surge como um instrumento para restaurar a estabilidade no mercado imobiliário americano ao longo das décadas de 1960/1970, ou seja, como um instrumento de política pública (BUCHANAN, 2017, p. 49) com o objetivo de estimular a política de crédito habitacional. O termo ou melhor o jargão “*securitização*”, contudo, surge apenas no ano de 1970, quando a

---

<sup>234</sup> Quais são os fatores que impulsionaram o crescimento da securitização em relação ao mercado americano? Segundo Unie Camina, são três: “(i) a securitização atrai capital privado para essa parcela do mercado que geralmente é atendida pelo setor público, pois apresenta flexibilidade em sua estrutura e características para atender às necessidades do investidor; (ii) a securitização promove a competitividade entre agentes do mercado para prestação dos diversos serviços correlatos à operação, o que faz com que sejam reduzidos os custos de captação; e (iii) a securitização traz maior estabilidade ao mercado financeiro imobiliário, pois é um sistema apto a gerenciar melhor os riscos a ele inerentes” (CAMINHA, 2013, p. 209).

atividade privada passa a realizar a mesma operação<sup>235</sup>.

Sendo assim, conclui-se que, até a década de 1970, a intermediação financeira nos Estados Unidos, com a exceção do mercado de hipotecas acima mencionado, era conhecida como o modelo de desempenho do “*originate-to-hold*”, como explicado no item anterior. Neste modelo, as instituições financeiras bancárias agregavam a função tanto de originar o crédito (fracionamento da reserva bancária), como também de ser alternativa de investimentos (DEKU; KARA, 2017, p. 9). O caminho existente para os investidores estava relacionado apenas aos contratos em varejo<sup>236</sup>. Vale salientar que até este momento a única ferramenta de gerenciamento de risco era a “diversificação de portfólios de carteira” (DEKU; KARA, 2017, p. 9). A emergência da securitização representou a ruptura com o sistema antes vigente<sup>237</sup>, eis que iniciou um novo paradigma – *originate-to-distribute* – conforme tratado no item anterior (DEKU; KARA, 2017).

Na década de 1980, com o objetivo de expansão da política de crédito nos Estados

---

<sup>235</sup> A emissão privada de títulos, nos Estados Unidos, iniciou-se na década de 1970. Inclusive, o termo “securitização” deve-se à iniciativa privada, em especial, às operações hipotecárias da “*Salomon Brothers*”. A primeira menção ao termo securitização deve-se a Lewis Ranieri. A palavra, em verdade, aparece, pela primeira vez, no *Wall Street Journal* em 1977 na coluna “*Herad on column Street*”. Consta da referida coluna: “*Ann Monroe, the reporter responsible for writing the column, called me to discuss the underwriting by Salomon Brothers of the first conventional mortgage pass-through security, the landmark Bank of America issue. She asked me what I called the process and, for want so better term, I said securitization. Wall Street Journal editors are sticklers for good English, and when the reporter’s column reached her editor, he said there was no such word as securitization. He complained that MS Monroe was using improper English and needed to find a better term. Late one night, I received another call from Ann Monroe asking for a real word. I said: ‘But I don’t know any word to describe what we are doing. You’ll have to use it’. The Wall Street Journal did so in protested, noting that securitization was a term concocted by Wall Street and was not a real word*”. Na literatura, Buchanan (2017, p. 12-14) menciona uma edição - datada no ano de 1981 – do “*American Banker*”, o qual menciona: “*those mortgages that tend to be securitized through the secondary mortgage e market pipeline and sold to a still reluctant group of institutional investors*”.

<sup>236</sup> Em reação à crise de 1929, foram editadas normas de regulação bancária. Trata-se do “*Banking Act of 1933*”, mais conhecido como *Glass-Steagall Act*, o qual criou o *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC) e instituiu o *Federal Open Market Committee* (FOMC), além de limitar o uso de alguns instrumentos financeiros e delimitar a atividade rígida entre atividades bancárias (que emprestam dinheiro, a partir da técnica de “fracionamento da reserva bancária” - moeda de crédito, já tratada) e atividades de investimentos (responsável por organizar a venda de títulos e ações). Sendo assim, a Lei *Glass-Steagall* de 1933 é pedra angular que vai se disseminar pelo mundo com o advento da Convenção de *Bretton Woods*. O propósito da lei era claro: assegurar que os responsáveis pelos bancos comerciais não apostassem em atividades típicas de bancos de investimentos (ERLING, 2015, p. 74-75).

<sup>237</sup> Um ponto importante a respeito da securitização que será tratado a seguir, refere-se à distribuição de riscos entre os agentes da iniciativa privada. Como já mencionado, do ponto de vista do investidor, é possível afirmar que a securitização é uma forma de investimento alternativa aos depósitos em varejo. Tal forma de investimento, diga-se de passagem, é mais segura, eis que se centraliza em fluxo de recursos e não mais em contratos individuais, isto é, em pessoas. A respeito da estrutura relacionada à administração de risco destaca-se: “*Multiclass tranches were designed to minimise costs while meeting the risk and maturity preferences of diverse investors*”. *Therefore, the most sophisticated and informed investors tend to invest in the subordinated tranches with higher loss probabilities in return for higher yields to compensate for their higher risk positions. The subordination of tranches defines the loss distribution sequence among investors*” (DEKU; KARA, 2017, p. 9 - tradução).

Unidos, a técnica adotada no mercado imobiliário – *Mortgage Backed Securitization* (MBS) – foi estendida para outros três mercados: (i) financiamento de automóveis (*certificates of automobile receivables*)<sup>238</sup>; (ii) contas a receber de cartões de crédito e (iii) empréstimos *subprimes*. Nestas hipóteses, os investidores não possuíam garantia alguma contra a inadimplência. As securitizações, envolvendo ativos, que não hipotecas, ficaram conhecidas como “*Asset-Backed Securities*” (PIRES, 2015, p. 22).

A partir do ABS – “*Asset-Backed Securities*”, o mercado financeiro introduziu a figura das *tranches*. As *tranches* eram ordenadas “segundo a prioridade para o recebimento das taxas de retorno de investimentos, sobretudo juros” (ERLING, 2015, p. 86). Sendo assim, as “*tranches superiores*, de menores riscos, tinham maior garantia de recebimento de juros, embora os juros fossem menores em relação às *tranches inferiores*” (ERLING, 2015, p. 86). De forma geral, as *tranches superiores*, quando da avaliação por agências de Rating (pagas pelos emissores dos títulos), recebiam notas elevadas, conhecidas como “AAA”.

Em 1983 e 1985, respectivamente, a *Freddie Mac* e a *Fannie Mae*, passaram a emitir as denominadas *Collateralized Mortgage Obligations* (CMOs)<sup>239</sup>, para atender os investidores – que se preocupavam com o risco da inadimplência<sup>240</sup>. E o que eram? As Obrigações de Hipoteca com Garantia Sequencial (CMO) foram introduzidas, justamente, para contornar as barreiras da taxa de juros e de seus riscos para os investidores<sup>241</sup>. Estes títulos eram baseados

---

<sup>238</sup> Relacionando o tema da “securitização” ao item 1.1, o qual trata de avanços tecnológicos. É importante salientar que a indústria da informática utilizou-se do mecanismo da securitização para a sua expansão. Segundo Daniele Marins Pires as duas primeiras emissões de securitização de ativos que inauguraram a era das *asset-backed securities* - títulos de renda fixas, lastreadas em um *pool* de recebíveis vinculados a recebíveis de cartões de crédito, entre outros – foi feita por uma empresa de *leasing* de computadores em 1985 (*Sperry Lease Finance Corporation*) e outra vinculada a financiamento de automóveis (*certificates of automobile receivables*) (PIRES, 2015, p. 22).

<sup>239</sup> Mario Lopes Dodinho Erling explica que: “(...) todas as *tranches*, inclusive as medianas e menores, decorrentes do processo de securitização inicial, passavam por novo processo financeiro, dando origem a novos ABSs reestruturados e divididos em *tranches*, gerando derivativos de crédito em relação ao ABS original, conhecidos como *Collateralized Debt Obligations* – CDOs, os quais, muitas vezes, também recebiam das agências de *ratings*, com o passar do tempo, grau máximo de investimento” (ERLING, 2015, p. 86).

<sup>240</sup> O investidor que compra MBS enfrenta o risco da taxa de juros (risco no pré-pagamento) e o risco de inadimplência. O risco de inadimplência nunca preocupou os investidores. Isto porque era de informação do mercado que os títulos possuem garantias estatais. A principal preocupação dos investidores estava relacionada aos potenciais choques nas taxas de juros, uma vez que grande parte dos títulos securitizados eram a longo prazo (cerca de 15 anos) e com taxas fixas. Um exemplo: um aumento das taxas de juros pode diminuir os preços do MBS e desvalorizá-lo. Por outro lado, uma queda na taxa de juros incentiva os mutuários a exercer opções de pré-pagamento e refinarciar as dívidas hipotecárias subjacentes. Muitos investidores não se sentiam à vontade em assumir o risco de pagamento antecipado e vencimentos longos de hipoteca (DEKU; KARA, 2017, p. 60).

<sup>241</sup> Conforme será a seguir demonstrado, a partir deste mercado será criado um mercado totalmente privado, formado a partir de títulos emitidos apoiados em diferentes *tranches*. Trata-se do PLS Market, ou seja, “*Private-label securities market*, o qual é responsável pelo “*alphabet soup*” ou sopa de letrinhas.

em diferentes *pools* de ativos subjacentes e ranqueados, recebendo diferentes classificações. A prioridade ou não de pagamentos para investidores seguiam um modelo de uma cascata (*tranches*). Assim, o pagamento do principal era realizado mediante o ativo subjacente até que todos os empréstimos fossem pagos. Os juros, por sua vez, eram pagos de acordo com a *tranche* (DEKU; KARA, 2017, p. 60).

O mecanismo acima ganhou cada vez mais forças. Isto porque a década de 1980 foi marcada pela crise do sistema do “*Saving&Loans*”<sup>242</sup>. Sabe-se que as hipotecas de longo prazo eram financiadas com depósito de curto prazo (depósitos em varejo), em períodos de taxas de juros estáveis. No entanto, diante da inflação que assolou os EUA na década de 1970, os investidores passaram a retirar o financiamento em massa quando as taxas de juros nominais aumentaram (os agentes superavitários preferiam investir em outros negócios do que simples depósitos e empréstimos). Os valores retirados passaram a ser investidos em ativos de maior rendimento, com uma maior taxa de juros. Sendo assim, o capital do “S&L” decaiu, eis que seus investimentos obedeciam a regras de taxa de juros fixas e a longo prazo (DEKU; KARA, 2017, p. 26). Houve, no ano de 1989, uma tentativa de fortalecer referida modalidade de empréstimo por meio da “*Resolution Trust Corporation*” (RTC), sem êxito, contudo<sup>243</sup>.

As *GSEs* criaram, com o passar dos anos, uma limitação à securitização de hipotecas<sup>244</sup>. Ao delimitar tal securitização, abriu uma avenida aos privados que poderiam trabalhar com hipotecas distintas - *jumbo mortgages, adjustable rate mortgages, subprime mortgages, commercial mortgages* (DEKU; KARA, 2017, p. 64). Sendo assim, o Banco da América, no ano de 1977, por exemplo, emitiu a primeira remessa de títulos “*mortgages pass-through*”. O campo de atuação da iniciativa privada delimitou-se aos campos que envolvem baixa taxa de juros. Mas, ao longo dos anos, a iniciativa privada passou para outros campos:

<sup>242</sup> Marlos Lopes Godinho Erling explica que: “(...) a famosa crise das *S&Ls* (*Saving and Loans*), cujo custo final estimado, entre 1986 e 1995, foi de US\$ 153 bilhões ou cerca de 3% do PIB norte-americano à época, sendo pagos pelo Tesouro norte-americano o valor de US\$ 124 bilhões” (ERLING, 2015, p. 77).

<sup>243</sup> Houve, ainda, a criação da “*Resolution Trust Corporation* (RTC)” em 1989. O seu objetivo era adquirir ativos do *S&L* e vender para investidores. O RTC utilizou a securitização do “*commercial real estate mortgages*” para prevenir um colapso no sistema bancário. Além disso, o RTC criou um protótipo de *commercial real estate mortgages*, o qual, mais tarde seria, inclusive, utilizado por empresas privadas (DEKU; KARA, 2017, p. 62). O RTC encerrou as suas atividades no ano de 1995, quando as empresas de *Wall Street* tornaram-se os principais intervenientes no mercado de securitização (BUCHANAN, 2017, p. 13).

<sup>244</sup> Apenas, a título de curiosidade, alguns dados: “título ilustrativo, o volume de títulos garantidos por hipotecas imobiliárias geridas no âmbito das *GSEs* cresceu de US\$ 200 milhões para US\$ 4 trilhões entre 1980 e 2007, com ênfase no fato de que o volume desse mercado triplicou entre 2002 e 2005. Tratava-se, portanto, de um mercado atrativo e em intensa expansão, sobretudo porque o mercado imobiliário crescia em ritmo forte, conjuntamente à progressiva valorização dos imóveis nos Estados Unidos da América. Se a securitização imobiliária funcionava muito bem no segmento *prime* de crédito, por que não a estender ao segmento *subprime* em troca de maiores retornos financeiros? (...)” (ERLING, 2015, p. 85).

(i) securitização de *leasing* de equipamentos (ano 1985); (ii) securitização de financiamento de carros (1985); (iii) recebíveis de cartão de crédito (1987); (iv) *asset-backed commercial paper conduits* (ABCP) (final da década de 1980); (v) securitização de recebíveis de estudantes universitários (1993) (DEKU; KARA, 2017, p. 63).

Ao longo da década de 1990, desenvolveu-se o PLS Market (*Private-label securities Market*), ou seja, uma espécie de mercado de títulos, cada um com a sua própria marca. E mais: O PLS estimulou a criação de diversos instrumentos, cada vez mais complexos, dentre eles o mais famoso foi o CDS – *Credit Default Swaps*<sup>245</sup>. Os produtos securitizados eram pensados como uma “*alphabet soup*” ou uma sopa de letrinhas. Exemplos de produtos existentes até o ano de 2007 :

<b>Título</b>	<b>Significado</b>	<b>Tradução</b>	<b>O que representa</b>
CMO	<i>Collateralized Mortgage Obligations</i>	Obrigações Hipotecárias Garantidas	Diferentes <i>tranches</i> de <i>pool</i> de hipotecas podem ser combinadas criando, desta forma, uma obrigação hipotecária garantida (BUCHANAN, 2017, p. 14).
CLO <sup>246</sup>	<i>Collateralized Loan Obligations</i>	Obrigações de Empréstimos Colateralizadas	Trata-se da combinação de <i>pool</i> de ativos completamente distintos, como por exemplo, recebíveis de cartões de créditos, automóveis, financiamento estudantil.
CSO	<i>Collateralized Synthetic Obligations</i>	Obrigações sintéticas com garantias	Trata-se de um “ <i>pool</i> ” de ativos subjacentes sintéticos.
CFO	<i>Collateralized Fund Obligations</i>	Obrigações de fundos garantidos	Trata-se de uma estrutura semelhante à do CDO, ou seja, que adquire investimentos em fundo de <i>hedge</i> ou fundos de <i>private equity</i> .
CDO	<i>Collateral Debt Obligations</i>	Obrigações de dívidas colaterais	A expressão foi criada no ano de 1989. E o que representava? No final dos anos de 1980, Drexel Burnham Lambert reuniu diversos CDOs decorrentes dos “ <i>companies junk</i> ”

<sup>245</sup>O CDS é o derivativo mais popular. Trata-se de um contrato que oferece uma espécie de seguro contra o risco de inadimplência (denominado evento de crédito) de uma determinada empresa (entidade de referência). Como funciona? “O comprador do seguro obtém o direito de vender títulos emitidos pela empresa por seu valor de face quando um evento de crédito e o vendedor do seguro concorda em comprar os títulos por seu valor de face quando o evento de crédito ocorre. O valor de face total dos títulos que podem ser vendidos é chamado de principal notional do *credit default swap*”(HULL, 2016, p. 617). A vantagem do CDS em relação a outro derivativo é que funciona de forma simples e direta (HULL, 2016, p. 619).. .

<sup>246</sup> Marlos Lopes Godinho Erling trata a CMO, o CDO e o CLO como os mesmos ativos subjacentes. Neste sentido: “Havia títulos com as mesmas características, mas nomes diferentes: os *Collateralized Mortgage Obligations* (CMOs) e os *Collateralized Loan Obligations* (CLOs)” (ERLING, 2015, p. 86).



					<p><i>bonds</i>” e emitiram CDOs dos quais os investidores poderiam escolher o risco. Contudo, tal condição mudou em 2001. Devido à necessidade de expansão do mercado de hipotecas, os bancos de <i>Wall Street</i> tomaram as <i>tranches</i> com classificação inferior em um MBS e “reembalaram” em um novo título, o qual passou a ser um CDO. Estes títulos passaram a ter a sua própria estrutura e ganharam novas <i>tranches</i> com estruturas bem valorizadas (em jargão de mercado deixaram de ser BBB e, em um passe de mágica, passaram a ser AAA – bem avaliado. A partir do CDO foram produzidos o CDO 1 e o CDO 2. O volume de CDO em 2004 atingiu US\$ 673 bilhões (BUCHANAN, 2017, p. 25).</p>
CCO	<i>Collateralized Obligations</i>	<i>Commodity</i>	Obrigações de <i>commodities</i> colateralizada	de	Adquire exposições em derivativos de <i>commodities</i>
CXO	<i>Collateralized Exchange Obligations</i>	<i>Foreign</i>	Obrigações cambiais colateralizadas		Adquire exposições de derivativos de taxas de câmbio

\* Fonte Elaboração própria a partir de Bonnie G. Buchanan (BUCHANAN, 2017, P. 16-30)

Uma ampla reforma financeira passa a ser construída nos E.U.A. a partir da década de 1990<sup>247</sup>. Isto porque (i) abandona-se a ideia do banco regional para incentivar a formação de bancos nacionais, grandes conglomerados financeiros. Por outro lado, houve (ii) a extinção da segregação entre as atividades bancárias e de investimento, por meio do *Financial Services Modernization Act*, que acabou revogando o *Glass-Steagall Act*. Há, por fim, (iii) o advento do *shadow banking system*, o que era visto, à época<sup>248</sup>, com bons olhos (processo de

<sup>247</sup> A securitização, pela iniciativa privada, encontrou, contudo, seu auge entre os anos de 2003 e 2007 (DEKU; KARA, 2017, P. 24).

<sup>248</sup> Marlos Lopes Godinho Erling explica que, à época, a redução do sistema de regulação foi vista com bons olhos. Segundo ele, “o quadro regulatório norte-americano no final da década de 1990, caracterizado por uma estrutura regulatória mais liberal e pela ascensão significativa do sistema bancário paralelo ou *shadow banking system*, haja vista o fim da segregação mencionada, o que instaurou um novo paradigma de maior concorrência no mercado financeiro. Nada disso era considerado um problema, pois acreditava-se na capacidade de autorregulação dos mercados e na diminuição de riscos sistêmicos em razão do domínio aparente da arte de calcular riscos econômicos através de modelos econométricos de mensuração de risco. A despeito de crises episódicas, os formuladores de políticas públicas nos Estados Unidos da América, que detêm a maior economia mundial e a moeda internacional mais forte e universalmente aceita, sentiam-se confortáveis com o grande período de estabilidade financeira e crescimento econômico ao longo das últimas décadas, sobretudo a partir da década de 1980, no qual a presidência do *Federal Reserve Board* ficou sob a responsabilidade de *Alan Greenspan*. Tãmanha era a força da confiança nos mercados que o período foi taxado de Era da ‘Grande Moderação’ por seu sucessor, *Ben Bernanke*, em famoso discurso proferido em 20 de fevereiro de 2004” (ERLING, 2015, p. 78-79).



desregulamentação tratado nos itens 1.1 e 1.2). O “*shadow banking system*” corresponde a um conjunto de entidades<sup>249</sup> que efetuam a administração e a intermediação de recursos fora do sistema tradicional bancário, criando um sistema concorrencial até então inexistente (ERLING, 2015, p. 77-78).

Atualmente, o sistema criado à época é criticado. Isto porque constatou-se o negligenciamento dos Estados Unidos da América em relação aos seguintes aspectos :

(i) excessivo endividamento das famílias e a correspondente redução da poupança interna, com base na crença da valorização permanente dos ativos norte-americanos e manutenção da inflação em patamares baixos; (ii) a possibilidade de enfraquecimento do crescimento econômico e do declínio do nível de emprego; (iii) a complacência estatal em estruturar estratégias sistêmicas de regulação prudencial, inclusive para o *shadow banking system*; e (iv) as limitações de eficácia da política monetária do FED. (ERLING, 2015, p. 81)

Em verdade, o contexto americano da década de 1990 deve ser analisado. Neste sentido, precisas são as palavras de Mario Lopes Godinho Erling que descrevem os elementos fáticos:

Em linhas gerais, o plano político de atuação financeira norte-americana alicerçou as bases do crescimento econômico em estratégias simultâneas de redução de tributos e incentivos ao consumo das famílias, de um lado, e aumento de despesas públicas por outro lado, haja vista o financiamento extremamente custoso de guerras externas. Com isso, assumiu o Tesouro norte-americano o ônus de suportar sucessivos déficits *fiscais*, às custas do poder de emissão de dívida pública em dólares norte-americanos, com fortes impactos orçamentários, dentro de um contexto de baixa inflação mundial, sendo isso possível porque havia um movimento forte de deslocamento da poupança mundial gerada no período histórico em questão para a aquisição de ativos lastreados em dólares norte-americanos, sobretudo títulos do Tesouro norte-americano.

Portanto, a questão que resulta disso é se a estratégia política de tornar-se o grande tomador e o principal gastador de última instância seria sustentável aos Estados Unidos.

Paralelamente, foram assumidos déficits em conta corrente no balanço de pagamentos, já que o consumo não estava relacionado à produção nacional, mas, em grande parte, a produtos importados, principalmente, da China.

No entanto, ainda que houvesse uma intensa demanda externa por ativos financeiros negociados no país e títulos do Tesouro norte-americano, mesmo com a conversão da poupança mundial em ativos lastreados em dólares norte-americanos, mostrou-se,

<sup>249</sup> Várias instituições passaram a ter relevância na sociedade. São elas: “(i) fundos de investimentos ou de *private equity*; (ii) *hedge funds*; (iii) fundos de pensão; (iv) veículos especiais de investimentos (SIVs); (v) veículos de propósito específico (SPVs); (vi) bancos regionais especializados em crédito hipotecário; (vii) GSEs; e (viii) outros tipos de instituições financeiras não bancárias no sistema norte-americano, sem que houvesse o desenho de uma estratégia regulatória capaz de lidar com a arbitragem gerada, eis que o *shadow banking system* não contava com a mesma intensidade regulatória imposta ao sistema bancário tradicional” (ERLING, 2015, p. 89).

com o tempo, a dificuldade em cobrir os déficits constantes no balanço de pagamentos (ERLING, 2015, p. 80-81).

Wolfgang Streeck destacou que durante a década de 1990 – em especial, ao longo do governo Bill Clinton – houve uma tentativa de equilibrar o orçamento público, por meio de cortes nas despesas sociais. Isto porque aconteceu, neste período, como acima mencionado, o aumento do serviço da dívida nos seus orçamentos<sup>250</sup>, o que gerava dúvida a respeito da capacidade de os Estados pagarem as suas obrigações (STREECK, 2013, e-book).

De forma a compensar a redução da atuação estatal e a perda de direitos sociais, o Estado passou a estimular uma política de crédito privada<sup>251</sup>. Wolfgang Streeck destaca que: “Nesta versão, o Estado – através da política reguladora correspondente – limita-se a permitir aos agregados familiares que se endividem por sua conta e risco, para compensar as perdas dos rendimentos provenientes da atividade remunerada e das prestações sociais do Estado” (STREECK, 2013, e-book). Trata-se, para referido autor, de um período no qual o Estado deixou para trás a sua responsabilidade pelo financiamento das demandas dos particulares para repassa-la à iniciativa privada. Neste sentido, destaca-se:

A substituição do endividamento público pelo endividamento privado teve a cobertura política de uma nova teoria dos mercados de capitais, segundo a qual estes se regulam a si próprios, não necessitando de regulação estatal, uma vez que os participantes dos mesmos dispõem, por definição, de todas as informações necessárias para evitar o surgimento de desequilíbrios sistêmicos (...). Isto parecia tornar exequível uma privatização dos serviços de interesse geral graças à obtenção de empréstimos, privatização essa que permitiria ao Estado abandonar definitivamente a responsabilidade pelo crescimento e a proteção social, assumida depois da guerra e da qual o capitalismo sempre suspeitou, e devolver esta responsabilidade ao mercado e aos participantes no mesmo, que se presumia serem racionais do ponto de vista axiomático (STREECK, 2013, E-book).

E, afinal, qual a razão da crise? Wolfgang Streeck esclarece que a crise foi justamente uma crise de excesso de crédito. A respeito de tal posicionamento destaca-se o seguinte trecho:

<sup>250</sup> Mario Lopes Godinho Erling explica que: “o período em questão assistiu à consumação de estratégias estatais de vários países no sentido de adquirir ativos financeiros norte-americanos, especialmente títulos do Tesouro norte-americano, seja para dar destino aos recursos decorrentes dos superávits em conta corrente – tal como a China – ou como estratégia de gestão de incremento de reservas internacionais, com vistas a criar um colchão de liquidez cambial para proteção contra choques externos. Ademais, não se pode deixar de mencionar a atuação dos fundos soberanos, instituídos por diversos países, na aquisição intensa de ativos financeiros negociados no sistema financeiro norte-americano” (ERLING, 2015, p. 81-82).

<sup>251</sup> Conforme ensina Mario Lopes Godinho Erling, “(...) a promessa política de casa própria a todos os norte-americanos faz parte do discurso e da plataforma de governo tanto dos democratas quanto dos republicanos, não haveria escolha melhor: entra em cena o mercado imobiliário do segmento *subprime*” (ERLING, 2015, p. 83).

Primeiro, a crise bancária deveu-se ao facto de, no capitalismo financeiro do mundo ocidental, demasiados bancos terem concedido demasiados créditos, tanto públicos como privados, dos quais uma parte inimaginável se transformou repentinamente em crédito malparado. Como nenhum banco pode ter a certeza de que o banco com o qual está a fazer negócio não irá à falência amanhã, os bancos não querem emprestar dinheiro uns aos outros. Além disso, receiam que os seus clientes se sintam incentivados a qualquer momento a iniciar uma corrida aos bancos (*bank run*), para levantar os seus depósitos e depositar o dinheiro noutra lugar supostamente seguro. Os bancos veem-se obrigados a conter-se na concessão de crédito, uma vez que as autoridades de supervisão esperam que eles aumentem o seu capital próprio em relação às dívidas, para ficarem menos expostos a riscos. A assunção do crédito malparado, a garantia ilimitada para os depósitos e a recapitalização dos bancos pelo Estado, preferencialmente de todos em simultâneo, poderia constituir uma ajuda. Mas os montantes necessários para “salvar os bancos” deste jogo poderiam ascender a valores astronómicos e os Estados já estão sobre endividados. No entanto, a queda de alguns bancos, que levaria, depois à queda de outros, poderia ficar tão ou mais cara do que isto (STREECK, 2013, E-book)..

Marlos Lopes Godinho Erling, da mesma forma que Wolfgang Streeck, atribuiu ao excesso de crédito a causa da crise da dívida de 2008. Para ele, depois de 2008, nunca mais a macroeconomia poderá ser analisada distante da microeconomia. Fatores macro e microeconómicos contribuíram para a maior crise financeira que o mundo viveu. Isto porque na opinião do autor as causas da crise podem ser assim resumidas:

(i) a ocorrência conjunta da alta liquidez internacional e da elevada demanda externa por ativos financeiros norte-americanos, sem que houvesse repercussão significativa na inflação de preços em geral e desinflante o preço dos imóveis, eis que o núcleo da inflação (...) medido pelo FED expurgava os preços de alimentação, energia e casa própria; (ii) o nível de taxa de juros relativamente baixos para títulos do Tesouro norte-americano, o que incentiva o consumo e a assunção de maiores riscos; (iii) o elevado endividamento das famílias norte-americanas, acompanhado pela redução no nível de poupança interna e quedas graduais do nível de emprego ao longo dos anos; (iv) a arbitragem regulatória gerada pela revogação do *Glass-Steagall Act* no âmbito do sistema financeiro norte-americano, o que deu ensejo ao crescimento expressivo do *shadow banking system*, que não foi acompanhado por restrições regulatórias prudenciais correspondentes e estudos de impacto regulatório idôneos que pudessem apontar potencialidades de risco sistémico (ERLING, 2015, p. 85).

É certo, portanto, afirmar que houve um grande estímulo as *subprimes* ao longo do governo Bill Clinton (o que justificava a política como uma tentativa de suprir a demanda por casa própria). Da mesma forma, ocorreu ao longo do governo George Bush. O *Department of Housing and Urban Development* (HUD) exerceu forte pressão em relação às GSEs – *Fannie Mae* e *Freddie Mac* – de forma a estimular a liquidez do mercado e ampliar o acesso à casa própria. O governo George Bush, inclusive, utilizou-se do *Office of The Comptroller of the*

*Currency* (OCC) para evitar que entidades estaduais exercessem o controle em relação ao *subprime*. E aqui uma interessante discussão inicia-se: até que ponto que o capitalismo financeiro pode estimular uma política pública?<sup>252</sup>

Mas, enfim, como chegou-se à crise de 2008? Como chegou-se à crise do crédito? O que são as *subprimes*?

Os EUA foram o local de nascimento do instituto da securitização, como já mencionado. Por outro lado, foram também o local do início da crise que maculou a imagem do referido instrumento para o mundo ao longo dos anos de 2007-2009. Após a crise, houve alteração da regulação para afastar as suas fragilidades.

Pode-se afirmar que a crise de 2007-2009 foi caracterizada por dois fatores: (i) “*boom*” de crédito (como já mencionado) e as (ii) bolhas imobiliárias, ocasionadas, em especial, pelos títulos *subprimes* (DEKU; KARA, 2017, p. 132). A securitização participou de forma ativa nos dois fatores<sup>253</sup>.

Por que houve o “*boom*” de crédito? Justamente em razão do “*shadow banking system*”, como anteriormente demonstrado. Não só bancos, mas, também, outras instituições – estimuladas pelos próprios bancos, graças ao mecanismo “*off-balance sheet*”<sup>254</sup> passaram a conceder hipotecas para tomadores de empréstimos com menor capacidade de crédito<sup>255</sup>, com

<sup>252</sup> Marlos Lopes Godinho Erling desenvolve um interessante estudo a respeito da captura do sistema regulatório. Por um lado, referido autor destaca o discurso populista assumido pelas autoridades americanas a respeito da necessidade de ampliação do mercado imobiliário, em especial para a população carente. Por outro lado, analisa o perfil do mercado financeiro, o qual cresce na medida da desregulamentação (ERLING, 2015, p. 98-104).

<sup>253</sup> Bonnie G. Buchanan explica e resume a crise de 2007 basicamente em cinco fases distintas: (i) a primeira etapa é caracterizada pela expansão das securitizações, as quais eram bem vistas e bem sucedidas, aumentando a confiança do mercado; (ii) com o passar dos anos, inicia-se a segunda etapa: quando o mercado tornou-se cada vez mais sofisticado (sopa de letrinhas); (iii) a terceira etapa é denominada de “paroxismo e reversão” caracterizada pelo topo do entusiasmo pelo produto; (iv) a quarta fase é marcada pelo pessimismo e pela desconfiança geral; (v) a última etapa é caracterizada por um mercado menos líquido, o que obriga as instituições financeiras, diante do risco de insolvência, reestruturar seus balanços (BUCHANAN, 2017, p. 49).

<sup>254</sup> Como ocorre este mecanismo? O sistema financeiro tradicional é sujeito a restrições prudenciais. Logo, em um primeiro momento, ele realizava os empréstimos (respeitando os limites prudenciais). Após um tempo, o banco alienava esta carteira de recebíveis, mediante processo de securitização, para uma das instituições que compunham o “*shadow banking system*”, limpando o seu balanço para alavancar mais uma carteira de recebíveis. Tal procedimento deixava de comprometer o sistema financeiro patrimonial do banco. A liquidez financeira das empresas que compunham o “*shadow banking system*”, por sua vez, advinha da alienação dos ABS ou CDOs. A proteção financeira das operações era dada pelo *Credit Default Swaps - CDS* (ERLING, 2015, p.90).

<sup>255</sup> É importante consignar que, antes da *subprime*, o mercado imobiliário norte-americano era constituído por segmentos “específicos, delimitados de acordo com graus respectivos de risco de crédito. Em todos eles, a avaliação racional dos riscos de crédito deve seguir a lógica dos ‘cinco Cs’, a saber: (i) o caráter, (ii) as condições, (iii) a capacidade; (iv) o capital e (v) o colateral. Seguida tal lógica, o sistema financeiro, ao conceder o crédito, deve avaliar a reputação subjetiva do tomador no mercado (caráter), as tendências de conjuntura econômica (condições), a capacidade econômica de pagamento do tomador (capacidade), a situação econômica-patrimonial do devedor (capital) e a garantia contratual atrelada ao crédito, que geralmente envolve a constituição de hipoteca sobre o imóvel objeto do financiamento habitacional (colateral)” (ERLING, 2015, p.

o objetivo de securitizá-las. Daí o excesso de crédito<sup>256</sup>. Mas, desde já, destaca-se que tais hipotecas eram oferecidas para mutuários com histórico de crédito ruim ou com renda não comprovada (DEKU; KARA, 2017, p. 69).

As hipotecas *subprimes* possuíam peculiaridades: (i) “*reset date*”, ou seja, uma data de reinicialização; (ii) amortização negativa e, por fim, (iii) *interest-only rates* (taxas somente de juros) (DEKU; KARA, 2017, p. 69). O que estes recursos representavam em conjunto? Explica-se.

O interessado na hipoteca, ao assinar o contrato, adquiria um contrato com taxas de juros reajustável. Inicialmente, a taxa de juros era artificialmente baixa. Este período não era longo. Durava em torno de 12-36 meses. Quando este tempo passava, chegava-se a “*reset date*”, quando havia a reinicialização. Ou seja: a taxa de juros era redefinida para um valor alto (DEKU; KARA, 2017, p. 69). Em outros termos: as hipotecas eram projetadas para serem refinanciadas a cada encerramento de ciclo (DEKU; KARA, 2017, p. 133). Qual foi o efeito para o mercado imobiliário estadunidense em razão das *subprimes*?

Ora, em razão dos juros baixos e do excesso de crédito (independente se o interessado tinha como comprovar o lastro), os valores dos imóveis subiram, de forma contínua, por cerca de dez anos seguidos. O pico dos valores foi o ano de 2006<sup>257</sup>. Contudo, tal situação gerou um ciclo vicioso: (i) os juros baixos da hipoteca estimulavam os financiamentos; (ii) o crescimento dos financiamentos, mediante *subprimes mortgage*, e a demanda por crédito estimulavam o valor dos imóveis para cima. Investidores institucionais, ao analisarem o quadro acima, acreditavam em um quadro promissor e demandavam especialmente por *tranches* AAA (DEKU; KARA, 2017, p. 133).

Ocorre, contudo, que no primeiro trimestre de 2006, os valores dos imóveis nos Estados Unidos começaram a cair. Desta forma, para manter a taxa de lucratividade, os credores (ou seja, o agente superavitário em relação aos contratos de mútuos) apertaram critérios para a concessão de empréstimos e aumentaram as taxas de hipotecas. Qual foi o

---

84).

<sup>256</sup>Com o objetivo de estimular a política habitacional, sem a participação do Estado, a saída “financeira encontrada foi utilizar uma estrutura paralela ao sistema bancário tradicional para financiamentos imobiliários nesse segmento, que fosse atrativa aos investidores, e surge daí o mecanismo de securitização de recebíveis imobiliários, atrelado a derivativos” (ERLING, 2015, p. 85).

<sup>257</sup> Somente a título de exemplo: em 2006, 600 bilhões de dólares em empréstimos *subprime* foram originados, o que representava 23,5% das hipotecas criadas. Apenas para um comparativo: entre 1996 a 2003, a proporção era de apenas 8,5% (DEKU; KARA, 2017, p. 69 e 133).

efeito da medida? Simples: os detentores de “*subprimes mortgages*”, que não possuíam renda comprovada ou mesmo garantias, não conseguiram refinarciar as suas hipotecas quando atingiam a chamada “*reset date*” (DEKU; KARA, 2017, p. 69) – a nova taxa de juros possuía um valor muito elevado.

Logo, na metade do ano de 2006, houve uma onda de inadimplência, o que corroe os ativos hipotecários nos balanços dos bancos (DEKU; KARA, 2017, p 69).

Aqui um ponto essencial deve ser destacado: a diferença entre o mundo financeiro e o mundo real. As análises dos dados econômicos norte-americanos neste período são completamente incompatíveis. Isto porque, por um lado, as taxas de renda e emprego eram negativas nos Estados Unidos da América, o que demonstrava um quadro de recessão econômica<sup>258</sup>. Por outro lado, no tocante às hipotecas imobiliárias, encontrava-se o seguinte quadro: (i) redução das taxas de negação (*denial rates*); (ii) aumento de hipotecas originárias e (iii) aumento do valor dos imóveis. Ou seja: destaca-se que eram dados incompatíveis entre si (DEKU; KARA, 2017, p. 134). Daí a crítica que se realiza as Instituições Financeiras Bancárias e ao Estado Americano. Tomando conhecimento de tais índices, como ou por que não tentaram interromper a formação da denominada bolha imobiliária?

Mas no auge da crise foi possível identificar fatores que contribuíram para o caos financeiro. Tais fatores podem ser divididos em três grupos distintos: (i) o primeiro relacionado à operação securitização em si, em especial, ao ativo subjacente securitizado; (ii) o segundo, por sua vez, refere-se às condutas dos bancos logo no início do século, a qual envolve transformação em suas operações, mas, também, condutas eticamente questionáveis, e, por fim, (iii) a atuação das agências de classificação ou *rating*<sup>259</sup>.

Em primeiro lugar, como já informado, é consenso que a baixa qualidade do *pool* ativos subjacentes securitizados levou a uma amplificação dos riscos bancários (DEKU;

---

<sup>258</sup> Mario Lopes Godinho Erling a respeito do real contexto econômico norte-americano salienta que: “Entretanto, com a desaceleração da economia norte-americana e o aumento do desemprego, os sinais da crise financeira já eram evidenciados. O valor do mercado dos imóveis passou à tendência de queda acentuada, o que comprometia a capacidade econômica dos tomadores, já excessivamente deteriorada, bem como as possibilidades de expansão do mercado imobiliário se mostravam limitadas. Além disso, verificou-se um aumento significativo no inadimplemento dos pagamentos relativos aos financiamentos imobiliários, o que era agravado pelo alto nível de endividamento dos norte-americanos, especialmente no segmento *subprime*. Os norte-americanos mais pobres estavam muito endividados. Os sinais mais intensos do início da crise financeira foram percebidos no segundo semestre de 2007, quando grandes prejuízos financeiros relacionados ao mercado *subprime* foram tornados públicos. Nesse ano já era perceptível focos de problemas de liquidez nos mercados interbancários com claros sinais de estresse e aversão ao risco” (ERLING, 2015, p. 91-92).

<sup>259</sup> Por que os investidores confiavam nas agências de *rating*? Porque elas já haviam conseguido estabelecer uma reputação favorável através da precisão de suas taxas de juros e títulos de governo (DEKU; KARA, 2017, p. 139).



KARA, 2017, p. 134).

Em segundo lugar a securitização das *subprimes*, por um lado, demonstrou uma transformação na própria atividade econômica dos bancos, que recorreram à atividade de securitização em detrimento dos padrões de empréstimos adotados anos anteriores à crise (intermediação, mediante fracionamento de depósito), tornando o sistema mais instável. E no tocante à securitização, havia uma tendência dos bancos: securitizar os ativos subjacentes de altíssimo risco, logo, tal material não permanecia na contabilidade dos bancos (*off balance*), mas sim na contabilidade de pessoas a ele relacionadas denominadas *Structured Investment Vehicles* (SIVs) – (Veículos Especiais de Investimentos)<sup>260</sup> que integravam o seu conglomerado<sup>261</sup> e que, em grande parte das vezes, não possuía envergadura financeira para garantir todas as operações. Por outro lado, atuais estudos demonstram que a ausência de ética e de padrão moral dos bancos foram os principais fatores que levaram à crise de 2007-2009 (DEKU; KARA, 2017, p. 134-136).

Por fim, ou, em terceiro lugar, deve-se salientar o papel das agências de classificação ou *rating*. Em razão de sua atuação, as agências geram rendimentos em relação à securitização. Logo, portanto, por interesses privados, podem ter contribuído para inflar classificações de forma a reter negócios. Três eram as condutas duvidosas das agências: (i) metodologias inadequadas de *ratings*<sup>262</sup>; (ii) classificações inadequadas dos ABS<sup>263</sup>; (iii) relação duvidosa a respeito de emissores e agências<sup>264</sup> (DEKU; KARA, 2017, p. 68).

---

<sup>260</sup> Mas o problema não estava na pessoa que originava o empréstimo. Encontrava-se, em verdade, nas SIVs – *Structured Investment Vehicles* (veículos especiais de investimentos). Tais pessoas, além de não conseguirem levantar empréstimos, não possuíam liquidez e possuíam ativos subjacentes da baixa qualidade, os quais, por sua vez, continham *subprime mortgages*. Vale lembrar que cada SIVs era estruturada a partir de apoio dos bancos patrocinadores. Logo, como as SIVs não conseguiam mais capital, os patrocinadores (bancos) tiveram que auxiliá-los (DEKU; KARA, 2017, 135-136).

<sup>261</sup> Mas, não é só. Os próprios Bancos ignoraram o seu modelo de securitização e optaram por não transferir o risco do crédito aos investidores. A securitização, operada com base nas *subprimes mortgages*, levou a concentração de riscos nas instituições financeiras. E por que os bancos assim agiram? Para contornar a regulamentação de adequação de capital (*capital adequacy regulations*) (DEKU; KARA, 2017, p. 133).

<sup>262</sup> Para fomentar ainda mais a securitização, os bancos passaram a criar mais um título, denominado ABS. Em relação a este título, as agências não conseguiam capturar a complexidade. Não houve classificação de testes de estresse em relação a sua atuação, o que influenciou, em muito, a crise (DEKU; KARA, 2017, p. 138).

<sup>263</sup> Estudos empíricos forneceram evidências de que as agências de classificação concediam *ratings* favoráveis – não refletindo o verdadeiro risco dos ABS – quando possuíam fortes ligações com os bancos emissores. As agências de *rating*, de forma geral, emitiam pareceres favoráveis a grandes emissores (DEKU; KARA, 2017, p. 139-140)

<sup>264</sup> Há uma relação no mínimo questionável entre as agências de *rating* e os emissores das *securities*, pois os funcionários das agências fazem parte das equipes de subscrição dos emissores/originadores. Isso porque as classes das emissões (*tranches*) variam conforme os riscos. Normalmente, no processo de *rating*, há negociações bilaterais entre o emitente e a agência de notação (critérios como subordinação, melhorias de créditos) para



Em 2007, verificou-se que os “*subprime mortgage*” eram tóxicos. Em 2008, o banco de investimento *Lehmann Brothers*, um dos líderes no mercado de distribuição de produtos financeiros, em especial, *subprimes*, ao ser informado que não receberia ajuda do Tesouro estadunidense, declara a falência (ERLING, 2015, p. 92). Eis aí o principal marco temporal da crise da *subprimes*: iniciou-se neste momento a maior crise de liquidez do mercado mundial. Cerca de um quarto das hipotecas imobiliárias norte-americanas foi vendida para o mundo. Desta forma, os bancos centrais espalhados pelo mundo passaram a atuar de forma a atenuar os efeitos da crise sistêmica ocasionada pela ausência de liquidez (ERLING, 2015, p 93), em um processo de socialização dos riscos econômicos.

O episódio acima gerou uma grande crise no mercado, muitos investidores entraram em pânico. Diante dos fatos, as principais corretoras também não refinanciaram as suas obrigações e iniciou-se uma corrida no mercado de compra e venda. Vale lembrar que as SIVs e as Corretoras trabalhavam com títulos de rendimento fixo, garantidos por financiamento a curto prazo. Neste momento, o Banco *Bear Stearns* entrou em colapso. O *Merrill Lynch* fundiu com o *Bank of America* (DEKU; KARA, 2017). Em verdade, é possível afirmar que *Countrywide Financial*, *New Century Financial*, *Indymac*, *Ameriquest*, *Bear Stearns*, *Lehman Brothers*, *Merril Lynch*, *AIG – American International Group* e *Washington Mutual* tonaram-se fontes de *subprimes*. Logo, foram os primeiros a serem atingidos. Contudo, estima-se que mais de 1.300 instituições nos EUA tenham sido prejudicadas. O número é assustador quando se imagina que os bancos perderam mais de 885 bilhões de dólares (BUCHANAN, 2017, p. 5).

Das instituições acima é possível afirmar que:

A despeito da falência do *Lehmann Brothers*, o FED viabilizou a aquisição da *Merril Lynch* e da *Countrywide Home Loans* pelo *Bank of America*, bem como o *Bear Stearns* pelo *JP Morgan Chase* e os dois grandes bancos de investimentos – *Morgan Stanley* e *Goldman Sachs* – tornam-se bancos comerciais, em especial para acessar os canais de liquidez do FED. Os cinco principais bancos de investimento, simplesmente, não existem mais (ERLING, 2015, p. 93).

As empresas seguradoras também enfrentaram grave crise. Um exemplo é a *AIG – American International Group*. Mencionada empresa fornecia seguro em duas modalidades de negociação: (i) ativos de títulos garantidos e (ii) derivativos de créditos de risco (*swaps* de inadimplência de crédito ou CDSs – *Credit Default Swaps*<sup>265</sup>) (ERLING, 2015, p. 87). Como a

---

alcançar a classificação desejada. Muitos títulos deveriam estar em classificações mais baixas, o que reduziria os riscos da agência e do banco (DEKU; KARA, 2017, p. 138-139).

<sup>265</sup> Para proteger-se de uma eventual queda do CDO, os investidores comprovam CDSs. Logo, havia uma proteção ao *default* (ERLING, 2015).

sua classificação AAA foi rebaixada, a AIG, por exemplo, foi obrigada a postar garantia substancial sobre os contratos já existentes (DEKU; KARA, 2017, p. 70). Houve a nacionalização de 80% da AIG<sup>266</sup>, uma vez que ela não seria capaz de bancar todos os CDSs emitidos (ERLING, 2015, p. 94).

As principais integrantes do GSEs – *Freddie Mac* e a *Fannie Mae* – foram nacionalizadas sob a tutela do *Federal Housing Finance Agency* (FHFA), eis que os seus balanços estavam defeituosos e eram instituições diretamente envolvidas no mercado *subprime* (ERLING, 2015, p. 94).

O *Federal Reserve* (Banco Central dos EUA), com o objetivo de conter a sangria do mercado corporativo financeiro, criou uma série de programas temporários, os quais serviam de garantia para os fundos que possuíam hipotecas *subprime*. Tais programas representavam fontes alternativas de liquidez ao mercado (FED ofereceu operações de redesconto aos bancos, o que só foi possível porque a política monetária não estava submetida à rigidez do controle orçamentário norte-americano, o que fragilizou a discussão democrática dos gastos públicos) (ERLING, 2015). Os principais atos públicos são (entre os anos de 2007/2008):

O Programa de Alívio de Ativos Problemáticos (*Troubled Asset Relief Program – TARP*) pelo Tesouro norte-americano, o *Term Auction Facility – TAF*, o *Term Securities Lending Facility – TSLF*, o *Primary Dealer Credit Facility – PDCF* e o *Term Asset Lending Facility – TALF* a cargo do FED, cujos valores envolviam grande volume de recursos financeiros, assim como programas de estímulos econômicos, tal como o *American Recovery and Reinvestment Act* (ARRA), em 2009 (ERLING, 2015, p. 95).

Apenas para se ter uma ideia de números: “em termos concretos, o FED mais que dobrou o seu balanço quanto a empréstimos entre setembro a dezembro de 2008, de 942 bilhões de dólares norte-americanos para mais de 2 trilhões de dólares norte-americanos” (ERLING, 2015, p. 95).

É importante consignar que a *Financial Crisis Inquiry Commission* (FCIC) salientou, em seu parecer conclusivo final, que as agências de *rating* foram as grandes responsáveis pelo

---

<sup>266</sup> John C. Hull confirma a informação acima ao explicar que: “Durante a crise do crédito que teve início em agosto de 2007, os reguladores começaram a se preocupar bastante com o risco sistêmico (ver História de Negócios 1.2). Eles acreditavam que os *credit default swaps* eram uma fonte de vulnerabilidade para os mercados financeiros. O perigo é que a inadimplência de uma instituição financeira poderia levar a grandes prejuízos de suas contrapartes em transações de CDS, o que causaria inadimplências adicionais por parte de outras instituições financeiras. AS preocupações regulatórias foram alimentadas pelas dificuldades da AIG, uma gigante do ramo de seguros”. (HULL, 2016, p. 619)

colapso financeiro de 2007-2009<sup>267</sup>. Tal relatório destaca que os títulos relacionados às hipotecas *subprimes* não poderiam ter sido comercializados e vendidos com o seu selo de aprovação. O que de fato aconteceu com as agências? As agências (i) utilizaram modelos de computação com falhas; (ii) estavam sob pressão das empresas que pagaram pelos *ratings* e (iii) tinham participação no mercado. Infelizmente, investidores confiaram em tais *ratings*. A FCIC apenas para exemplificar mencionou a Moody's. Tal agência classificou cerca de 45.000 títulos relacionados a hipoteca *subprime* como AAA. Com a crise, 83% foram rebaixados (DEKU; KARA, 2017, p. 138).

Por fim, argumenta-se que a regulação existente no mundo ocidental, em especial nos Estados Unidos e na Europa, não foi capaz de detectar e impedir os empréstimos e a acumulação de risco no sistema. Argumenta-se que a *Securities Exchange Commission* poderia ter exigido o fim de práticas obscuras.

Deve-se salientar que, antes da crise da *suprime*, o *BIS - Bank for International Settlements* (Banco de Compensações Internacionais)<sup>268</sup>, por meio do Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (BCBS)<sup>269</sup>, editou o Basileia I<sup>270</sup> que tratava de transparência e controle

<sup>267</sup> Segundo Bonnie G. Buchanan, por muitos anos as agências de *rating* não desempenharam nenhum papel explícito em relação às emissões de MBS. Isto porque, diante do patrocínio das GSE, havia uma implícita garantia do governo (BUCHANAN, 2017, p. 18).

<sup>268</sup> O BIS, criado no ano de 1930, é o órgão que reúne os diferentes Bancos Centrais. Já assumiu diferentes tarefas institucionais. Quando foi criado, na década de 1930, a sua missão estava relacionada a gestão dos pagamentos de indenizações impostas à Alemanha pelo Tratado de Versailles, após a I G.M. Logo após a II G.M, o BIS assumiu a tarefa de acompanhar as diretrizes impostas em Bretton Woods, a respeito do sistema monetário internacional. Atualmente, apelidado de “Banco dos Bancos Centrais”, tem como foco institucional: “monitorar, com mais intensidade, os fluxos internacionais de capitais, além de dar início a um processo de coordenação internacional de estratégias regulatórias, que resultaram em padrões de regulação financeira sistêmica dos riscos inerentes ao sistema financeiro global” (ERLING, 2015, 216). Em outras palavras, o fim do BIS é a regulação, com o objetivo de estabilidade financeira. O BIS é composto por 60 Bancos Centrais, cujo poder de voto é proporcional à participação no capital social de cada associado. O Brasil ingressou no BIS por meio do decreto-legislativo de nº 15/1997. As discussões e estudos do BIS geram os Relatórios Anuais, tais como *BIS Papers*, *Working Papers* (ERLING, 2015, p. 216/217).

<sup>269</sup> O *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) ou o Comitê de Supervisão Bancária de Basileia é um dos Comitês temáticos do BIS. Ao total são 6. Além do BCBS, são eles: (i) Comitê de Sistema Financeiro Global (CGFS); (ii) Comitê de Sistemas de Pagamento e Infraestrutura de Mercados (CPMI); (iii) Comitê de Mercados; (v) Fórum de Governança de Bancos Centrais (CBGF); e (vi) Comitê Irving Fisher de Estatísticas de Bancos Centrais. O Foco do Comitê da Basileia, nascido no ano de 1973, diante dos efeitos negativos da ruptura do acordo de Bretton Woods, é o estabelecimento de diretrizes (*guidelines*, *supervisory standards* e *Core Principles for Effective Banking Supervision*) de regulação prudencial, monitoramento e supervisão das instituições bancárias. Fala-se em regulação prudencial com o fim de evitar crises financeiras, promovendo a “estabilidade financeira sustentável” (Erling, 2015, p. 217-218).

<sup>270</sup> O que são os acordos da Basileia?. São acordos que ditam diretrizes fundamentais ou princípios básicos de regulação prudencial de riscos. Foram quatro os acordos até hoje fechados: editou-se o Basileia I em 1988; o Basileia II em 2004, com divulgação no Brasil por meio do Comunicado de nº 12.746/2001 do BACEN. Logo após, o Basileia II.5 (versão inicial de Basileia III) e, por fim, o Basileia III – em decorrência da crise (ERLING, 2015, p. 119). Os dois últimos no ano de 2008, em razão da crise da *subprime*. (Erling, 2015, p. 224).

de risco<sup>271</sup>. Contudo, tais regras reduziam a capacidade financeira das referidas instituições<sup>272</sup>. Qual foi a reação? Os bancos optaram pelo uso da securitização: utilizavam-se de ativos securitizados em entidades “*off-balance-sheet*” (SIVs)<sup>273</sup>. Por fim, os bancos, de fato, não transferiam o risco da operação. Isto porque securitizavam as hipotecas mas garantiam o risco de crédito dos ativos subjacentes via patrocínio de SPVs (DEKU; KARA, 2017, p. 140-141).

O quadro acima ainda admitia outra situação delicada. As regulamentações de capital permitiram que os bancos reduzissem a quantidade de capital que detinham para *tranches* classificadas como AAA de hipotecas securitizadas. Sendo assim, passaram a investir em suas próprias *tranches*. Em outros termos: os bancos passaram a especular em relação a eles próprios. Contudo, como já demonstrado, a classificação não estava correta (DEKU; KARA, 2017, p. 141).

Em 2004, passa a valer o “acordo” de Basileia II – publicado no Brasil como Comunicado do Banco Central do Brasil de nº 12.746/2001 -, o qual direcionava a sua preocupação não apenas ao risco do crédito, mas, também, para o risco de mercado. Referido tratado possuía três pilares: (i) exigência de um capital regulatório mínimo, apto para a proteção em relação aos riscos de crédito, de mercado e operacional, apurado tecnicamente; (ii) verificação da adequação do capital regulatório – os bancos passaram a criar os seus próprios mecanismos de controle, o que garantiu aos bancos ampla liberdade<sup>274</sup>; (iii) disciplina

---

<sup>271</sup> O Basileia I foi introduzido em 1988, mas adotado a partir de 1992. Foi editado em resposta a crise da dívida que afetou os países menos desenvolvidos. O seu objetivo era garantir solidez e a eficiência ao sistema financeiro. Quais eram as propostas? O Basileia I estimulava condutas que aumentassem a capacidade dos bancos de absorver as perdas. A questão do risco foi avaliada, perante o acordo de Basileia I, de forma ampla a partir de três pontos: (i) servir como um colchão diante das perdas bancárias; (ii) proteger os credores durante a falência e, por fim, (iii) desaconselhar comportamento de riscos excessivos (DEKU; KARA, 2017). Sendo assim, é possível afirmar que o foco do acordo da Basileia I era o “risco de crédito e na condição da solvência” (ERLING, 2015, p.221), ou utilizando-se das palavras de Erling, “Basileia I dizia respeito à alegação de rigidez dos critérios de mensuração dos riscos de crédito, o que consistiria em fator impeditivo e estratégias financeiras mais flexíveis de empréstimos com prazos mais longos” (ERLING, 2015, p. 120)

<sup>272</sup> O Brasil absorveu as normas de Basileia I, por meio da Resolução de nº 2.099/1994 do CMN, mesmo não sendo à época integrante do BIS – a adesão formal do Brasil só ocorreu no ano de 1997 (ERLING, 2015, p.222).

<sup>273</sup> É importante consignar que até o Acordo Basileia I (1988), os bancos eram estimulados a realizar a securitização em razão da busca de financiamento. Os depósitos a varejo não eram suficientes para a atividade de intermediação financeira. Após Basileia I, a razão para a utilização da securitização foi alterada. A partir de tal acordo, o instrumento da securitização passou a ser utilizado como um mecanismo de manobra para que os bancos pudessem “driblar” os requisitos do “*regulatory capital arbitrage*”(DEKU; KARA, 2017, p. 40). Marlos Lopes Godinho Erling explica que o “*regulatory capital arbitrage*” ou o capital regulatório exigível trata-se de um cálculo realizado a partir do capital base principal e capital suplementar, de forma a analisar os riscos dos ativos dos bancos (ERLING, 2015, p.221).

<sup>274</sup> O grande problema justamente é este: as agências de classificação falharam ao capturar os riscos inerentes à securitização (houve uma inflação em relação à qualidade do título) (DEKU; KARA, 2017).

da transparência de informações e padronização dos métodos e procedimentos contábeis<sup>275</sup> (ERLING, 2015, p. 121-122).

A ampla liberdade – inclusive de controle – levou a crise de 2008. Sendo assim, em razão da crise da *subprime*, foi publicado o Basileia II.5<sup>276</sup>. A respeito, Marlos Lopes Godinho Erling esclarece que:

“Basileia II.5” consistiu em uma revisão feita em 2009 sobre Basileia II, cuja preocupação central era, principalmente, aperfeiçoar a regulação sobre o processo de securitização e modificar a metodologia para cálculos de riscos financeiros com fins de determinação do capital regulatório (Pilar 1), a revisão dos métodos de supervisão de adequação de capital (Pilar 2) e a criação de instrumentos para uma maior transparência financeira (Pilar 3), com implementação integral até o final de 2011. O documento representativo dessa etapa dos “Acordos da Basileia” é o seguinte: Revisions to the Basel II market risk framework and Enhancements to The Basel II framework” (ERLING, 2016, p. 225).

Certo é que a securitização foi estigmatizada devido ao seu papel na crise. O mercado da securitização, no pós-2008, tornou-se deprimido. Os investidores ainda não estão confiantes. Os níveis de emissão ainda são baixos (DEKU; KARA, 2017, p.70). O “Acordo” de Basileia II.5, em razão do constante uso, passou a ter um tópico a respeito da securitização.

Qual foi a reação à crise que se apresenta? Em resposta às múltiplas falhas no sistema, houve um fortalecimento da regulação de forma a resolver as deficiências estruturais aparentes a fim de reativar o mercado.

Nos Estados Unidos da América, destaca-se a adoção o “Acordo” da Basileia III e, principalmente, no *Dodd Frank Act* de 21 de julho de 2010 (*Dodd Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*). Ambas as iniciativas, de forma geral, tratam de: (i) aumentar a transparência; (ii) exigir análise de riscos, (iii) reestruturar as agências de *rating* e, por fim, (iv) impor exigências ao capital (DEKU; KARA, 2017, p. 70). No Brasil, o Basileia III foi

<sup>275</sup> Marlos Lopes Godinho Erling (2015) esclarece que a liberdade concedida aos bancos acabou produzindo o ambiente ideal para a crise das *subprimes*. Isto porque um dos pilares “consistia em estratégia regulatória flexibilizadora interessante para as instituições financeiras bancárias, pois representava um estímulo à gestão financeira de suas operações adaptadas ao seu perfil de atuação. (...) Entretanto, as autoridades reguladoras norte-americanas, aparentemente, foram brandas no exercício da supervisão prudencial sobre os métodos internos de avaliação de riscos financeiros. O grande exemplo dessa assertiva é o processo de securitização de recebíveis imobiliários que inclui o segmento *subprime*” (ERLING, 2015, p.121-122).

<sup>276</sup> A respeito da adoção do Brasil, Erling esclarece que o Comitê monitora o acolhimento ou das diretrizes. No tocante ao Brasil, destaca que: “A título ilustrativo, segundo o relatório de acompanhamento publicado no início de 2013, o Brasil cumpriu todas as exigências de Basileia II e II.5 (Nível 4) e segue seu processo de de aplicação das recomendações de Basileia III (Nível 2). Em dezembro de 2013, foi publicado o “*Regulatory Consistency Assessment Programme (RCPA) - “Assessment of Basel III regulations in Brazil”*”, que se destinou a aferir o grau de aderência da regulação financeira prudencial brasileira as diretrizes de Basileia III, cuja conclusão classifica a regulação brasileira, no grau máximo, como “compliant jurisdiction”. (ERLING, 2015, p. 226).

recepcionado como o Comunicado do Banco Central do Brasil de nº 20.615/2011. Basiléia III tem como norte ampliar a atividade regulatória, além, é claro de institucionalizar instrumentos que garantam transparência e liquidez (ERLING, 2016, p.227)

Apesar da crise, por que o sistema financeiro ainda insiste no instituto da securitização?

Porque o instrumento é importante em relação à diversificação de riscos, quanto de financiamento, ou seja, mecanismo de crédito. O objetivo atual, enfim, é obter novos empréstimos estruturados, sem que se comprometa a estabilidade financeira, aumentando, desta forma, o capital (DEKU; KARA, 2017, p. 72). A regulação<sup>277</sup> e o controle são os instrumentos adequados para impedir que a securitização seja utilizada de forma inadequada.

Por fim, ao encerrar o presente item questiona-se: a crise de 2008 poderia ocorrer no Brasil?

O Brasil possui um sistema financeiro regulado, tanto é que a crise de 2008 não o afetou (o então presidente do brasileiro, Luiz Inácio Lula da Silva, a classificou na época como um tsunami para os Estados Unidos e como uma “marola” para o Brasil<sup>278</sup>). Para Marlos

---

<sup>277</sup> “O que parece consenso (...) é a necessidade de construção de um desenho regulatório financeiro que seja um pouco mais abrangente, efetivo e dinâmico, em que os reguladores sejam capazes de acompanhar de modo mais eficiente, a evolução dos mercados financeiros” (ERLING, 2015, p. 73). E mais: referido autor destaca que o próprio processo de desregulação depende de um forte acompanhamento do Estado. A respeito destaca-se: “ante o exposto, não é possível apresentar argumentos conclusivos que permitem atribuir ‘culpa’ ao Estado norte-americano ou ao mercado, exclusivamente. Independente das diversas questões oriundas da crise que permanecem controversas até hoje, é possível extrair da discussão um ponto de extrema pertinência e relevância: até mesmo estratégias regulatórias voltadas à desregulação devem ser acompanhadas pelo Estado, com vistas a definir a dose regulatória adequada entre o papel dos mercados e reguladores financeiros, isto é, é necessário avaliar custos e benefícios das estratégias de desregulação para funcionamento socialmente desejado do sistema financeiro integralmente considerado” (ERLING, 2015, p. 117-118).

<sup>278</sup> A respeito, reportagens à época: “Em longa entrevista, Lula voltou a refutar a possibilidade de um pacote para conter a crise americana. Lula tem falado diariamente com o ministro da Fazenda, Guido Mantega, e com o presidente do Banco Central, Henrique Meirelles. ‘Não vai ter pacote. Teremos medidas pontuais’. O presidente evitou antecipar a possibilidade de uma queda mais acelerada das taxas de juros por conta da crise estrangeira. Lula preferiu elogiar o papel do Banco Central no sucesso de sua política econômica e disse que as medidas acontecerão no tempo certo. ‘Tudo acontecerá no tempo certo. O Banco Central tem sido importante na condução da política econômica’ reafirmou Lula. Na sexta-feira, o presidente George W. Bush sancionou um pacote bilionário de socorro ao sistema financeiro cujo objetivo é evitar um estrago maior à economia do país e ao povo americano. Neste sábado, em sua mensagem semanal de rádio, o presidente americano voltou a comemorar a aprovação do pacote, mas disse que seus efeitos ainda vão demorar a aparecer. Segundo ele, a ajuda vai estimular o crescimento de longo prazo da economia. Segundo ele, a crise dos EUA é fruto de agiotagem: ‘À medida que a economia (dos EUA) tem um rombo no sistema financeiro, na agiotagem e no cassino que foi o sistema financeiro americano, o governo teve que cobrir um buraco de US\$ 850 bilhões. É importante lembrar que no PROER brasileiro foram R\$ 24 bilhões’”. In: GALHARDO, R. Lula: crise é tsunami nos EUA e, se chegar ao Brasil, será ‘marolinha’. **O Globo**, [S.L.], 04 Out. 2008. Atualizado em 01 Fev. 2012. Disponível em: <<https://oglobo.globo.com/economia/lula-crise-tsunami-nos-eua-se-chegar-ao-brasil-sera-marolinha-3827410>>. Acesso em: 15 jan. 2020.



Lopes Godinho Erling, o Brasil não sentiu a crise por duas razões: (i) lastro de credibilidade interna e externa e (ii) em razão da regulação financeira prudencial. A credibilidade interna e externa brasileira estaria centrada em três pilares :

(i) a já citada adoção de um sistema público de metas de inflação logo após a execução do Plano Real (estabilidade monetária), conjuntamente à concessão de autonomia operacional, embora sem amparo legal, ao Banco Central do Brasil, do que resultou na manutenção de um ambiente de razoável estabilidade monetária por enquanto; (ii) a adoção de um regime cambial flutuante, reforçado pelo acúmulo de reservas internacionais em valores superiores a dívida externa brasileira (estabilidade cambial); e (iii) a instituição do dever de responsabilidade fiscal e gestão sustentável da dívida pública, que, atualmente é predominantemente interna (estabilidade fiscal e orçamentária) (ERLING, 2015, p. 125-126).

No que diz respeito à regulação prudencial do sistema financeiro brasileiro, Marlos Lopes Godinho Erling destaca que o conservadorismo e o tecnicismo do BACEN. Além disso, referido autor destaca que, após passar por uma intensa reestruturação na década de 1990 (programas como o PROER e PROES), o sistema financeiro brasileiro consolidou-se por um baixo número de instituições financeiras, assim como um baixo grau de internacionalização. Além disso, a política creditícia no Brasil é amplamente controlada pelo Estado (BACEN e COPOM) – em que pese as críticas, em especial, no tocante à possibilidade de aumentar o endividamento público pode gerar ainda mais desigualdade social<sup>279</sup>. Outros dois pontos destacados pelo Autor dizem respeito (i) às exigências regulatórias da realidade brasileira de exigir percentuais altos de depósitos compulsórios, o que aumentou os canais de liquidez do sistema e, por fim, (ii) o advento da Lei de nº 10.214/2001, responsável por introduzir no Brasil o atual Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), que impôs a regra da Liquidação Bruta em Tempo Real (LBTR), ou seja, criou-se no Brasil um espaço virtual (câmaras de liquidação e compensação, as quais podem ser bilaterais ou multilaterais), nos quais a concretização dessas operações só ocorre quando há saldo bruto disponível para liquidação, em caráter incondicional, irrevogável e irretratável (ERLING, 2016, p. 128-132)

Diferente do modelo americano do final do século XX e da primeira década do século XXI, o sistema financeiro brasileiro é muito regulamentado. Questiona-se se o instrumento

<sup>279</sup>Marlos Lopes Godinho Erling esclarece que a política de crédito no Brasil é marcada pelo alto nível de intervenção estatal por meio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e bancos estatais. Tal política é questionável porque é apta a: “(i) pressionar a inflação; (ii) concentrar renda, pois a maioria da população brasileira não tem sequer acesso ao sistema bancário; (iii) aumentar a dívida pública na medida em que a aludida expansão é viabilizada, financeiramente, pela captação de recursos públicos; e (iv) acentuar a concentração econômica de mercado nos bancos públicos, o que representa um aumento sistêmico de incentivos ao *lobby* político para o acesso privilegiado aos financiamentos públicos” (ERLING, 2015, p. 126)



jurídico securitização também o é - o que será visto no próximo capítulo.

E, a partir do exemplo estadunidense, quais pontos devem ser tratados pelo direito financeiro brasileiro de forma a evitar o aumento do endividamento estatal sem benefícios para a sociedade?

Os seguintes aspectos devem ser abordados na presente tese: (i) capacidade e controle do endividamento dos entes públicos envolvidos, em especial, porque trata-se de uma técnica de endividamento baseada na “*off balance sheet*”; (ii) finalidade do orçamento público e limites à financeirização de forma a não incentivar o capital especulativo em detrimento do produtivo; (iii) qualidade e transparência em relação ao “*pool* de ativos subjacentes”; (iv) possibilidade (ou não) da criação, estruturação e controle do “*shadow banking system*” – se todos os Estados-membros optarem pela securitização assim como as capitais dos estados são 54 SPEs criadas e distribuídas no mercado como “*players*”; (v) técnicas de garantia da operação e distribuição de risco entre os agentes, em especial se as debêntures foram distribuídas em “*tranches*” – efeito cascata; e (vii) quem deve controlar a operação – papel dos Tribunais de Contas (da União Federal e dos Estados-membros).

### **1.5 Os reflexos da nova economia e do modo de produção capitalista financeirizado no âmbito jurídico: o direito financeiro e a regulação da securitização**

José Eduardo Faria sustenta que a reestruturação do modo de produção capitalista acarretou cinco consequências fundamentais para a sociedade, em especial, para o âmbito jurídico<sup>280</sup> (FARIA, 2010, p. 6).

A primeira consequência decorre de um paradoxo, ou seja, de uma contradição. Isto porque quanto maior a inovação tecnológica, com o objetivo de contribuir para os fatores produtivos, maior a possibilidade de geração de problemas e riscos. Um exemplo, mencionado por Faria, encaixa-se perfeitamente na presente tese: quanto mais verticalizada a engenharia financeira, com o objetivo, por exemplo, de obter mais crédito, maiores serão os

---

<sup>280</sup> Como o objetivo da presente tese é estudar a possibilidade de adoção ou não do instrumento da securitização pelo Estado brasileiro, haverá uma tentativa de aproximar os tópicos abordados ao direito financeiro.

riscos de “terremotos financeiros, crises de liquidez, especulações, golpes e manipulações em bolsas de valores” (FARIA, 2010, p. 15-16)<sup>281</sup>.

Ora, como tais mudanças são provocadas por forças transnacionais – as quais são difíceis de serem identificadas – são praticamente impossíveis de serem responsabilizadas (não podem ser evitadas<sup>282</sup> pelas técnicas normais de prevenção<sup>283</sup>). Isto é: riscos financeiros tendem a não respeitar fronteiras e classes sociais. Pior: podem trazer graves consequências para gerações futuras. Em suma: tais riscos colidem com a ideia de nação (difícil encontrar soluções nacionais para enfrentar problemas de alcance global) e coloca, em questionamento, as normas jurídicas e os mecanismos judiciais existentes a respeito de (i) imputação; (ii) culpabilidade; (iii) ressarcimento e (iv) punição; todos moldados pelo atual direito positivo (o qual foi construído no último século) (FARIA, 2010, p 15-16).

A segunda consequência é a crescente redução da margem de autonomia das políticas macroeconômicas nacionais e o esvaziamento de políticas monetárias independentes. Tal abordagem já foi realizada nos itens 1.1 e 1.2. Desta forma, os processos decisórios nacionais<sup>284</sup> são submetidos a pressões e acabam sendo reformulados. Isto porque, com a globalização, há um policentrismo decisório, com hierarquia flexível, isto é, entidades supranacionais híbridas e estruturadas de comando cada vez mais diferenciadas e diversificadas<sup>285</sup>. Os Estados tendem a perder posição na coordenação de políticas coletivas

<sup>281</sup> Remete-se, neste ponto, ao PLS Market ou “Private-label securities market” e os produtos securitizados, denominados “*alphabet soup*”, tratados no item 1.3.

<sup>282</sup> Um destaque: nota-se um movimento distinto das décadas de 1970 e 1980, quando houve a busca pela desregulamentação. Há, no atual contexto, a tentativa de criar regras para padrões globais de comportamento. Após a crise de 2008, há uma tendência em criar normas de governança e prevenção de riscos. Pamela Romeu Roque, por exemplo, destaca o papel do BIS e do Comitê da Basileia a respeito da matéria. Neste sentido: “O Comitê da Basileia tem como propósito a elaboração de padrões de supervisão, bem como recomendações e princípios para as melhores práticas no mercado financeiro, na expectativa de que as autoridades de cada país adotem medidas para implementá-las, sem que o Comitê tenha, entretanto, uma autoridade formal de supervisão internacional. Nesse sentido, suas conclusões não têm, nem pretende ter, automaticamente força de *hard law*” (ROQUE, 2017, p. 160).

<sup>283</sup> Após a crise das suprimidas de 2008, nota-se uma tendência a atividade regulatória prudencial. Para exemplificar, basta lembrar das palavras de Marlos Lopes Godinho Erling a respeito de Basileia III. O Autor afirma que: “Basileia III procura tornar a regulação do sistema financeiro global mais apta ou reduzir impactos de riscos sistêmicos a partir de imposições regulatórias mais intensas a respeito da qualidade e liquidez de ativos integrantes do capital regulatório exigível dos bancos, segundo um processo gradual e monitorado que passa por vários estágios sequenciais de adoção das novas exigências regulatórias” (ERLING, 2015, p. 226).

<sup>284</sup> Wolfgang Streeck aborda o contexto econômico atual e demonstra a sua preocupação com a democracia. A respeito da relação, inclusive, destaca-se o seguinte trecho: “Tenho a certeza de que estamos, hoje, numa fase tardia da democracia, na medida em que a democracia, tal como a conhecemos, está prestes a ser esterilizada como democracia de massas redistributiva e reduzida a uma combinação de Estado de Direito e distração pública. Pretendo mostrar que este processo de desdemocratização do capitalismo através de deseconomização da democracia avançou muito, desde a crise de 2008, incluindo, aliás, precisamente a Europa” (STREECK, 2013, e-book).

<sup>285</sup> A respeito são inúmeros os órgãos internacionais que exercem influência e ditam os destinos macroeconômicos mundiais. Vale citar alguns exemplos. O organismo mais antigo é o *BIS – Bank for*

eis que os seus limites geográficos não são o suficiente para o caráter extraterritorial dos problemas surgidos em razão, por exemplo, da concentração do poder econômico internacional. Por certo o impacto é diferente para cada país (depende das condições locais de desenvolvimento, distribuição de riquezas, dimensão do mercado consumidor, lutas sociais internas) (FARIA, 2010, p. 33-34).

Referido ponto demonstra-se importante para o direito financeiro. Isto porque os Estados acabaram por absorver, mediante orçamento público, os efeitos negativos das crises financeiras, de forma a reduzir o impacto aos investidores – o que acarreta, inclusive, uma alteração das funções do orçamento público<sup>286</sup> – o que será discutido ao longo do capítulo 3.

---

*International Settlements*, ou seja, Banco de Compensações Internacionais, criado em 1930, na Basileia, Suíça. O segundo organismo a ser mencionado é o “Grupo Banco Mundial” (*World Bank Group*), criado, em sua origem, como o BIRD – Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento. O seu nascimento data de 1944, quando da realização da conferência de *Bretton Woods*. A época, a sua função era auxiliar a reconstrução dos países atingidos pela II Guerra Mundial. Atualmente, é composto por 188 países (todos ligados ao FMI) e possui como norte dar suporte financeiro a países pobres ou em desenvolvimento, com o fim de reduzir a pobreza ou propiciar o desenvolvimento sustentável. Divide-se em duas instituições: (i) BIRD – Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento e (ii) Associação Internacional de Desenvolvimento (AID). Existem três outras instituições a ela subordinada: (i) CFI – Corporação Financeira Internacional; (ii) AMGI – Agência Multilateral de Garantia ao Investimento e (iii) CISDI – Centro Nacional para Solução de Disputas de Investimentos. A terceira instituição é o Fundo Monetário Internacional – FMI (International Monetary Fund – IMF). Da mesma forma de o Grupo Banco Mundial, foi concebido ao longo da Conferência de Bretton Woods, em 1944. Tinha como fim único o acompanhamento do sistema monetário internacional. Hoje em dia, FMI é composto por 188 países e está vinculado a ONU – Organização das Nações Unidas (a participação é proporcional a importância do país). Outra entidade que deve ser mencionada é a “Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE” (*Organisation for Economic Cooperation and Development*). Criada em 1947 como “Organização para a Cooperação Econômica Européia”, tinha como fim dar suporte ao “Plano Marshall”. Em 1961, referida entidade expandiu-se de forma a atuar globalmente. O objetivo da OCDE hoje é, sem dúvida, estimular políticas públicas de bem estar de forma a reduzir a pobreza e estimular o desenvolvimento sustentável. Em 1983, foi fundada a IOSCO – *International Organisation of Securities Commissions* (Organização Internacional de Reguladores de Valores Mobiliários). O seu objetivo é estabelecer padrões regulatórios para mercado de capitais. O presidente da CVM – Comissão de Valores Mobiliários é o representante brasileiro. Em 1993, foi instituída a IAIS – *International Association Of Insurance Supervisors*. Trata-se de uma organização internacional que tem como fim padronização regulatória na parte de seguros. O Brasil é representado pelo Presidente da SUSEP – Superintendência de Seguros Privados. A sua atuação está relacionada ao FSB – *Financial Stability Board* (Conselho de Estabilidade Financeira – criada no ano de 2009 e vinculada especialmente ao G-20) e ao BIS. Ainda no ano de 1993, é criada a Organização Mundial do Comércio – OMC ou a *World Trade Organization*. A OMC visa a harmonização das relações comerciais, com o objetivo de criar um sistema equilibrado de comércio internacional. Pode-se falar, ainda, no G-20 – criado em 1999 e composto pelas 20 principais economias do mundo.

<sup>286</sup>Para Richard A. Musgrave são três as funções do orçamento público (em um modelo de estado de bem estar social): “(1) assegurar ajustamentos na alocação de recursos; (2) conseguir ajustamentos na distribuição de renda e da riqueza; (3) garantir estabilização econômica” (MUSGRAVE, 1974, p.27). A alocação de recursos corresponde a utilização de recursos públicos de forma a assegurar a satisfação das necessidades sociais (trata-se da alocação ótima). Já a distribuição diz respeito aos ajustes de renda (ou outro critério a ser definido pelo Estado), de forma a reduzir as mazelas sociais. Por fim, a estabilização encontra seus pilares em duas linhas de ação: a primeira é o alto nível de utilização de recursos e o segundo é a estabilidade da moeda (MUSGRAVE, 1974).

Contudo, tal fato (absorção de prejuízos) ocorre, de forma concomitante, a perda de forças - em especial no tocante à regulação - agravando o quadro (eis que discussões a respeito da legitimidade ou não da decisão política tomada passam a ser travadas).

A respeito da matéria, a título exemplificativo, destaca-se a “Proposta de regulamento do Parlamento Europeu relativo a valores mobiliários respaldados por obrigações soberanas”, com data de 2018. Trata-se da proposta de realizar uma operação – muito semelhante à securitização – por meio de pessoa jurídica própria, cujo ativo subjacente a respaldar os valores mobiliários a serem emitidos seriam obrigações soberanas (trata-se da criação do *Sovereign Bond-Backed Securities -SBBS*). Segundo a exposição de motivos, o objetivo da proposta refere-se à possibilidade de “reduzir riscos para a estabilidade financeira, viabilizando a diversificação das carteiras soberanas dos bancos e atenuando a interdependência entre os bancos e as entidades soberanas”<sup>287</sup>. De forma mais específica, destaca-se:

“Uma característica específica e ao mesmo tempo essencial dos valores mobiliários respaldados por obrigações soberanas diz respeito à sua carteira subjacente. Por forma a alcançar a diversificação geográfica dos riscos supramencionada no âmbito da União Bancária e do mercado interno, a carteira deve compor-se exclusivamente de obrigações soberanas de todos os Estados-Membros da área do euro. Uma outra restrição é o facto de que só as emissões em euros são elegíveis. Estes títulos serão incluídos nos valores mobiliários respaldados por obrigações soberanas em função da ponderação económica do respetivo Estado-Membro.

(...)

3.2. Mais concretamente, estas propostas visam o enfraquecimento do vínculo entre os bancos e os respetivos países de origem. Desde a crise financeira que o Comité tem defendido com firmeza o enfraquecimento deste vínculo e, por conseguinte, congratula-se com o facto de a proposta abordar essa questão, tendo em conta um contexto em que se observa em simultâneo uma diminuição da oferta e um aumento da procura de obrigações soberanas.

3.3. Enquanto novo instrumento financeiro, os valores mobiliários respaldados por obrigações soberanas têm o potencial de melhorar e alargar a diversificação na exposição dos bancos e outras instituições financeiras a obrigações soberanas (participações de obrigações soberanas). Este facto irá, sem dúvida, contribuir para uma diminuição dos riscos no setor financeiro.”

Verifica-se, portanto, que um órgão supranacional – Parlamento Europeu – indica proposta a ser adotada por todos os seus membros – independente da condição orçamentária e peculiaridade de cada um – com o objetivo de atender a demanda de estabilidade no setor financeiro (discute-se, inclusive, se tal necessidade pode ser enquadrada como uma

<sup>287</sup>COMISSÃO EUROPÉIA. **Proposta de regulamento do parlamento europeu e do conselho – relativo a valores mobiliários respaldados por obrigações soberanas**. Bruxelas 24.5.2018, p.5, disponível: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018AE2774&from=EN>, acesso em 12 jun 2019.

necessidade social ou privada). Contudo, certo é, como José Eduardo Faria ensina: “a globalização econômica induz os países a adotarem as mesmas ‘regras do jogo’, e, por consequência, a se submeterem aos ‘fiscais internacionais’, eis que se, assim não agirem, podem, eventualmente, sofrer com o isolamento comercial, financeiro e tecnológico” (FARIA, 2010, p. 35).

Mas, não é só. É certo que as fronteiras entre os Estados tendem a se tornar cada vez mais porosas, com o progressivo predomínio da lógica financeira em relação à economia real (noção de fluxos). O Estado, portanto, para José Eduardo Faria, “está perdendo autonomia para o ‘mercado’, enquanto instância de coordenação da vida social, referência cognitiva das comunidades de especialistas e base de legitimação discursiva de agências internacionais e organismos multilaterais” (FARIA, 2010, p. 34). E aqui, vale voltar a proposta do Parlamento Europeu a respeito da securitização da dívida soberana, a ser emitida pela União Europeia. A proposta é clara: a intenção do Parlamento Europeu é proteger o setor bancário da área do euro da instabilidade decorrente dos títulos emitidos por entidades soberanas. Isto porque:

O setor bancário da área do euro, em particular, permanece vulnerável em razão da interdependência entre os bancos e as entidades soberanas, ou seja, a estreita correlação recíproca existente entre a qualidade creditícia de um Estado e a dos bancos nesse país e que se deve, em parte, à tendência dos bancos de manter nas suas carteiras uma forte concentração de obrigações emitidas pelo seu próprio emitente soberano (a designada preferência nacional). O potencial daí resultante em termo de contágio recíproco que seja fonte de desestabilização ou mesmo de instabilidade financeira tornou-se evidente durante a crise da dívida soberana na área do euro: a deterioração da qualidade creditícia das entidades soberanas conduz, por intermédio de uma descida do valor de suas obrigações, a pressões exercidas sobre os balanços dos bancos nesse país; por seu lado, os problemas da banca pesam sobre os orçamentos do Estado, quer de forma direta (“resgate”), quer, por exemplo, através da queda das receitas fiscais em consequência do abrandamento da atividade econômica e da contenção do crédito. Para além destes vínculos com o seu próprio Estado, os bancos continuam ainda a estar fortemente expostos à evolução da situação econômica do seu país de origem (em virtude de uma diversificação transfronteiras insuficientes)<sup>288</sup>.

Nota-se, portanto, que, além de ter sua soberania reduzida, há, uma diminuição do poder estatal, em benefício do sistema bancário e uma alteração da concepção de necessidade social – que será tratada no capítulo 3. Há uma preocupação com a qualidade dos créditos dos Estados e se estes possuem, ou não, condição de honrar com suas obrigações, de forma a não

---

<sup>288</sup>COMISSÃO EUROPÉIA. **Proposta de regulamento do parlamento europeu e do conselho – relativo a valores mobiliários respaldados por obrigações soberanas.** Bruxelas 24.5.2018, p.1, disponível: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018AE2774&from=EN>, acesso em 12 jun 2019.

inviabilizar o sistema financeiro e o mercado investidor – daí a análise elaborada nos itens 1.1 e 1.2 que demonstram os avanços do capital financeiro em detrimento do produtivo. Com objetivo de evitar o contato de uma instituição financeira com o seu Estado de origem, há a proposta da União Europeia em administrar e compartilhar o risco em prol do sistema. Há uma nítida alteração dos interesses do Estado: proteger o capital financeiro e não há a preocupação, por exemplo, com a obtenção do crédito público. Se a proteção do capital financeiro representa um não um dos aspectos de estabilização financeira não é possível responder. Há a necessidade de analisar o orçamento do Estado em questão, ou seja, o caso o concreto.

Pior situação refere-se aos países periféricos ou semiperiféricos. Isto porque “quanto maior a abertura comercial e financeira, maior acaba sendo a tendência de aprofundamento das desigualdades sociais já existentes” (FARIA, 2010, p. 36). E mais: por outro lado, em razão da crescente relativização da importância das fronteiras geográficas, há o “enfraquecimento das próprias liberdades públicas e dos direitos fundamentais” (FARIA, 2010, p. 36).

Do ponto de vista jurídico, José Eduardo Faria esclarece que quanto maior o número de tentativas para enquadrar-se na realidade anterior, “maior é o número de regras sobre essas matérias emanadas de organismos multilaterais que serão incorporadas pelos governos sem passar pelas arenas legislativas nacionais” (FARIA 2010, p. 19). Nota-se, portanto, a existência de um corpo normativo, criado pelo Poder Executivo, para tentar regular o referido fluxo de capitais, a partir das diretrizes dos órgãos internacionais. E aqui, neste ponto, retornando ao objeto da presente tese, reside o instrumento jurídico da securitização (leia-se da operação da securitização, *strito sensu*, como operação complexa e não como simples emissão de valores mobiliários, de forma a afastar a figura do intermediador financeiro). Há, no Brasil, um corpo de normas administrativas sobre o instrumento, editadas tanto pelo BACEN como pela CVM e criadas a partir da recepção de orientações internacionais.

Ora, não há, no âmbito do direito financeiro brasileiro, lei nacional que trate da securitização, em sentido estrito. Há, como será demonstrado, apenas projetos de lei – existem apenas leis estaduais<sup>289</sup>. Insiste-se: o que, de fato, existem são atos administrativos normativos derivados de autarquias federais, que tratam da securitização envolvendo interesses privados –

---

<sup>289</sup> Trata-se de competência concorrente. Neste sentido, destaca-se o artigo 24, inciso I da Constituição Federal: “Art. 24. Compete à União, aos Estados e ao Distrito Federal legislar concorrentemente sobre: I - direito tributário, financeiro, penitenciário, econômico e urbanístico”.

o que leva a discussão a respeito da constitucionalidade da operação diante dos artigos 163, inciso I<sup>290</sup> e 165, parágrafo 9º, inciso II<sup>291</sup>, ambos da Constituição Federal – o que será tratado ao longo do capítulo 3.

E quais seriam os atos administrativos normativos? São os seguintes: (i) Resolução de nºs 2.686/2000 do Bacen, que estabelece as condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários; (ii) Resolução de nº 2907/2001 do Bacen, responsável por autorizar a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios; (iii) Instruções Normativas da CVM. São elas: (i) nºs 281/98, responsável por definir as normas sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros; alterada, posteriormente, pelas Instruções Normativas de nºs 307/1999<sup>292</sup> e 480/2004<sup>293</sup>. Outra Instrução Normativa é a de nº 356/2001 (e alterações), responsável por regulamentar a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Fala-se, também, da Instrução de nº 408/04, cujo objeto está relacionado à inclusão de Entidades de Propósito Específico - EPE nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas.

Certo é que a recepção ou não de tais atos administrativos pelo direito financeiro será abordada ao longo dos capítulos 2 e 3 da presente tese.

A terceira consequência que deve ser observada é o “aumento, em progressão geométrica, do alcance e da velocidade do processo de diferenciação socioeconômica, levando à formação de esferas e níveis de ação diversificados, especializados e interdependentes” (FARIA, 2010, p. 24). E o que isso quer dizer? Que em uma

---

Sociedade pós-industrial, “informacional” ou pós-nacional subjacente à economia

<sup>290</sup> “Art. 163. Lei complementar disporá sobre: I - finanças públicas; (...)”

<sup>291</sup> “Art. 165. Leis de iniciativa do Poder Executivo estabelecerão: (...) § 9º Cabe à lei complementar: (...) II - estabelecer normas de gestão financeira e patrimonial da administração direta e indireta bem como condições para a instituição e funcionamento de fundos”.

<sup>292</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 307, de 1999**. Altera o art. 1º da Instrução 281/98, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst307.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

<sup>293</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 480, de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.



transnacionalizada e à concorrência universalizada, cada vez mais os sistemas administrativo, técnico, educacional, científico, produtivo, comercial e financeiro (e seus principais atores corporativos, como empresas, associações e grupos de interesses) tendem a se subdividir continuamente com base em novas especializações, abrindo assim caminho para novos sistemas e subsistemas que, em sua dinâmica centrífuga, dão margem a outros sistemas igualmente especializados e autônomos no desempenho de funções e papéis determinados. Com isso, torna-se inviável hierarquizar essas funções e papéis, uma vez que nenhum sistema especializado se sobrepõe ao outro (...) (FARIA, 2010, p. 25).

Trata-se da noção de conhecimento gerando conhecimento, aumentando o nível de especialização (trata-se de uma das características do informacionalismo, já abordado no item 1.1). A especialização das formas de atuação e a conexão entre tais formas geram consequências também para o âmbito jurídico. O objeto da presente tese – securitização – é um exemplo. Trata-se de um instrumento jurídico, complexo, que demanda conhecimento de áreas específicas do direito empresarial, em especial, de conhecimentos técnicos das áreas de mercados financeiros e de capitais. Contudo, tais conhecimentos devem ser analisados pela ótica pública, eis que envolve recursos públicos (e não privado, o que já existe). Se há ou não, pelo Estado, uma “Fuga para o Direito Privado”<sup>294</sup> não se debate aqui. Mas que há a necessidade de verticalização de estudos, ainda maior, em áreas distintas do direito, ao tratar das consequências jurídicas do “fluxo financeiro mundial”, isso não há dúvida.

A quarta consequência relaciona-se à “reorganização industrial, pela reordenação dos espaços econômicos, e pelos novos padrões técnicos, gerenciais e organizacionais do capitalismo globalizado” (FARIA, 2010, p. 26). Refere-se à fragmentação da produção, realizada a partir de uma nova “divisão internacional do trabalho”, por meio da qual é possível, a partir de sistemas flexíveis de automação e de gestão, maximizar o uso, por parte das empresas, de criatividade decisória, fluxo de processo e marketing, ou seja, é possível extrair todos os proveitos de suas unidades fabris (exemplo: incentivos fiscais) (FARIA, 2010, p. 26-28).

A última consequência é o progressivo enfraquecimento da ideia de nação (FARIA, 2010, p. 29), enquanto uma comunidade étnica de cultura homogênea. Há, sem dúvida, o avanço do multiculturalismo, ou seja, há a perda do monopólio de definição do sentido da vida coletiva pelo Estado, passando tal tarefa para “movimentos identitários”.

Como foi possível perceber, a nova estrutura do modo de produção capitalista acarreta

---

<sup>294</sup> Remete-se a obra de Maria João Estorninho: “A Fuga para o Direito Privado – Contributo para o estudo da actividade de direito privado na Administração Pública”. Trata-se da tese de doutoramento da Autora perante a Faculdade de Direito de Lisboa, no ano de 1996.

transformações no plano social, cultural e institucional.

No plano social, há uma alteração das políticas de Estado, em especial, no que diz respeito a políticas de integração ou mesmo redução de pobreza<sup>295</sup>. Ora, há uma tendência em abandonar as políticas de universalização, por meio das quais o Estado garante serviços e benefícios sociais a toda a população, por políticas de “focalização”, ou seja, “pelas quais os gastos sociais devem ser concentrados em públicos-alvo muito bem definidos, selecionados em situação-limite de sobrevivência, de forma a propiciar a maximização da eficiência alocativa de recursos escassos” (FARIA, 2010, p. 37).

No plano cultural, por sua vez, há o abandono do estado-nação como o responsável pela definição do sentido da vida coletiva. O Estado passa a sofrer concorrência com outras forças sociais e políticas, como, por exemplo, o mercado (FARIA, 2010, p. 34).

No plano institucional, por fim, as influências podem ser subdivididas em três vertentes distintas: a primeira diz respeito a “crescente relativização da importância das fronteiras geográficas”; a segunda aos atributos da soberania<sup>296</sup>; e a terceira refere-se à transformação da estrutura jurídica do Estado, a qual envolve o Poder Legislativo e o Poder Judiciário (FARIA, 2010, p. 36-38). Isto porque, segundo o autor, “o direito positivo e as instituições judiciais passam a enfrentar enormes limitações estruturais” (FARIA, 2010, p. 38). E é neste ponto que a presente tese quer chegar. Para José Eduardo Faria, o direito positivo e as instituições, diante do quadro acima delimitado, passam a sofrer limitações. Isto porque :

As exigências de objetividade e as condições de validade do direito positivo se chocam com as necessidades de flexibilidade e adaptabilidade das novas políticas regulatórias, cuja implementação depende de uma intrincada articulação entre instrumentos normativos, meios materiais e condições institucionais. (...) Seus princípios gerais, suas regras e seus procedimentos já não conseguem regular, disciplinar e controlar, guardando a devida coerência sistêmica, fatos multifacetados

---

<sup>295</sup> Wolfgang Streeck sustenta que “tentativas difusas de parte da população pela luta social e não econômica, ou melhor, pela justiça social e não de mercado, pode tornar-se a força motriz de uma transformação. Contudo, tais protestos podem tornar-se um perigo para a sociedade capitalista de mercado e para a plutonomia (termo criado pelo Citibank, com o objetivo de selecionar clientes, os quais têm medo que o seu patrimônio venha a responder pelo bem-estar das massas, como acontecia no mundo Keynesiano (STREECK, 2013, e-book).

<sup>296</sup> Já no que diz respeito à soberania, os seus atributos formais tais como “supremacia, incondicionalidade, inalienabilidade, indivisibilidade, centralidade e unidade de Estado, que foram consagrados desde a formação do sistema internacional dos Estados territoriais pelo Tratado de Westfália, no século XVII, são progressivamente relativizados e enfraquecidos (...)” (FARIA, 2010, p. 37-38). Os motivos são simples: desde o poder do mercado até mesmo o ingresso de novos atores locais ou regionais, os quais passam a “reivindicar espaços de autonomia política, administrativa e fiscal cada vez mais amplos” (FARIA, 2010, p. 37-38).

e heterogêneos, acarretando com isso graves distorções nos preços e reduzindo a eficiência na alocação de recursos. E muitas de suas prescrições assentadas em sanções de caráter punitivo-repressivo, bem como aplicadas aos tribunais submetidos a ritos processuais excessivamente detalhistas e bastantes morosos, são incompatíveis com as exigências de rapidez, agilidade, flexibilidade e adaptabilidade dos novos paradigmas de produção e dos novos padrões de funcionamento do comércio mundial e de um sistema financeiro globalizado. (FARIA, 2010, p. 28)

E quais são as alterações sentidas pelo direito positivo? São duas as consequências:

Por um lado, ou, em primeiro lugar, é certo que as tradicionais instituições legislativas são incapazes de superar seus *déficits* em relação à nova estrutura existente<sup>297</sup>. Desta forma, sem alternativa, acabam por ceder espaços para novas fontes de produção normativa<sup>298</sup>. Trata-se da substituição do direito positivo por “justiças paralelas e normatividades justapostas, de nível infranacional ou supranacional, de caráter não-estatal, infraestatal ou supraestatal” (FARIA, 2010, p. 39).

Neste caso, por exemplo, surgem as mais diversas técnicas de mediação, conciliação, arbitragem, autocomposição, e, nos casos de locais sem a presença do Estado, surge o contradireito, ou seja, o direito marginal (FARIA, 2010, p. 40). As fontes – de direito material – que deverão nortear as composições ou negociações são variáveis. Podem derivar de: (i) fontes supranacionais, ou seja, de organismos multinacionais ou de blocos econômicos; (ii) fontes privadas, representadas por entidades empresariais e associações profissionais; (iii) fontes técnicas, cuja base é a expertise científica; e (iv) fontes comunitárias, ou seja, derivadas de setores da sociedade, organizadas e mobilizadas por Organizações não Governamentais (ONGs) ou movimentos sociais (FARIA, 2010, p. 39). Tais entidades passam a moldar o que

<sup>297</sup>Como esta nova estrutura é caracterizada? Por que a estrutura jurídica existente não consegue atender de forma eficiente este novo contexto? Segundo José Eduardo Faria: “(a) formas tradicionais e excessivamente hierarquizadas de ação e regulação públicas se tornam incompatíveis com a flexibilidade e as possibilidades que as novas tecnologias propiciam, sendo progressivamente substituídas por órgãos dotados de ampla autonomia funcional e administrativa; (b) a interdependência financeira e as relações comerciais globais se aprofundam e se intensificam; (c) a importância econômica e o simbolismo político das fronteiras geográficas tradicionais são superados tanto pela expansão das tecnologias de informação e produção, das redes de comunicações, dos sistemas de transporte e das novas estruturas empresariais quanto pela justaposição e inter cruzamento de novos centros de poder (...), com o subsequente risco de rompimento do vínculo entre cidadania e nacionalidade (...) e; (d) vão emergindo novas identidades locais e regionais, práticas políticas alternativas desenvolvidas fora dos limites institucionais, projetos específicos de natureza político e sociais e novas formas de vida e de convivência, forjadas em torno de uma ‘nova proeminência dos direitos às raízes’, o que permite a um indivíduo definir-se como ‘catalão’, ou como ‘espanhol’ (...)” (FARIA, 2010, p. 38).

<sup>298</sup>A respeito da normatividade forjada em espaços “infranacionais e infraestatais”, pode-se afirmar que decorrem das necessidades de “diferentes setores sociais e econômicos, cujos interesses substantivos e expectativas normativas já não encontram a acolhida necessárias nas instituições jurídico-judiciais tradicionais, e são postas em prática, por exemplo, pela adesão a um amplo conjunto de diretrizes comportamentais sem interferência estatal do poder público” (FARIA, 2010, p. 39-40)

denominou-se de “nova *Lex Mercatoria*”<sup>299</sup> e “*Lex Digitalis*”<sup>300</sup>.

Por outro lado, ou, em segundo lugar, outra limitação da estrutura do direito positivo e de suas instituições relacionam-se ao seu “perfil arquitetônico e a crescente complexidade do mundo contemporâneo” (FARIA, 2010, p. 47). Isto porque:

“seu formalismo excessivo e o caráter rigidamente escalonado do sistema jurídico tendem a impedir a visão da complexidade socioeconômica e a percepção da crescente singularidade dos conflitos, em contextos marcados por mudanças muito rápidas e, por vezes, radicais” (FARIA, 2010, p. 47-48).

Continua referido autor:

No entanto, uma vez que o Estado não pode deixar esses fatos, situações e conflitos sem algum tipo de controle, sob pena de pôr em risco a estabilidade do regime de acumulação e a base institucional necessária tanto ao funcionamento da economia quanto à manutenção da coesão social, ele se vê cada vez mais obrigado a recorrer a conceitos jurídicos indeterminados, a abusar dos dispositivos legais de caráter programático e a multiplicar o número de normas com textura e tipologia abertas, o que alarga a discricionariedade deixada aos intérpretes e descaracteriza os tradicionais papéis exercidos pelos princípios de direito, tanto para a resolução dos “casos difíceis” quanto para o fechamento lógico do sistema jurídico (...). Ou então, a editar sucessivas normas *ad hoc* para casos altamente específicos e singulares e a impor regras em face das circunstâncias – em suma, a tomar decisões jurídicas que nada mais são do que respostas programáticas a questões pontuais e imediatas. E quanto mais sua produção normativa caminha nessa linha, aumentando o número de textos legais com alcance bastante circunscrito no tempo e no espaço e gerando pressões disfuncionais sobre os tribunais, mais o direito positivo vai expandindo-se de maneira extremamente confusa, desordenada e contraditória por meio de regras complexas e inadequadas – o que pode ser ilustrado pela legislação tributária em vigor no país, cujos principais institutos, no início da atual década, desdobravam-se em mais de 25,4 mil leis, decretos ou portarias, 55.767 artigos, 33.374 parágrafos, 23.497 incisos e 9.956 alíneas (...) - (FARIA, 2010, p. 48-49).

José Eduardo Faria encontra, neste contexto, limitações estruturais ao direito positivo. Inclusive, o autor afirma que: “(...) o direito positivo não se limita a perder grande parte de seu potencial de efetividade. Acima de tudo, ele vê sua própria autonomia em risco” (FARIA,

---

<sup>299</sup>Há, como esta noção, de “nova *Lex Mercatoria*”, segundo Jose Eduardo Faria, a “introdução de um corpo de práticas, usos e costumes, regras, código de ética ou conduta, memorandos de entendimento (*memorandum of understanding*), cláusulas contratuais, termos padronizados e princípios mercantis forjados por empresas dos mais variados portes no interior das redes transnacionais de comercialização de insumos, bens e serviços, com o objetivo de regular o acesso a mercados, de balizar e disciplinar transações comerciais ou financeiras e de propiciar critérios, métodos e procedimentos para a resolução (...) de conflitos no comércio internacional” (FARIA, 2010, p. 42).

<sup>300</sup> Exemplo de órgão: IASB – *International Accounting Standards Board*, órgão que fornece critérios padronizados para o exercício da contabilidade e de auditorias (FARIA, 2010, p. 44).

2010, p. 49-50). E mais: as soluções padronizadas produzidas em um sistema dicotômico (constitucional, inconstitucional, lícito versus ilícito) demonstra-se insuficiente para esta nova realidade. Logo, ele conclui que :

[...] o alcance do direito positivo tende a ser cada vez mais reduzido e a eficácia de suas normas a ficar cada vez mais frágil, limitada e volátil, como tem sido evidenciado, por exemplo, por sua incapacidade cada vez mais flagrante de limitar o uso da internet e regulamentar a comunicação virtual, que constituem um espaço essencialmente não-estatal e territorial (FARIA, 2010, p. 56).

E aqui, neste ponto, retoma-se o objeto da presente tese: a securitização (em sentido estrito) do fluxo de recebíveis tributários dos Estados-membros. Ao longo dos capítulos 02 e 03 da presente tese será questionado se a regulamentação proposta (Projeto de Lei e atos administrativos normativos já existentes) enquadra-se no contexto do direito financeiro<sup>301</sup> brasileiro ou corresponde apenas a uma “resposta pragmática a questões pontuais” relacionadas à escassez de recursos públicos ou mesmo para suprir interesses de investidores privados, garantindo a estabilidade do sistema financeiro (fluxos financeiros, representando o capital fictício e não produtivo). O desafio aqui proposto é analisar o ordenamento jurídico brasileiro, de forma a verificar a possibilidade ou não de acolhimento do instrumento em questão como algo a contribuir com o Estado, o seu orçamento e a sociedade e não apenas como um estudo de uma “*norma ad hoc*”, fruto de uma “imposição circunstancial” - provocado pelo contexto analisado ao longo de todo capítulo 01.

E quais seriam as tendências da estrutura jurídica? Deve-se salientar que a estrutura jurídica continua extremamente importante eis que deve garantir a segurança e estabilidade das relações, em especial, para os fluxos financeiros. José Eduardo Farias fala em nove tendências para o sistema jurídico (2010). Na presente tese serão abordadas apenas aquelas que podem ser relacionadas ao direito financeiro (duas deixarão de ser mencionadas, eis que não se relacionam à securitização<sup>302</sup>). Apenas um esclarecimento: em um primeiro momento serão tratadas as tendências. Logo após, a análise das tendências em relação ao direito financeiro e, em especial, a securitização no âmbito estatal.

A primeira tendência é :

---

<sup>301</sup> Adota-se, na presente tese, o conceito de direito financeiro de Fernando Facury Scaff: “ramo do Direito no qual se estuda como o Estado arrecada, reparte, gasta e se envida, e como isso é organizado e controlado, visando a consecução dos objetivos constitucionais”(SCAFF, 2018, p.80).

<sup>302</sup> Não serão tratadas a “sexta” (enfraquecimento firme e progressivo do Direito do Trabalho), nem a e “nona” (prevalhecimento do primado da Lei e ordem no âmbito do Direito Penal) tendências (FARIA, 2010, p. 97 e 107).

Desformalização nos tradicionais procedimentos de elaboração legislativa, especialmente nas questões mais técnicas, de caráter interdisciplinar e situadas nas fronteiras de conhecimento, ou seja, de abertura de espaço para que setores interessados possam intervir na elaboração de decisões normativas que lhes dizem direito.(FARIA, 2010, p. 73)

Trata-se da desjuridificação que, não necessariamente, corresponde à desregulamentação. O fenômeno da desjuridificação ocorre pela deslegalização, ou seja, pela criação de mecanismos alternativos de resolução de conflitos. É uma tentativa de redução do corpo jurídico e de repasse, aos setores interessados, da competência de auto-regulação de seus interesses (FARIA, 2010, p. 58). Contudo, a desjuridificação gera um paradoxo. Isto porque a desregulamentação exige uma série de textos normativos administrativos para que os limites de atuação dos grupos possam ser corretamente delimitados. A desjuridificação, que necessita da desregulamentação, que, por sua vez, precisa de textos legislativos, gera uma instabilidade e, conseqüentemente, aumenta a busca pelo Poder Judiciário<sup>303</sup>.

A segunda tendência é o advento da chamada “*soft law*”. Há, de forma progressiva, a redução de grau de imperatividade das leis. Isto é: “em razão dos processos de deslegalização e desconstitucionalização, as leis perdem seu *enforcement* ; ou seja, sua capacidade de atuar como um comando” (FARIA, 2010, p. 74). Estas regras são expressas nas roupagens de “recomendações, diretivas e códigos de condutas, que não garantem direitos fundamentais, sejam eles relacionados aos direitos individuais (os quais são objeto da Constituição, em um modelo Liberal de Estado de Direito), ou aos sociais (imposição de objetivos ao Estado – modelo Keynesiano de bem-estar social)” (FARIA, 2010, p. 74).

A terceira tendência é a incompatibilidade entre o tempo do processo – civil como penal – que é diferido, eis que é representado por uma sucessão de atos, com o tempo dos fluxos financeiros (daí a razão pelos estudos para torná-lo mais célere) (FARIA, 2010, p.78).

A quarta tendência é a expansão dos padrões anglo-saxões, os quais valorizam os precedentes e os *stare decisis*, em detrimento do *civil law*, ou seja, há o desapego aos padrões normativos (FARIA, 2010). E por que há a tendência? Em razão da “hegemonia inglesa e americana no sistema financeiro da economia globalizada” (FARIA, 2010, p. 82), ou melhor,

---

<sup>303</sup>Segundo Faria são três as funções do Poder Judiciário: “(a) função instrumental, de dirimir litígios, neutralizar conflitos e manter as estruturas sociais sob controle; (b) função institucional, de reforço da legitimação e eficácia do sistema político; e (c) função simbólica, de efetivação das orientações sociais, por meio de decisões exemplares e de uma jurisprudência clara e uniforme”. (FARIA, 2010, p. 62).

do capital financeiro globalizado<sup>304</sup>.

A quinta tendência, decorre da anterior, é a expansão da “contratualização”. Isto porque trata-se da “reafirmação dos contratos como forma normativa mais flexível e adequada à formalização da autonomia da vontade, à transmissão da propriedade, à funcionalização das relações de compra e venda e à previsibilidade, enquanto condição básica para o cálculo racional” (FARIA, 2010, p. 90). Contudo, um alerta deve ser realizado. O Direito Civil do século XXI está afastado do Estado. Neste sentido, destaca-se as figuras dos “contratos relacionais”<sup>305</sup>. Já, no âmbito do direito público, referido autor identifica uma tendência a gerencialização<sup>306</sup>, baseado em um controle mais flexível, combinando com premissas voltadas a lógica do mercado, tais como a eficiência (FARIA, 2010, p. 92).

A sexta tendência é a transformação paradigmática do Direito Internacional. Embora continue sendo produzido por acordos, convenções e tratados, o conteúdo material será cada vez mais direcionado pela *Lex Mercatoria* e pelo direito da produção, em detrimento do direito nacional (FARIA, 2010, p. 101), eis a preocupação com o fluxo financeiro.

A sétima tendência relaciona-se à regressão em termos de direitos sociais, consagrados pelos direitos positivos. Como tais nasceram do Estado, o enfraquecimento deste representa a porta aberta para eventuais interferências arbitrárias. Além disso, passa-se a discutir o volume financeiro necessário para o custeio e implementação e o tamanho do orçamento do Estado

---

<sup>304</sup> José Eduardo Faria demonstra o interesse dos organismos multilaterais em relação à reforma do Poder Judiciário. Se no final do século XX, tais órgãos financiaram setores para promover “padrões mínimos de gestão racional e criação de um ambiente propício às inversões do setor privado, no sentido de que os tribunais deveriam ser modernizados para não travar a implementação da primeira geração de reformas estruturais (combate à inflação, rigor fiscal, estabilização monetária, desregulamentação, liberalização das contas de capital, abertura comercial, remoção de barreiras protecionistas, reforma do estado, revogação de monopólios públicos, privatização de serviços essenciais e flexibilização da legislação trabalhista)” (FARIA, 2010, p. 88). Ou seja, a preocupação é: “a construção de uma ordem legal clara, precisa e confiável, e com a conversão das instituições judiciais em cortes eminentemente técnicas, altamente profissionalizadas, desprovidas de preocupações com justiça distributiva ou compensatória” (FARIA, 2010, p. 88).

<sup>305</sup> A respeito: os contratos relacionais são “multiformes e de execução contínua, enquanto os contratos clássicos, cuja natureza é eminentemente bilateral e comutativa são basicamente descontínuos. Os contratos relacionais também são mais complexos (...), quer em sua forma, quer em seu funcionamento, na medida em que envolvem amplas e intrincadas gamas de sujeitos, agentes e participantes. (...) E a interação entre eles costuma ser marcada ora pela formação de parcerias e alianças capazes de sedimentar relações comerciais com base na cooperação, na confiança mútua, na conexão organizacional e na divisão do trabalho (...); ora por uma situação de dependência, por uma lógica de subordinação e por uma relação vertical assimétrica de forças (...); ora pela multiplicidade provisória, tensa, por sua vez contraditória de racionalidade altamente diferenciada (...); ora pela distribuição de funções e pela integração numa cadeia produtiva, com a disposição de reduzir, otimizar custos, aumentar a capacidade de geração de negócios e lucros, e neutralizar os riscos inerentes aos desafios das inovações produtivas e das alterações nos padrões tecnológicos” (FARIA, 2010, p. 91).

<sup>306</sup> Segundo José Eduardo Faria são tendências no Direito Administrativo: a) agências reguladoras independentes; (b) abandono da ideia de neutralização das arbitrariedades e nepotismos e objetiva limitação das competências administrativas e prerrogativas dos dirigentes; limitação à ideia de hierarquia e o abandono da noção de burocracia weberiana.



(FARIA, 2010, p. 105).

Este quadro influencia o direito financeiro? Como o instrumento jurídico da securitização está regulamentado no Brasil?

José Eduardo Faria (2010), em seu texto, não menciona diretamente o direito financeiro. Em verdade, em uma passagem, utiliza-se de tópicos da disciplina (a questão dos custos intergeracionais) para analisar eventuais reduções de direitos sociais ou mesmo a absorção de custos por gerações futuras<sup>307</sup>. Mas o objetivo aqui é questionar: o direito financeiro está apto a recepcionar este novo contexto? As tendências indicadas podem ser verificadas neste ramo?

É importante compreender que, conforme ensina Luis Fernando Massonetto, o direito financeiro acabou atingido pelas transformações ocorridas nos últimos anos, assumindo um novo padrão normativo. A respeito, destaca-se o seguinte trecho:

[...] o direito financeiro, como complexo jurídico e disciplina científica, teve seu núcleo atingido pelas transformações ocorridas no capitalismo nos últimos quarenta anos. O padrão normativo anterior, calcado na organização do espaço doméstico da acumulação, na estruturação do financiamento público da economia capitalista e na promoção de políticas de proteção social, foi radicalmente alterado pela matriz desregulacionista dos últimos anos. Assim como ocorrera na ordem liberal burguesa, o direito financeiro passou a ser moldado fora dos Estados e economias nacionais, representando mais uma possibilidade de controle das políticas macroeconômicas nacionais pelo Estado hegemônico e redes financeiras associadas do que um padrão de organização do desenvolvimento econômico e da ordem social no âmbito nacional (MASSONETTO, 2006, p. 90).

E qual é o novo padrão normativo do direito financeiro? Segundo Luis Fernando Massonetto:

Neste sentido, é possível caracterizar o direito financeiro contemporâneo a partir da emergência de um novo padrão normativo. Novo porque reflete em profundidade as transformações do capitalismo a partir da desestruturação do Sistema de *Bretton Woods* e do Estado de bem-estar social. Além disso, é novo porque reflete o novo padrão de riqueza do capitalismo contemporâneo, calcado numa lógica financeira geral que subordina as políticas macroeconômicas nacionais às expectativas de valorização do capital financeiro internacional. É novo também porque reflete a retomada do projeto liberal, marcado pela desregulação dos mercados e pela busca

<sup>307</sup> Assim questiona “de fato, como se viu ao longo deste trabalho, a progressiva revogação de normas diretas e orientações programáticas de organização social e econômica tem sido politicamente justificada com base em argumentos éticos ou intergeracionais. Em que medida um texto constitucional pode submeter indefinidamente uma vontade democrática para o futuro? (...) Na mesma linha de indagação, é moralmente aceitável que uma Constituição, por mais generosas que sejam suas intenções, também possa impor compulsoriamente, às gerações futuras, obrigações de cunho financeiro e pesados encargos fiscais vindos do passado?” (FARIA, 2010, p. 93).

da mínima intervenção do Estado na organização do processo sistêmico de acumulação. E, ao contrário do modelo anterior, afasta-se do território, definindo-se a forma do Estado e interligando os interesses dos grupos cosmopolitas, nacionais e internacionais. Enfim, é um novo padrão normativo porque, diferente do modelo anterior, seus instrumentos são marcados pela flexibilidade, com a progressiva subsunção da norma aos fatos financeiros, voltando-se principalmente à tutela da renda financeira do capital, por meio das garantias de liquidez e de valorização da riqueza privada. (MASSONETTO, 2006, p. 111)

Os avanços tecnológicos, de comunicação e de armazenamento de informações permitiram novas formas de transações financeiras. Tais avanços, inclusive, permitiram que a busca pelo crédito ingressasse em novos mercados, sem a figura de um intermediador. Hoje, as formas contratuais são mais ágeis. Há redução do tempo para a alavancagem de recursos (o contato entre o agente deficitário e o superavitário é muito mais simples que anos atrás). O dinheiro, em si, é considerado uma *commoditie*. Logo, assim como outros bens, deve ser administrado. Diante de tal contexto, difícil acreditar que formas de contratação modernas de crédito (ligadas à figura do intermediador financeiro) continuarão a existir. A securitização, assim como o desenvolvimento do mercado de capitais, é uma realidade, uma tendência, diante do contexto (de financeirização) no qual a sociedade está inserida.

Mas e o Estado? E a atividade financeira do Estado, objeto do direito financeiro? O direito financeiro, de fato, assume um novo padrão normativo? O direito financeiro contemporâneo possui distinções em relação ao direito financeiro intervencionista? A regulação da securitização, pelo direito financeiro contemporâneo, pode ser tratado apenas como uma subsunção da norma aos fatos (norma *ad hoc*) ou deve ser encarado como um exemplo de uma nova realidade que deve ser enfrentada e discutida?

A atividade financeira do Estado, típica atividade política, cujas decisões são expressas por textos legislativos, sofreu alterações nos últimos anos. Não houve a desregulamentação – eis que esta não estava presente sequer no modelo liberal de finanças clássicas (as quais são caracterizadas pela pouca presença do Estado e não pela ausência de regulamentação).

Há um novo formato, uma nova roupagem: a regulamentação parte da Constituição Federal, a partir de conceitos amplos, admitindo normas não formais. No Brasil, não apenas atos normativos proferidos pelo BACEN, mas, também, pela CVM passam a ser adotados (demonstrando um fortalecimento do Poder Executivo e uma redução do parlamento – o que já era uma típica característica das finanças intervencionistas).

Outro ponto, diz respeito ao mercado de capitais. O mercado de capitais é um espaço

abstrato, que permite o desenvolvimento de fluxos, de forma imediata, graças aos avanços tecnológicos e de comunicação. Contudo, trata-se de um espaço único, no qual a tensão entre a regulação (típica do regime jurídico de direito público e do direito financeiro) e a autorregulação – relacionada ao âmbito privado – é constante. Tais elementos podem levar a questionamentos a respeito da legitimidade dos instrumentos ali existente. Trata-se, enfim, de uma nova realidade que deve ser encarada e regulada pelo direito financeiro. Mesmo porque a presença do Estado no mercado de capitais é uma constante desde da década de 1970, quando do início da emissão dos primeiros títulos da dívida pública, ou seja, quando do início da securitização em sentido amplo – como forma de captação de recursos pelo agente deficitário, mediante valores mobiliários.

Um ponto é certo: a recepção da securitização, em especial, dos fluxos tributários deve ser analisada a partir do texto constitucional<sup>308</sup>. Deve atender os objetivos da República Federativa do Brasil, descritos no artigo 3º<sup>309</sup> do texto Constitucional Federal de 1988. Daí a importância da análise a ser realizada no capítulo 03.

---

<sup>308</sup>Heleno Torres, ao tratar da Constituição Financeira, atribuiu ao direito financeiro um conteúdo relacionada a denominada “Constituição Financeira”. Referido autor sustenta que o objeto do direito financeiro é a “atividade financeira do Estado realizada pela Fazenda Pública e segundo os valores e fins da Constituição Financeira” (TORRES, 2014, p.60). Ao direito financeiro, segundo os substancialistas, deve -se agregar aspectos “axiológicos e teleológicos, indicando que existem valores e finalidades a serem perseguidas pelo governo, segundo parâmetros estabelecidos na Constituição que rege cada Estado. (...) No Brasil, essa *finalidade* e esse *conteúdo* constam dos fundamentos (artigo 1º) e dos objetivos fundamentais (artigo 3º) da Constituição (...)”. (SCAFF, 2019, p. 81).

<sup>309</sup>Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I - construir uma sociedade livre, justa e solidária; II - garantir o desenvolvimento nacional; III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação”.

## 2 ASPECTOS GERAIS DA SECURITIZAÇÃO

### 2.1 Natureza Jurídica Da Securitização

Ao longo do primeiro capítulo, a presente tese descreveu o contexto no qual o instrumento jurídico securitização foi criado. E mais: demonstrou que a sua introdução e uso no mercado financeiro só foi possível graças aos avanços tecnológicos e de comunicação. Mas, não é só. A securitização foi descrita como um instrumento jurídico que representa um novo momento no qual o mercado financeiro aproxima-se do mercado de capitais, eis que a figura da intermediação financeira é deixada para trás. Por fim, restou claro que a securitização está atrelada ao processo de financeirização, já que é um dos seus motores, sendo utilizada (em sentido amplo) pelos Estados desde a década de 1970.

Mais difícil, contudo, é a tarefa de definir a natureza jurídica da securitização. Isto porque é árdua a atividade de distinguir os contornos da função econômica do instrumento da identificação dos elementos jurídicos que a compõe, em especial, porque grande parte da doutrina a descreve de forma compartimentada, não a analisando como um todo. Sendo assim, de forma a auxiliar no processo de conhecimento, um importante passo para delimitar seus contornos jurídicos, é analisar a sua terminologia. Pois, todas as nomenclaturas existentes, conforme será a seguir demonstrado, possuem em sua essência a noção de transformação.

João Calvão da Silva esclarece que o termo original, que nasceu nos Estados Unidos da América, na década de 1970, é “*securitization*”, que deriva do verbo “*to securitize*”, que advém da ideia de transformar “*assets*” (ativos) em “*securities*” (valores mobiliários). Tal terminologia foi recepcionada, na Inglaterra, no ano de 1987, como “*securitisation*”, com “s” (SILVA, 2013, e-book).

Em Portugal, contudo, referido termo não foi recepcionado, em respeito à língua mãe. Daí a razão pela qual, a securitização é conhecida, em terras portuguesas, como “titulização” ou “mobilização”. “Titulização” advém da ideia de “ação de titularizar, ação de criar títulos, ação de transformar ou converter créditos em títulos”; já, por “mobilização” compreende-se a noção de “transformar os créditos adquiridos em valores mobiliários”. Na França também há o cuidado em respeitar a língua pátria. Logo, adotou-se a noção de “titulização”, eis que o

temo adotado é o “*titrisation*”, ou seja, a transformação de créditos em títulos. Da mesma forma a Espanha que criou o termo “*titulización*”. Já a Itália adotou a nomenclatura “*cartolarizzazione dei crediti*” que se refere mais a noção de transformação de crédito em valores mobiliários (SILVA, 2013, e-book).

No Brasil, houve a recepção do estrangeirismo, ou seja, há um neologismo. O termo “*securitization*” foi recepcionado como “securitização”, tanto pela Lei de nº 9.514/1997, responsável por regulamentar o Sistema de Financiamento Imobiliário<sup>310</sup>, como pela Resolução de nº 2.493/1998 do Banco Central do Brasil, responsável por estabelecer condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas, de objeto exclusivo<sup>311</sup>. Mais tarde, referido texto foi revogado pela Resolução de nº 2.686/2000, o qual manteve o termo.

Pamela Romeu Roque, por sua vez, esclarece que, no Brasil, o Poder Judiciário utiliza-se do termo “securitização” em três contextos distintos. No primeiro contexto, o Poder Judiciário aproxima-se do direito securitário, ou seja, do direito de contratos de seguros – o que, diga-se de passagem, não possui ligação com a presente tese. O segundo, por sua vez, refere-se à técnica de alongamento de dívida, introduzida no Brasil pela Lei de nº 9.138/1995, a qual ficará conhecida como a securitização das dívidas do agronegócio (PESA) – que será tratada ao longo do capítulo terceiro (uma das modalidades de securitização criada pelo Estado Brasileiro). Por fim, e que interessa, inclusive à presente tese, refere-se à conceituação constante no artigo 8º da Lei de nº 9.514/1997, que trata a securitização como operação por meio do qual o cedente entrega títulos que servirão de lastro para a emissão dos valores mobiliários, ou seja, trata-se da operação de securitização, em sentido estrito (ROQUE, 2014, p. 3-6).

No âmbito do mercado de capitais, uma distinção foi acolhida pelo ordenamento jurídico nacional: distinção entre a securitização em sentido amplo e a securitização em sentido estrito (CAMINHA, 2013, p. 213). A securitização em sentido amplo pode ser compreendida como uma operação marcada pela ausência de intermediação financeira (operação que aproxima o mercado financeiro do mercado de capitais, como já tratado ao longo do capítulo primeiro). Em sentido estrito, por sua vez, relaciona-se ao conceito de

---

<sup>310</sup>A Seção V da referida lei é responsável por inserir a “securitização de créditos imobiliários”. Segundo o artigo 8º: “Art. 8º A securitização de créditos imobiliários 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”:

<sup>311</sup>Não há a menção ao termo securitização, mas tão somente a menção as “Companhias Securitizadoras”.

operação – a qual será abordada ao longo da tese.

Nota-se, portanto, que a palavra securitização relaciona-se à transformação. A noção de transformação liga-se ao objetivo do instrumento. Mas qual transformação? Trata-se da transformação de um ativo financeiro em um valor mobiliário, o que ocorre por etapas. Contudo, em que pese as etapas, a finalidade ou objetivo da operação é única: transformar um bem (ativo) ou dá-lo em garantia em uma operação que resultará em liquidez imediata ao cedente. Logo, para verificar qual é a verdadeira natureza jurídica do instrumento é necessário, primeiramente, compreender porque as pessoas jurídicas optam por sua realização.

E por que a operação, realizada em etapas, deve ser analisada como um todo? Porque a análise em etapas pode levar a uma compreensão equivocada do instrumento. A matéria é tão complexa que ao longo do Acordo da Basileia II, logo no início, consta uma observação de alerta. Observe:

Os bancos devem aplicar a estrutura de securitização para determinar ao capital regulatório requisitos aplicáveis às posições em risco decorrentes de securitizações tradicionais e sintéticas ou similares estruturas que contêm recursos comuns a ambos. Dado que as securitizações podem ser estruturadas de muitas maneiras diferentes, **o tratamento de capital de uma exposição de securitização deve ser determinado com base em sua substância econômica e não em sua forma jurídica.** Da mesma forma, **os supervisores irão examinar a substância econômica de uma transação para determinar se ela deve estar sujeita a estrutura de securitização para fins de determinação do capital regulatório.** Os bancos são encorajados a consultar seus supervisores nacionais quando **houver incerteza se uma determinada transação deve ser considerada securitização.** **Por exemplo, transações envolvendo fluxos de caixa de imóveis (como aluguéis) podem ser considerados empréstimos especializados exposições, se necessário**<sup>312</sup>.

De forma geral, é possível descrever a securitização, em seu modelo tradicional, como um processo de transformação de ativos financeiros não líquidos em valores mobiliários líquidos, processo, diga-se de passagem, coordenado pela empresa cedente por meio (ou não, como será demonstrado) de uma técnica denominada “*off balance sheet*”, ou seja, cujos ativos financeiros são retirados do balanço e cedidos para um Veículo de Propósito Específico

<sup>312</sup>Livre tradução do seguinte trecho: *IV. Credit Risk – Securitization Framework A. Scope and definitions of transactions covered under the securitization framework 538. Banks must apply the securitization framework for determining regulatory capital requirements on exposures arising from traditional and synthetic securitizations or similar structures that contain features common to both. Since securitizations may be structured in many different ways, the capital treatment of a securitization exposure must be determined on the basis of its economic substance rather than its legal form. Similarly, supervisors will look to the economic substance of a transaction to determine whether it should be subject to the securitization framework for purposes of determining regulatory capital. Banks are encouraged to consult with their national supervisors when there is uncertainty about whether a given transaction should be considered a securitization. For example, transactions involving cash flows from real estate (e.g. rents) may be considered specialized lending exposures, if warranted.*

(VPE). Toda a operação passa a ser financiada pelos investidores que serão responsáveis por subscrever os valores mobiliários emitidos pelo VPE, cuja gestão, diga-se de passagem, é da empresa cedente.

Dois elementos devem ser analisados: (i) se a cessão de ativos é *pro solvendo* ou *pro soluto*; e (ii) quais as características dos valores mobiliários emitidos pelo VPE. E por que estes dois pontos são essenciais? Porque a depender do modelo adotado, existirá ou (i) uma alienação, cujo fim estaria ligado a uma antecipação de receita<sup>313</sup> ou (ii) uma operação de crédito<sup>314</sup>.

Se a operação for *pro soluto*, o cedente dos ativos financeiros aliena determinado bem, repassando o risco da operação para o VPE. O VPE, por sua vez, repassa ao investidor o seu risco, mediante a emissão de valores mobiliários. Trata-se de uma alienação, que representa uma antecipação dos valores a receber. Já se for *pro solvendo*, o cedente torna-se responsável pela qualidade do ativo. Logo, diante de qualquer problema de adimplemento em relação ao ativo financeiro alienado, o cedente deve recomprá-lo, o que afasta a alienação e assemelha-se mais como uma operação de crédito. Mas não é só.

O VPE é responsável por emitir duas espécies de valores mobiliários (*tranches* distintas): a sênior e a subordinada. Os valores subordinados podem, em eventual quebra do fluxo do *pool* dos ativos subjacentes, absorver prejuízos em favor da não interrupção de pagamentos para a *tranche* sênior. Logo, portanto, nota-se que há, também, uma estrutura de garantia da operação, que, em grande parte das vezes, é bancada pela empresa cedente. Logo, há, portanto, uma espécie de venda garantida. Como uma venda não é garantida, eis que o instituto venda caracteriza-se pela tradição do bem, trata-se, em verdade, de uma operação financeira garantida. O cedente adianta valores que tem a receber, mediante deságio, garantindo a operação por meio de parcela do seu fluxo de caixa.

Eis daí a importância de compreender a substância econômica da operação para analisar a sua natureza jurídica. Isto porque dependendo do modelo adotado há distintas construções jurídicas. Isso não significa que não deve ser uma opção de escolha. Significa apenas que mecanismos regulatórios devem ser adotados como forma a evitar ilicitudes.

---

<sup>313</sup> Ao longo do capítulo 3 será tratado se a securitização é uma antecipação de receita orçamentária ou não e se for quais as consequências.

<sup>314</sup> Ao longo do capítulo 3 será tratado se a securitização é ou não uma operação de crédito e quais as consequências.



Descritos pontos importantes da operação, questiona-se: por que as pessoas jurídicas optam por este instrumento tão complexo? Para responder o questionamento acima, João Calvão Silva realiza uma segunda pergunta:

Para que reterem créditos até o vencimento (“maturidade”) e correrem o risco do seu incumprimento, se a técnica da “titularização” faculta a sua transmutação em activos que são valores mobiliários ou (outros instrumentos financeiros) negociáveis como se fossem valores mobiliários? (SILVA, 2013, p. e-book)

João Calvão Silva indica as razões pelas quais as pessoas jurídicas optam pela securitização. Tais razões podem ser assim resumidas: (i) saída do balanço de uma massa de crédito (técnica *off balance sheet*), a qual é substituída pelo preço da cessão – tal fato acarreta uma espécie de “limpeza” do balanço, o que permite o aumento da capacidade de endividamento; (ii) realização imediata da liquidez da cedente, o que possibilita uma espécie de “autofinanciamento” da empresa, o que permite alimentar a sua atividade, pagar dívidas, realizar investimentos ou simplesmente constituir reservas e provisões ou mesmo evitar de recorrer à capital alheio, sem ter o risco de sofrer com o inadimplemento (lembre-se que a SPE constituiu parte da estrutura do cedente/originador); (iii) alternativa de refinanciamento; (iv) técnica de melhoramento da rentabilidade dos capitais próprios (*ROE – return on equity*) ou mesmo da rentabilidade do ativo (*ROA – return on assets*); (v) melhora da solvabilidade, eis que ao retirar um “*pool*” de ativos, há a dispensa da necessidade de aumentar fundos próprios; (vi) redução da exposição ao risco de não cumprimento do crédito, eis que este passa a ser transferido para os investidores; (vii) redução em relação ao risco de mercado, eis que as empresas passam a controlar as taxas de juros e de câmbio as quais são submetidas; (viii) prevenção de falências ou insolvências; e por fim (ix) evita-se a Oferta Pública de Aquisição Hostil (OPA), eis que são ofertados aos investidores os melhores créditos (SILVA, 2013, e-book).

Já para Unie Caminha, a função econômica da securitização “pode ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento” (CAMINHA, 2013, p. 211).

Em suma: os objetivos econômicos do instrumento estão relacionados à obtenção de liquidez imediata e redução de riscos.

Ultrapassada a compreensão do uso do instrumento, passa-se a análise da natureza jurídica, eis que este é um pilar para a segurança do sistema.

Bonnie G. Buchanan salienta, no tocante à doutrina, que a definição de securitização tem sido muito debatida e é desigual. A autora explica que :

Uma definição de trabalho confiável de securitização precisa refletir o processo elementos críticos, suas entradas, estruturas e saídas. Igualmente importante é a função social da técnica de conectar os compradores e vendedores de capital de forma mais eficiente do que outros métodos de financiamento (como empréstimos bancários ou emissão de ações).(BUCHANAN, 2017, p. 15)

Sendo assim, para Bonni G. Buchanan, securitização é uma operação que corresponde a:

Uma compra de direitos de pagamento primário por uma entidade que, em primeiro lugar, isola, legalmente, os direitos de pagamento do patrimônio do originador (ou insolvência similar) e, em segundo lugar, os seus resultados estão baseados na emissão de valores mobiliários cujo valor é determinado pelos direitos de pagamento adquiridos (BUCHANAN, 2017, p. 15).

Nota-se que há, na referida descrição, a identificação de uma compra e venda de ativos e da captação de recursos no mercado, mediante a emissão de valores mobiliários. Percebe-se o cuidado em delimitar que a compra e venda deve ocorrer em um espaço distinto do cedente/originador (técnica *off balance sheet*). Trata-se de uma descrição parcial, que envolve dois momentos distintos do instrumento.

No âmbito do direito estadunidense, securitização corresponde a um “procedimento para distribuir riscos em um portfólio de ativos” (HULL, 2016, p. 943). Esta é uma definição que descreve a função econômica do instrumento – já tratada. Não se preocupa com a descrição dos elementos jurídicos que o compõe. Insiste na ideia de securitização apenas como um instrumento de compartilhamento de riscos entre *players* do mercado.

Há, ainda, os que sustentam que a “securitização é amplamente definida como a transformação de ativos ilíquidos em valores mobiliários negociáveis” (DEKU E KARA, 2017, p. 8). Mas os mesmos autores criticam a definição, eis que está incompleta. O motivo é simples: há todo um mercado secundário de mútuos e hipotecas que também deve compor o conceito. A análise de tal mercado é de extrema importância. Inclusive, a crise ocorrida ao longo de 2007-2009, em grande parte atribuída à securitização, possui raízes justamente na ausência de controle do mencionado mercado (DEKU; KARA, 2017, p.8).

E mais: a definição é escassa porque há a necessidade de mais três características

estarem presentes. São elas: (i) a criação de uma piscina de ativos eleitos ou melhor, um “*pool* de ativos subjacentes”; (ii) o isolamento da mencionada piscina da pessoa que a originou – o que é essencial, eis que retira do ativo subjacente da esfera de eventuais efeitos de falência do seu originador, por meio, é claro, da criação de uma SPE ou *Special Purpose Vehicle* (SPV) e, por fim, (iii) a necessidade de delimitar distintas “*tranches*” em relação aos títulos que serão emitidos pela SPE os quais, por sua vez, estão baseados, justamente, nos ativos subjacentes da operação (DEKU; KARA, 2017, p. 9).

Nota-se, em todos os conceitos acima, o pragmatismo norte-americano. Há uma preocupação de indicar o processo e a sua finalidade (econômica). Isto é: não há a indicação de qual operação jurídica é realizada, mas sim quais são seus objetivos – distribuição de riscos e liquidez imediata – e como deve ser realizada (transformação de ativos subjacentes não líquidos em valores mobiliários). A definição de Deku e Kara demonstra-se a mais completa, eis que destaca dois elementos importantes: o *pool* de ativos subjacentes e os valores mobiliários emitidos pela SPE. Contudo, não se verticaliza nas consequências jurídicas.

A União Europeia, por meio da Diretiva 2006/48/CE definiu securitização da seguinte forma<sup>315</sup>:

A operação ou mecanismo através do qual o risco de crédito associado a uma posição ou conjunto de posições é dividido em *tranches* e que apresenta as seguintes características: a) Os pagamentos relativos à operação ou mecanismo dependem dos resultados obtidos pela posição ou conjunto de posições; e b) a subordinação das *tranches* determina a distribuição das perdas durante o período de vigência da operação ou mecanismo.

Novamente, há a descrição da operação. Contudo, a partir da Diretiva 2006/48/CE dá-se destaque a organização dos valores mobiliários a serem emitidos em decorrência da separação de ativos do cedente. E mais: há o cuidado em demonstrar que a securitização é um instrumento de distribuição de riscos, mas que os riscos podem, inclusive, recair no originador/cedente ao mencionar a “subordinação das *tranches*”.

A Diretiva acima foi recepcionada em Portugal pelo Decreto-Lei nº 104/2007<sup>316</sup>, de 3

<sup>315</sup> UNIÃO EUROPEIA. **Diretiva 2006/48/CE**. Disponível em: <<https://www.bportugal.pt/legislacao/directiva-200648ce-do-parlamento-europeu-e-do-conselho-de-14-de-junho-de-2006>>. Acesso em: 16 jan. 2020.

<sup>316</sup> Paulo Câmara explica que a securitização foi introduzida em Portugal ao longo da década de 1990. A sua regulamentação está delimitada no DL nº 453/1999, de 5 de novembro. Referido diploma legal era responsável por regular: (i) cessão de créditos; (ii) constituição e funcionamento dos veículos de titularização e, por fim, (iii) a emissão de valores mobiliários. No âmbito do Estado, a Lei nº 103/2003, de 5 de dezembro, trata da cessão de crédito do Estado e da segurança social (CÂMARA, 2011) . Silva (2013), por sua vez, explica que a securitização foi introduzida em Portugal no DL nº 453/1999, o qual foi alterado, respectivamente, pelos seguintes textos legais: DL 82/2002; DL 303/2003; DL 52/2006 e 211-A/2008.

de abril.

Paulo Câmara, a partir do Decreto-Lei nº 104/2007, define securitização como “uma cessão de direitos de crédito a favor do emitente de valores mobiliários” (Câmara, 2011, p. 314).

João Calvão da Silva define a securitização como “operações de transmissão de créditos com vista à subsequente emissão, pelas entidades adquirentes, de valores mobiliários destinados ao financiamento das referidas operações” (SILVA, 2013, e-book) . Da referida definição, o autor extrai quatro elementos: (a) processo único, caracterizados por negócios jurídicos coligados; (b) negócios jurídicos, baseados na transmissão de créditos; (c) emissão de títulos, baseados em créditos e a colocação no mercado de tais títulos de forma a financiar a operação, eis que haverá uma transferência de recursos dos investidores para o VPE; (d) o reembolso e remuneração dos investidores por meio do adimplemento do crédito transferido, bem como a satisfação dos custos da operação (SILVA, 2013, e-book).

Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto esclarecem que a securitização pode ser compreendida como:

Uma operação financeira complexa que se estrutura numa aquisição de créditos realizada por uma entidade que emite “valores mobiliários” para financiar essa aquisição, transmitindo para os subscritores desses “valores” os rendimentos de créditos, recebendo uma remuneração pelos seus serviços e permitindo aos transmitentes antecipar esses créditos. As operações de titularização envolvem múltiplos contratos e relações jurídicas, como sejam a cessão e a gestão de créditos ou a emissão de valores mobiliários, em que intervêm devedores, transmitentes, veículos de titularização, adquirentes de créditos, emitentes de “valores mobiliários” e investidores.(CAMPOS; PINTO, 2007, p. 11)

Nota-se que todas as definições correspondem a uma descrição da operação em si, destacando, novamente, a sua finalidade, a qual, diga-se de passagem, não está centralizada apenas na distribuição de risco, mas também de autofinanciamento, mediante alienação de ativos (liquidez imediata). Vale salientar que os autores, quando da análise jurídica, em que pese a noção de “procedimento” relacionada à operação, resumem o estudo à seguinte concepção ampla: a securitização envolvendo “múltiplos contratos, marcados por distintas relações jurídicas”. As perguntas que se quer responder, por meio do presente capítulo, são as seguintes: qual a natureza jurídica da operação? Envolve um único contrato ou mais? Quais contratos?

Ainda navegando em mares portugueses, destaca-se que Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto verticalizam seus estudos e acabam relacionando o conceito de securitização, em um primeiro momento, à transformação de “uma relação de natureza obrigacional numa coisa, *res*”. Mencionada transformação, segundo referidos autores, ocorre mediante a separação de um determinado “crédito” ou de um “ativo” da pessoa do cedente. Logo após, há a cessão da “*res*” para uma sociedade criada única e exclusivamente para gerir o “crédito” ou o “ativo”. Uma vez cedida, a “*res*” é transformada, por meio da cartularização, em um valor mobiliário, em uma *security* ou, simplesmente, como os portugueses denominam, em um título (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 11). Aquele que comprar o título (investidor) será remunerado pelos juros devidos pelos devedores do cedente do crédito. Em outras palavras, referidos autores esclarecem:

Trata-se de uma operação multi-faseada iniciada por uma cessão de crédito ou activos, com vista à subsequente emissão de títulos pelas entidades cessionárias, colocadas à venda em mercado aberto, com vista a financiar a transmissão de créditos/activos, em particular, e a operação financeira, em geral (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 14).

E mais “as operações de titularização são constituídas essencialmente por dois contratos principais coligados estruturalmente e dirigidos ao mesmo objectivo unitário”(CAMPOS; PINTO, 2007, p. 14). Em outra passagem, os autores sustentam que:

“o cedente não tornou líquido um crédito já potencialmente existente na sua carteira, mas monetizou as receitas de futuros exercícios. Embora a diferença entre as duas situações seja mais formal do que substancial, na medida em que sempre se vão antecipar receitas futuras” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 11).

Novamente, é possível verificar que a descrição apresentada ainda está delimitada nos conceitos de (i) processo (várias fases), as quais estão conectadas entre si mediante um (ii) complexo de contratos (cessão, alienação de ativos e emissão de valores mobiliários). Contudo um verbo deve ser destacado: monetizar. Ou seja: transformar obrigações a vencer, em dinheiro.

E no Brasil? Quais os estudos existentes?

Assim como nos demais países, há uma confusão entre a descrição da operação e suas finalidades, e a delimitação da natureza jurídica do instrumento.

Daniela Marin Pires entende que a securitização deve-se ser compreendida como um

“processo por meio do qual os fluxos financeiros ilíquidos (recebíveis de cartões de crédito, duplicatas, contas a receber) são transformados em títulos negociáveis no mercado de capitais, propiciando a circulação de riquezas” (PIRES, 2015, p. 26). Novamente, percebe-se a descrição da operação e de suas fases, e não a delimitação da sua natureza<sup>317</sup>.

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, por sua vez, ao tentar delimitar a natureza jurídica da securitização esclarece que: “o enquadramento jurídico da securitização deve ser o mais alargado possível, até mesmo em homenagem à liberdade contratual, deixando que as partes organizem, como entenderem, seus interesses comerciais” (NAJJARIAN, 2010, p. 31). Verifica-se que há uma preocupação em garantir aos privados uma liberdade de criação (o que é reduzido no âmbito do direito público, em razão do princípio da legalidade). Contudo, tal liberdade, até por uma questão de segurança jurídica, deve ter uma delimitação prévia, uma construção. Ao longo de seu livro, Najjarian (2010), de forma não contínua, tenta a delimitar a natureza jurídica da securitização. Segundo a autora:

sob a visão estritamente jurídica, a securitização consiste na possibilidade de captação de recursos pela empresa originadora, por meio de um contrato de cessão de crédito, de seus recebíveis-lastro a uma Sociedade de Propósito Específico, ou para um Fundo de Recebíveis em Direitos Creditórios (FIDC), ou para qualquer outro veículo securitizador, que os utilizará como lastro (garantia-base subjacente) para a emissão de valores mobiliários, debêntures, ou quotas do FIDC, ou qualquer outro que possa ser utilizado. Os recursos gerados com tal captação serão, por sua vez, utilizados na aquisição de novos recebíveis, resultando em um ciclo virtuoso de autofinanciamento para a sociedade originadora dos ativos (NAJJARIAN, 2010, p. 76).

Nota-se, na descrição acima, a mesma característica apresentada pelos demais autores brasileiros: a delimitação da natureza jurídica a partir da sua finalidade ou, ainda, a descrição da operação. Em verdade, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian estrutura o conceito acima em duas etapas distintas: (i) a primeira é o autofinanciamento; (ii) a segunda é formada pelos contratos mercantis (NAJJARIAN, 2010, p. 25). A primeira corresponde a um “mecanismo de

---

<sup>317</sup>Nesse sentido, a autora continua: “Pelo processo da securitização, a sociedade que possui um ativo a ser securitizado – sociedade – originadora dos recebíveis – e que necessita antecipar a receita futura proveniente deste ativo – cede-os a uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) ou a um fundo criado exclusivamente para essa finalidade, sem que tal sociedade tenha em princípio qualquer passivo que não o valor devido à originadora. Nesse caso, essa SPE emitirá títulos/valores mobiliários, os quais serão garantidos por ativos segregados do patrimônio da empresa originadora, e que serão vendidos para investidores no mercado de capitais. Com os recursos desses investidores, despendidos para aquisição de tais valores mobiliários, a SPE, o fundo ou *trust* pagará à originadora, como contraprestação da cessão de créditos, sendo o valor recebido por esta deduzido de um desconto em relação ao valor total dos recebíveis, objeto da securitização, uma vez que esses recebíveis têm vencimento futuro” (PIRES, 2015, p. 26).

autofinanciamento empresarial tal qual as sociedades anônimas, e ainda, como uma porta de acesso ao mercado de capitais” (NAJJARIAN, 2010, p. 22). Já a segunda refere-se a “um contrato mercantil de cessão de lastro (ativo subjacente) para emissões de valores mobiliários” (NAJJARIAN, 2010, p. 25).

Há uma nítida separação em fases? A autora verticaliza seus estudos, em relação a segunda etapa, ao afirmar que a securitização pode ser enquadrada como “contrato mercantil atípico de cessão de lastro para emissões de valores mobiliários, e que a prova disso é o fato de que o cessionário será sempre um veículo emissor de valores mobiliários, denominado de securitizador” (NAJJARIAN, 2010, p. 32). E mais: a securitização corresponde a um “contrato mercantil atípico e inominado de cessão de lastro para emissões de valores mobiliários, sendo certo que desse contrato tipificado apenas socialmente, nascem outros contratos a ele conectados para que possa ser construída a operação” (NAJJARIAN, 2010, p. 25).

Rafael Correira Fuso, por sua vez, ao discorrer a respeito da natureza jurídica da securitização defende que:

securitização possui natureza jurídica de contrato de venda e compra de direitos creditórios firmado entre partes, com a efetiva transferência do domínio do crédito, em que, de um lado, o originador (vendedor) cede (obrigação de dar) à securitizadora (adquirente) direitos creditórios como forma de diluição do risco em relação ao recebível (FUSO, 2017, p. 17).

Contudo, como será a seguir demonstrado, nem sempre o cedente/originário transfere a carteira. Pelo contrário: muitas vezes o cedente/originador apenas transfere o fluxo, permanecendo com a propriedade dos direitos creditórios. Ou ainda: o cedente é um garantidor da operação (seja pela cessão *pro solvendo*, seja pela existência das debêntures subordinadas).

Pâmela Romeu Roque sustenta que a “securitização é composta por uma cessão onerosa de direitos creditórios a um Veículo de Propósito Específico que, se vale, para tanto, de recursos de investidores obtidos mediante a emissão de valores mobiliários” (ROQUE, 2014, p. 24). A autora apoia a definição sob três pilares: “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 (...) e o Veículo de Propósito Específico” (ROQUE, 2014, p. 24).

Observa-se que todas as definições e análises descrevem o instrumento, mas nenhuma,



de fato, analisa a sua natureza jurídica.

Unie Caminha ao tentar conceituar e definir a natureza jurídica da securitização procura, em um primeiro momento, trabalhar com as distinções entre securitização em sentido amplo e em sentido estrito (CAMINHA, 2013, p. 211). Para referida autora, em que pese uma operação típica do mercado de capitais (eis a emissão de valores mobiliários), a securitização está intimamente relacionada com o mercado financeiro, já que trabalha com conceitos de captação de recursos e dispersão de riscos, típicas funções do sistema financeiro, no Brasil. A securitização representa, em tese, um instrumento mais eficiente de aproveitamento de fluxos de poupança e investimentos para a atividade produtiva, eis que deixa de ter o custo do intermediador financeiro. A autora conclui salientando que, de forma ampla, o termo “securitização” é usado como processo de desintermediação financeira (CAMINHA, 2013, p. 213).

Ultrapassada a análise da definição ampla do instrumento (relacionada mais a função econômica), Caminha (2013) segue para a análise jurídica do instrumento. E aqui uma contribuição singular: a autora é clara ao afirmar que a securitização é um processo formado por contratos distintos. Contudo, em que pese estes vários elementos, deve-se ter em mente que o objetivo da operação é único. E este único objetivo deve ser considerado ao descrever a natureza da operação. Neste sentido, destaca-se:

[...] Ao se constituir o veículo de propósito exclusivo, ao se segregarem os ativos que servirão de lastro e ao se emitirem os títulos, visa-se uma estrutura única, como se cada um dos negócios jurídicos envolvidos não pudesse ser considerado isoladamente, mas em conjunto, dando forma e conteúdo a uma estrutura determinada, qual seja a securitização. Assim, o fim de cada um deles seria a consecução da securitização, e não a simples constituição de uma sociedade ou cessão de contratos (CAMINHA, 2013, p. 215).

Sendo assim, para delimitar a natureza jurídica da securitização, Unie Caminha parte de dois pressupostos: (i) o primeiro é o conceito de negócio indireto, construído a partir da obra de Ascarelli. Segundo o autor italiano, negócio jurídico indireto deve ser compreendido como: “negócio determinado visando a alcançar através dele, consciente e consensualmente, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas” (ASCARELLI, 1969, apud CAMINHA, 2013, p. 215). O outro elemento (ii) é o volitivo, pois “o elemento decisivo para se caracterizar diversos negócios como negócio jurídico único é a conexão de vários fins

almeçados pela vontade das partes: quando as intenções econômicas das partes são estreitamente ligadas entre si, há um negócio único” (CAMINHA, 2013, p. 216). Unie Caminha explica que:

O conjunto formado pela estrutura contratual de uma operação de securitização poderia, de acordo com a teoria de Ascarelli, ser considerado um negócio indireto, pois, por meio de contratos já tradicionais em nosso ordenamento, buscam-se formas jurídicas para atingir um fim específico, qual seja a operação de securitização. Isso porque ao se constituir o veículo de propósito exclusivo. Ao se segregarem os ativos servirão de lastro e ao se emitirem os títulos, visa-se a uma estrutura única, como se cada um dos negócios jurídicos envolvidos não pudesse ser considerado isoladamente, mas, em conjunto, dando forma e conteúdo a uma estrutura determinada, qual seja securitização. Assim, o fim de cada um deles seria a consecução da securitização, e não a simples constituição de uma sociedade ou cessão de contratos (CAMINHA, 2013, p. 215).

Mas, enfim, de forma específica, qual seria a natureza jurídica da operação de securitização? Trata-se de uma relação de gênero e espécie. A securitização corresponde ao gênero “negócio indireto”, como acima explicado, e a espécie “negócio fiduciário”. Isto porque :

[...] o negócio fiduciário é aquele pelo qual uma pessoa (fiduciante) transmite a propriedade de uma coisa ou a titularidade de um direito a outra (fiduciário), que se obriga a dar-lhe a destinação determinada em um instrumento à parte (pacto fiduciário) e, uma vez cumprido esse encargo, a devolver a coisa ou o direito ao fiduciante ou a um terceiro beneficiário.(CAMINHA, 2013, p. 217)

Por fim, conclui a autora:

na estrutura de qualquer operação que possa ser considerada uma securitização em sentido estrito, podem-se encontrar os elementos de um negócio fiduciário: há uma cessão de bens ou direito por parte do originador (fiduciante) a um Veículo de Propósito Específico (fiduciário) em benefício dos investidores, com um escopo determinado, que não pode ser desvirtuado pelo cessionário.(CAMINHA, 2013, p. 218)

O legislador nacional reconhece a natureza de negócio fiduciário à securitização. No âmbito privado, dois textos normativos devem ser destacados: (i) o primeiro é a Lei de nº 8.668/1993, a qual dispõe a respeito da “constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências”; (ii) o segundo refere-se à Lei de nº 9.514/1997, regulamentada pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.517/1998, que instituiu no Brasil o “Sistema Financeiro Imobiliário”. O segundo texto legislativo, inclusive, define securitização, cria os veículos de propósitos específicos, determina regras a

respeito da segregação de ativos, regula o regime fiduciário e cria um valor mobiliário próprio: Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) (CAMINHA, 2013, p. 245). Neste sentido, destaca-se, também, a Instrução Normativa nº 356/2001 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), responsável por regulamentar a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios a qual reconhece, também a natureza de operação de crédito da securitização quando realizada no âmbito público<sup>318</sup>.

A partir das descrições acima, é possível sustentar que a análise de Unie Caminha permite a compreensão da verdadeira natureza da operação. Isto porque a securitização é verificada de uma só vez, a partir da sua totalidade, como um fenômeno único e não dividido por etapas, responsável por agrupar diferentes contratos jurídicos. Sendo assim, a concepção de securitização adotada na presente tese coincide com a da referida autora. A partir deste momento, compreende-se a securitização como um “negócio indireto” (gênero), cuja espécie seria um “negócio fiduciário” (espécie).

Como tal instrumento será recepcionado pelo direito financeiro? Como aplicar a definição ao objeto de estudo da presente tese?

O Estado, no caso o cedente ou o fiduciante, transmite o fluxo de recebíveis tributários (créditos – pool de ativos subjacentes) para o cessionário/fiduciário, que é um Veículo de Propósito Específico (VPE) criado pelo próprio ente. O VPE, beneficiário desta operação, emite valores mobiliários (eis que é a sua finalidade única, de acordo com pacto fiduciário), no caso debêntures, com o objetivo de obter liquidez. Ao emitir os valores mobiliários, capta recursos que são transferidos para o agente cedente/fiduciário, em troca de pagamento de juros para os investidores. Há neste ponto a transformação dos ativos financeiros (fluxo de recebíveis tributários) em liquidez imediata. Contudo, referida transformação é realizada mediante um custo: deságio, já que este elemento vai garantir as vantagens aos investidores. Trata-se, portanto, de uma operação financeira.

E como recepcionar a securitização em sentido estrito no âmbito do direito público

---

<sup>318</sup>Art. 8 O funcionamento dos fundos regulados por esta Instrução depende do prévio registro na CVM. (...) §8º Nos fundos a que se refere o inciso III do §6º deste artigo, além dos documentos e informações previstos no §1º deste artigo, deverá ser apresentada manifestação acerca da existência de compromisso financeiro que se caracterize como operação de crédito, para efeito do disposto na Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, devendo, em caso positivo, ser anexada competente autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32 da referida Lei Complementar."

brasileiro? E por que seria interessante ao Estado ceder fluxos de créditos tributários e não simplesmente aguardar o recebimento, eis que há o deságio? Ora, é certo que a opção foi aventada porque representa liquidez imediata em relação a um ativo não realizável a curto prazo. A adoção da securitização, no âmbito do direito público, não pode representar um rompante ou uma simples resposta ao momento de ausência de recursos. A adoção da securitização deve estar atrelada a estudo prévio que deverá avaliar o custo do Estado em (i) aguardar o recebimento de valores relacionados a dívida ativa e ao parcelamento e (ii) o deságio que sofrerá. Deverá avaliar qual gasto é mais adequado ao orçamento estatal e a sua execução, em uma ótica de sustentabilidade orçamentária. O tema, sem dúvida, será tratado ao longo do capítulo 3.

Mas, não é só. Ponto substancial relaciona-se à definição da natureza jurídica. Ora, como acima mencionado, a securitização corresponde ao “gênero” negócio jurídico indireto, cuja espécie é “negócio fiduciário”. Sendo esta a natureza jurídica do instrumento, não há como afastar a securitização em sentido estrito do conceito de operação de crédito, regulada pelos artigos 29, inciso III, 32 e 33, todos da Lei de nº 101/2000, ou seja, da Lei de Responsabilidade Fiscal. E mais: a antecipação de receita é recepcionada, pelo direito financeiro, como uma operação de crédito. Neste sentido, destaca-se o artigo 38 do referido texto legal.

É certo que a securitização é uma operação de crédito. Logo, todos os requisitos, como consequências jurídicas devem ser analisadas. E mais: tal informação é vital porque a securitização trata de um negócio fiduciário *off balance*. Isto é: o ativo financeiro subjacente é retirado do balanço, aumentando a capacidade de financiamento do cedente. Certo é, portanto, que referido instrumento jurídico poderá acarretar consequências para o endividamento dos entes federados, eis que dados a respeito da dívida pública poderão ser contornados.

Contudo, salienta-se, desde já, que a saída não é abandonar a securitização, eis, que de fato, referido instrumento poder representar, por um lado, (i) uma alternativa para se ter um efetivo controle da receita pública dos entes federados, e de outro (ii) uma estrutura menos custosa de obtenção de crédito, em especial, para os Estados-Membros e Municípios, os quais são proibidos de emitir títulos<sup>319</sup> (saída constantemente utilizada pela União Federal).

<sup>319</sup>A respeito da proibição, destaca-se: artigo 3º, parágrafo 5º, alínea “a” da Lei de nº 9.496/1997, responsável pelo refinanciamento pela União da dívida pública mobiliária e outras específicas dos Estados e Distrito Federal; artigo 11 da Resolução de nº 43/2001 do Senado Federal, responsável por dispor sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e condições de autorização, e dá outras providências; artigo 11 da Lei Complementar nº 148/2014, responsável por alterar a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, que estabelece normas de finanças

Diante do novo contexto da economia global, informacional e em rede, marcada por uma aproximação entre os mercados financeiros e de capitais, a regulação da securitização pelo direito financeiro torna-se fundamental. Trata-se da criação de instrumento específicos de controle com o objetivo de evitar que o orçamento público sirva a um Estado Endividado (burlando regras de controle de emissão de títulos) e não mais ao Estado Republicano e de bem-estar, criado pela Constituição Federal de 1988.

Insiste-se: a securitização reforça a importância do direito financeiro (sob o ponto de vista sistêmico e prudencial). E mais: demonstra o que já foi tratado no item 1.5 do capítulo anterior: as novas tendências jurídicas. Órgãos específicos de regulação e controle passam a ganhar ainda mais importância. Neste contexto, o controle da União Federal em relação aos entes federados, ainda que realizado de forma indireta, não apenas pelo Ministério da Fazenda – o que já é regulado pelo artigo 32 da Lei de Responsabilidade Fiscal –, mas também por meio do Banco Central do Brasil (BCB), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Secretaria do Tesouro Nacional (STN), passa a ser uma constante. Representa, sem dúvida, uma garantia de sustentabilidade para o orçamento e uma tentativa de controlar eventual socialização de prejuízos.

Para facilitar a compreensão do instituto, para fins didáticos, passa-se à análise de cada uma de suas partes. São elas: (i) constituição de Veículo de Propósito Específico (VPE); (ii) segregação de ativos por meio de cessão de créditos; (iii) emissão de títulos pelo Veículo de Propósito Específico (VPE); e (iv) classificação do risco da emissão.

---

públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal; dispõe sobre critérios de indexação dos contratos de refinanciamento da dívida celebrados entre a União, Estados, o Distrito Federal e Municípios, e dá outras providências.

## 2.2 Etapas da Securitização

### 2.2.1 Constituição do Veículo de Propósito Específico – *Special Purpose Vehicle (SPV)*

A securitização só é possível em razão do mecanismo de Veículo de Propósito Específico (VPE) ou, em inglês, *Special Purpose Vehicle (SPV)*. Isto porque é este veículo que garante a “*bankruptcy remoteness*”, ou seja, protege o *pool* de ativos subjacentes de eventual falência do originador/cedente. Em outras palavras: graças à constituição do referido veículo que é possível a realização da “*autonomização patrimonial dos activos adquiridos*”. Deku e Kara (2017) esclarecem que as securitizações são realizadas para isolar o risco do crédito dos ativos do risco de eventual falência do emissor<sup>320</sup>. No Brasil, inclusive, este mecanismo foi recepcionado pela Lei de Falências e Recuperação Judicial, Lei nº 11.101/2005, a qual, no artigo 136 reconhece que na hipótese de securitização, deverá ser declarada a ineficácia da ação revocatória em relação aos créditos da empresa falida ou sob recuperação<sup>321</sup>.

O VPE, no direito português, é importante porque garante o duplo objetivo. Quais são? “(...) *Transferir activos para os investidores e simultaneamente criar um instrumento do mercado de capitais*” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 21). O que isso significa? Como tratado no item anterior, o conceito de securitização está atrelado a noção de transformação, eis que é necessário modificar a estrutura dos ativos financeiros não líquidos para que alcancem o formato de valores mobiliários a serem alienados no mercado de capitais. Daí a importância de compreensão e estudo do elemento ora proposto.

Os VPEs (em inglês SPVs), ou entidades cessionárias, correspondem, a grosso modo, a simples mecanismos de transformação. Sobre a matéria, destaca-se:

na medida em que são entidades sem substância econômica própria. Na verdade, os SPV não têm quaisquer bens, rendimentos ou receitas, sendo antes meras pessoas

<sup>320</sup> “*Securitizations are typically done to isolate the credit risk of the underlying asset pool from the credit risk of the issuer*” (DEKU; KARA, 2017, p. 10).

<sup>321</sup> “Art. 136. Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior, e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor. § 1º Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador. § 2º É garantido ao terceiro de boa-fé, a qualquer tempo, propor ação por perdas e danos contra o devedor ou seus garantidos”.

jurídicas, *in extremis*, uma ficção legal que detém activos e emite títulos. Torna-se evidente que os SPV não geram para os activos qualquer valor acrescentado, sendo o papel o de um mero conversor – convertendo activos em títulos – e o de um intermediário – estabelecendo a ponte entre o cedente e os investidores (CAMPOS e PINTO, 2007, p. 21).

Neste sentido, inclusive, Solomom Deku e Alper Kara, a partir do direito estadunidense, esclarecem que: “*the SPVs balance sheet reflects the assets purchased and the liabilities issued*”, ou seja, que o balanço patrimonial da SPE reflete os ativos comprados e os passivos emitidos.

Além disso, Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto ensinam que os VPEs

[...] são normalmente vistos como entidades criadas com vista a um único e exclusivo fim, não podendo intervir noutras actividades que não a detenção e manutenção dos rendimentos da carteira de títulos titularizados. Assim se garante que o SPV não se envolve em quaisquer actividades de comércio ou financiamento colocando em perigo a transação e introduzindo no processo factores de risco acrescido<sup>322</sup> (CAMPOS, PINTO 2007, p. 31).

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian esclarece que:

[...] o derradeiro princípio da securitização reside no fato de que a SPE é uma empresa de caixa zero, desempenhando um papel de van, isto é, de “meio de transporte” entre a originadora dos ativos que deseja captar recursos e investidores que desejam aplicá-los. Essa seria a securitização “clássica” (NAJJARIAN, 2010, p. 33).

Em outras palavras: a função da VPE é suprir dinheiro para a produção de bens e serviços, eis que assume o risco em aceitar os lastros de recebíveis das empresas originadoras<sup>323</sup>. Trata-se de uma forma de “captação de recursos fora do sistema bancário e custos menores, propiciando desta forma a composição de capital para as empresas” (NAJJARIAN, 2010, p. 105).

É importante consignar que a VPE deve ser independente, ou seja, gerar riquezas para seu próprio custeio. Nesse sentido, destaca-se que:

<sup>322</sup> Deku e Kara (2017) possuem a mesma opinião. Segundo os autores, as SPV são criadas única e exclusivamente para comprar o “*pool*” de ativos baseados em uma característica pré-estabelecida.

<sup>323</sup> Não se pode esquecer, também, do contrato de cessão de lastro. Nele deverá existir todas as “previsões que contemplem as inúmeras hipóteses e efeitos que possam modificar o valor inicialmente estimado, e, caso isto ocorra, como as partes serão afetadas e quais serão os efeitos mais perversos decorrentes de um evento *default*” (NAJJARIAN, 2010, p. 103).



[...] as responsabilidades do SPV devem ser quantificáveis e aquela entidade deve, a todo momento, ser capaz de as cumprir com os recursos que tem disponíveis; aí se incluindo, designadamente, o pagamento das suas obrigações tributárias, devendo reduzir-se ao mínimo a dependência dos SPV de entidades terceiras.(CAMPOS; PINTO, 2007, p. 31)

E como são organizadas as VPEs? Qual a natureza jurídica?

Silva , a respeito do modelo Português, esclarece que:

Salienta-se a consagração de dois veículos possíveis para a realização das operações em causa: os fundos de titularização de créditos e as sociedades de titularização de créditos. A esta luz, por tanto, o legislador português deixou aos interessados a liberdade de escolha entre os dois grandes modelos já referidos: o modelo franco-hispano, fundado na figura do fundo, e o modelo anglo-americano, baseado essencialmente na figura do veículo especial (*SPV – Special Purpose Vehicle*), um trust (*SPT - Special Purpose Trust*) ou uma sociedade (*SPC – Special Purpose Company/Corporation*) (SILVA, 2013, p. e-book).

Em Portugal, o regime da securitização é fixado pelo Decreto-Lei de nº 453/1999, de 5 de novembro. Tal dispositivo legal cria dois veículos específicos para a realização da operação: (i) Fundos de Titularização de Créditos (FTC), de origem franco-hispânico<sup>324</sup> e (ii) Sociedades de Titularização de Créditos (STC), baseado no modelo anglo-americano<sup>325</sup>.

Os Fundos de Titularização (leia-se securitização) de Créditos (FTC)<sup>326</sup>, em Portugal, integram o que se denomina Organismos de Investimentos Coletivos (OIC), os quais podem ser divididos, respeitadas as suas peculiaridades, em (i) Fundos de Investimento; (ii) Fundos de Investimento Mobiliário (FIM) e, por fim, (iii) Fundos de Investimento Imobiliário (FII). A natureza dos fundos é de “patrimônio autônomo, pertencente em regime de comunhão especial às pessoas singulares ou colectivas detentoras das partes ou parcelas em que o mesmo se divide – partes ou parcelas chamadas unidades de titularização de créditos, sem personalidade jurídica, portanto”(SILVA, 2013, e-book). Nota-se, então, a natureza contratual

<sup>324</sup> Existem na França os chamados “*Organismes de Titrisation*”, os quais podem ser “*Fonds Cominus de Titrisation*” ou “*Sociétés de Titristion*”. Como funcionam? Os bancos cedem créditos aos fundos, que não detêm personalidade jurídica, os quais obtêm recursos por meio da emissão de valores mobiliários. (SILVA, 2013, e-book).

<sup>325</sup> O modelo de securitização norte-americano foi introduzido no Reino Unido apenas no ano de 1987, por meio do *National Home Loan Corporation*, o qual emitia *Mortgage Backed Floating Notes*. Créditos Hipotecários. O Modelo só foi adotado após Margareth Thatcher. Antes o financiamento habitacional era realizado mediante depósitos – *Building societies*. No Reino Unido, são utilizadas, de forma geral, duas estruturas específicas: (i) estrutura “*Pass through structure – SPV Trust*”; (ii) *Asset Backed Bond Structures* – Sociedade que emite títulos da dívida garantidos pelos ativos subjacentes colateralizados, permanecendo na propriedade dos originadores. (SILVA, 2013, e-book).

<sup>326</sup> Podem ser constituídos em duas modalidades: FTC de patrimônio variável (fundo aberto) e FTC de patrimônio fixo (fundos fechados). A diferença básica é que os FTC fechados não podem modificar os ativos pela compra de novos créditos, nem passivos (SILVA, 2013, e-book).

do instrumento, o qual, desde já, salienta-se que deve possuir prazo de vigência<sup>327</sup>. A sua gestão é realizada tanto por: (i) uma sociedade gestora (mantida por meio de um mandato fixado *ex lege e ex regulamento*)<sup>328</sup>, como por uma (ii) sociedade depositária – que entre as suas funções está a de reforçar a proteção dos investidores que subscrevem as unidades do FTC<sup>329</sup>. Todos os fundos estão sujeitos ao controle da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em especial no tocante à sua contabilidade<sup>330</sup> (SILVA, 2013, e-book).

É importante consignar que, em razão de sua natureza autônoma, o FTC não responde nem pelas dívidas dos seus co-proprietários (titulares das unidades), nem pelas dívidas da sociedade gestora<sup>331</sup>, muito menos pelas dívidas do cedente/originador do *pool* de ativos subjacentes. O FTC responde apenas pelas suas próprias dívidas, decorrentes do seu escopo: liquidação dos direitos inerentes às unidades patrimoniais e serviços prestados. A responsabilidade de cada co-proprietário, por sua vez, no tocante às obrigações do respectivo fundo, é proporcional a sua participação (o que foi subscrito).

No direito português, há regras específicas para se manter a liquidez dos fundos. São

---

<sup>327</sup>Os Fundos não podem ser liquidados e partilhados antes do término de sua vigência. Isto só pode ocorrer em três hipóteses: (i) se o respectivo Regulamento de gestão admitir; (ii) concentração das unidades de titularização em um única entidade; (iii) determinação da CMVM no caso de ser revogada a autorização da sociedade gestora ou mesmo de dissolução da referida sociedade, não sendo a mesma substituída (SILVA, 2013, e-book).

<sup>328</sup>Trata-se de uma sociedade financeira, autorizada pelo Banco de Portugal. Corresponde a uma sociedade anônima, cujo capital mínimo não pode ser inferior a 250.000 euros, composto por ações nominativas. A firma, inclusive, deverá conter “Sociedade Gestora de Fundos de Titularização de Créditos – SGFTC”. E qual é a função da Sociedade Gestora? João Calvão Silva esclarece que: “a SGFTC deve ter como objeto exclusivo a administração de um ou mais fundos, por conta e no interesse exclusivo dos detentores das unidades de titularização, competindo-lhe em geral praticar todos os actos e operações necessários ou convenientes à boa gestão do fundo, de acordo com critérios de elevada diligência e competência profissional”(2013, p. e-book).

<sup>329</sup>A sociedade depositária tem como fim a guarda dos valores do fundo. Isto é: a sua função está diretamente relacionada às aplicações dos ativos do fundo, coordenadas pela sociedade gestora. Cabe a sociedade depositária administrar os recursos e cobrar por conta do fundo, os juros e o capital dos créditos que o integram. Além disso, cabe o pagamento dos rendimentos periódicos e proceder, ainda, com o reembolso das unidades de titularização, sempre respeitando as orientações da Unidade Gestora. Assegurar também que os rendimentos do fundo sejam corretamente aplicados em conformidade a lei e regulamento e, principalmente, assumir uma função de controle. (SILVA, 2013, e-book).

<sup>330</sup>A supervisão e análise de contas é realizada pela CMVM no tocante ao fundo. O encaminhamento de informações a CVMV é mensal, ou seja, a sociedade gestora deve encaminhar todo mês para CMVM o balancete do fundo e a composição da carteira, bem como informações a respeito dos rendimentos distribuídos. Por fim, deverá prestar informações sobre o fundo às unidades de titularização transacionadas. Vale ressaltar que todas as informações mensais ou anuais sempre deverão estar disponíveis para os interessados na sede da sociedade gestora.

<sup>331</sup>Silva explica que: “as sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos já não podem contrair empréstimos por conta própria ou em regra onerar ou alienar os créditos que integram os fundos, adquirir por conta própria valores mobiliários, excepto fundos públicos, conceder créditos ou prestar garantias por conta própria ou de fundo, adquirir imóveis para além dos necessários às suas instalações e funcionamento” (2013, e-book).

elas: (i) no mínimo 75% do seu ativo deve ser constituído por créditos adquiridos para a securitização; (ii) as reservas de liquidez podem ser aplicadas na aquisição de outros valores mobiliários, desde que cotados em mercado regulado, além, é claro de títulos da dívida (sejam públicos ou privados), de curto prazo, de forma a contribuir com a gestão eficiente – contudo, tais títulos não podem alterar a análise de riscos do fundo; e (iii) para garantir a liquidez a sociedade pode contrair empréstimos, desde que o regulamento permita. Os créditos, sob a gestão do Fundo, não podem ser objeto de oneração ou alienação (SILVA, 2013, e-book).

O passivo de um Fundo, em Portugal, pode ser composto pelos: (i) valores mobiliários; (ii) contratos de empréstimos; (iii) contratos de cobertura de riscos, designados como *swaps* de taxas de juros e de divisas; (iv) remunerações devidas pelos serviços que lhe sejam prestados, designadamente pela sociedade gestora e pelo depositário (SILVA, 2013, e-book).

Ponto interessante a ser salientado é o relatório de notação de risco que cada FTC deve possuir quando da sua criação (além, é claro, do projeto de regulamento de gestão; projeto de contrato a celebrar) (SILVA, 2013, e-book). Neste relatório deverá conter as seguintes informações:

[...] apreciação sobre a qualidade dos créditos que integram o fundo e, se este detiver créditos de qualidade distinta, uma análise sobre a qualidade de cada categoria de créditos detidos; confirmação sobre os pressupostos e consistências das perspectivas de evolução patrimonial na base das quais foi financeiramente planeada a operação; adequação da estrutura da operação, incluindo os meios necessários para a gestão dos créditos; natureza e adequação das eventuais garantias de que beneficiem os detentores das unidades de titularização; risco de insolvência inerente a cada unidade de titularização; apreciação sobre o comportamento histórico dos créditos integrantes do fundo, nomeadamente no que se refere aos fluxos de rendimentos gerados e sua frequência, bem como uma análise da evolução do risco de incumprimento a ele associados; apreciação sobre os termos e principais dificuldades de proceder a uma substituição dos créditos integrantes dos fundos, nas situações legalmente previstas; declaração relativamente ao grau de independência entre a sociedade de notação do risco responsável pela elaboração do relatório e a sociedade gestora do fundo de titularização de créditos objeto de análise; periodicidade de revisão da notação atribuída ao fundo, desejavelmente inferior a um ano. (SILVA, 2013, e-book)

Já a Sociedade de Titularização de Créditos (STC) depende, assim como o FTC, de autorização da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), e corresponde a uma sociedade anónima, podendo assumir a forma unipessoal. Atualmente, não precisa assumir a qualificação de sociedades financeiras, eis que a sua única função é servir de “mero veículo de titularização de créditos e o seu objeto social exclusivo: a realização de operações de

titularização de créditos, em diante as suas aquisição, gestão e transmissão e a emissão de obrigações titularizadas para pagamento dos créditos adquiridos” (SILVA, 2013, e-book). Em suma: o objetivo dela é servir como uma “*special purpose vehicle* que se quer de actividade circunscrita e *bankruptcy-remoteness*” (SILVA, 2013, e-book).

Houve uma preocupação do legislador português em delimitar a atividade da STC para tão somente servir de um prestador de serviços às entidades cedentes dos créditos em matéria de gestão e risco do crédito. Do ponto de vista do financiamento da atividade, o mesmo só pode ocorrer apenas mediante fundos próprios e emissão de valores mobiliários, sendo proibida emissões de obrigações clássicas, operações cambiais e derivativos. Uma observação: a proibição é de outros fins. Isso não significa que a sociedade esteja proibida de realizar outras operações de titularização.

Para o seu funcionamento, além de requisitos de idoneidade e profissionalidade de dirigentes e detentores de participações qualificadas, as STCs deverão obedecer certas regras sujeitas aos intermediários financeiros<sup>332</sup>, devendo ser objeto de auditorias constantes. Além disso, há uma capitalização magra (capital social baixo) – *thinly capitalisation* –, separação dos patrimônios das várias operações de securitização entre si e dos outros bens da sociedade. Há necessidade, por fim, que as STCs possuam fundos próprios de forma a cobrir risco ou perdas não cobertas por lucro e garantir a solvabilidade do sistema (SILVA, 2013).

No Brasil, o VPE, isto é, o Veículo de Propósito Específico pode ser dividido em três espécies: (i) Entidade de Propósito Específico (EPE); (ii) Fundo de Investimento em Direito Creditório (FIDC); e (iii) sociedade anônima a ser constituída com propósito específico (NAJJARIAN, 2010, p. 73).

A Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Instrução nº 408/2004, responsável

---

<sup>332</sup>As seguintes regras devem ser respeitadas: “assegurar elevados níveis de aptidão profissional, mantida a sua organização empresarial em meios humanos, materiais e técnicos que lhes permitam prestar serviços de qualidade e eficiência, por forma a evitar procedimentos errados ou negligentes [...]; observar os ditames da boa-fé, de acordo com elevados padrões de diligência, lealdade e transparência [...]; organizar-se e actuar de modo a evitar ou a reduzir ao mínimo o risco de conflitos de interesses, assegurando um tratamento transparente e equitativo dos investidores e dando prevalência aos interesses destes sobre os seus ou de empresas com que se encontre em relação de grupo ou de domínio, sobre os dos seus dirigentes e os dos seus trabalhadores [...]; respeitar o dever de segredo profissional; conservar em arquivo, pelo prazo mínimo de cinco anos, os documentos e registros relativos a operações sobre valores mobiliários efectuados num mercado ou fora do mercado sem prejuízo de exigências legais ou regulamentares mais rigorosas [...] emitir certificados dos registros respeitantes às operações de titularização, a pedido das autoridades competentes ou dos titulares das obrigações titularizadas; indenizar os danos causados a qualquer pessoa em consequência da violação de deveres respeitantes à organização e ao exercício da sua atividade” (SILVA, 2013, e-book).

por dispor “sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico (EPE) nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas”.

De acordo com a Instrução Normativa acima indicada, em respeito a Instrução Normativa de nº 247/1996 da CVM, deverão constar nas demonstrações contábeis das companhias abertas, além das sociedades controladas, as EPEs, quando “a essência de sua relação com a companhia aberta indicar que as atividades dessas entidades são controladas, direta ou indiretamente, individualmente ou em conjunto, pela companhia aberta”.

O controle das atividades de uma EPE por uma companhia aberta caracteriza-se, segundo o artigo 1º parágrafo único da Instrução Normativa 408/2004, diante de duas situações distintas: (i) em primeiro lugar, quando a companhia aberta tem o poder de decisão ou os direitos suficientes à obtenção da maioria dos benefícios das atividades da EPE, podendo, em consequência, estar exposta aos riscos decorrentes dessas atividades; (ii) a companhia aberta esteja exposta à maioria dos riscos relacionados à propriedade da EPE ou de seus ativos.

A respeito da EPE, a companhia aberta deverá deixar claro, em nota explicativa às suas demonstrações contábeis consolidadas, as seguintes informações: (i) natureza, propósito e atividades da EPE; (ii) natureza do envolvimento com a EPE; (iii) tipo de exposição a perdas decorrentes desse envolvimento e, por fim, (iv) tipo e o valor dos ativos consolidados que tenham sido dados em garantia das obrigações da EPE.

Deve-se consignar que a EPE pode assumir ou não todo o risco da operação. Isto porque a cessão de créditos pode ser “*pro soluto*” ou “*pro solvendo*”. A respeito Ilene Patrícia de Noronha Najjarian esclarece que:

Há casos em que a securitização é estruturada de modo a coobrigar o securitizador pelas obrigações do Veículo de Propósito Exclusivo, ou seja, recurso a outros ativos, além daqueles segregados. Nestes casos, a cessão de lastro-recebível não é *pro soluto*, mas *pro solvendo*, porquanto os recebíveis que não são adimplidos não são aceitos como solução da dívida entre a originadora dos ativos e o veículo securitizador, enquanto o devedor do recebível não lhe assegurar o pagamento do mesmo. Na prática, frise-se, é como se o recebível fosse cedido com um elástico; caso este não seja pago com pontualidade, o originador dos ativos puxa o “elástico” e este volta para a sua empresa (NAJJARIAN, 2010, p. 106-107) .

Ainda a este respeito:

Na cessão de recebíveis-lastro, *pro solvendo*, não se extingue imediatamente o débito, mas apenas se e na medida em que o crédito cedido for efetivamente cobrado (com coobrigação). Assim, tal cessão ocorre sem operar-se a transferência do crédito

no momento da cessão, sem a exoneração do cedente, diferentemente da cessão pro soluto, que, aliás, ocorre em maior parte nas securitizações (NAJJARIAN, 2010, p. 108)

Qual é o problema deste modelo? Diante da falência, por exemplo, do cedente originador torna-se mais difícil comprovar a lisura da operação – como já mencionado a Lei de nº 11.101/2005 em seu artigo 136, parágrafo primeiro prevê a proteção dos créditos, mas tão somente quando há a completa alienação.

A segunda espécie é o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC).

No Brasil, a Resolução de nº 2.907/2001 do Conselho Monetário Nacional autoriza a constituição e o funcionamento do FIDC e do FICFIDC (Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios)<sup>333</sup>. Já a Resolução de nº 356/2001<sup>334</sup> da CVM regulamenta a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimentos Creditórios e de Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

O FIDC corresponde, segundo o inciso III do artigo 2º da Resolução da CVM a “uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios”. Já o FICFIDC diz respeito à “uma comunhão de recursos que destina no mínimo 95% do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em cotas de FIDC” (artigo 2º, inciso IV).

Mas qual é a natureza jurídica de um fundo de investimento? Tanto para a CVM – por meio da Instrução Normativa nº 555/2014 –, como para o Banco Central do Brasil (BACEN), “Fundo de Investimento” é “uma comunhão de recursos, constituída na forma de condomínio, destinada à aplicação de ativos financeiros”, ou seja, trata-se de um condomínio (artigo 3º da Instrução 555/2014). O próprio Código Civil, após o advento da Lei de n. 13.874/2019, passou a classificar o condomínio como "comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza"- artigo 1368-C. .

Contudo, este conceito não tem se demonstrado suficiente. O fundo de investimento deve ser entendido como: “uma forma de propriedade coletiva com características

---

<sup>333</sup> Segundo o inciso II do artigo 1º da Resolução de nº 2.907/2001, o fundo de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios tem por objetivo a aplicação de recursos em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

<sup>334</sup> A Resolução de nº 356/2003 já sofreu alterações pelas seguintes Instruções nºs 393/03, 435/06, 442/06, 446/06, 458/07, 484/10, 489/11, 498/11, 510/11, 531/13, 545/14, 554/14, 558/15 e 615/19.

especialíssimas que é regida por normas específicas e pelo regimento de cada fundo” (NAJJARIAN, 2010, p. 132). Daniela Marins Pires, por sua vez, sustenta que não é possível classificá-lo como condomínio, mas sim como uma simples sociedade<sup>335</sup>.

O modelo de securitização por FDIC é muito semelhante ao da EPE. Enquanto a EPE emite debêntures, o FDIC “emite cotas que são adquiridas pelos investidores. Com o dinheiro da distribuição das cotas o fundo compra créditos de uma sociedade originadora ou de um cedente” (NAJJARIAN, 2010, p. 115). O FDIC foi criado para garantir “liquidez ao mercado de crédito” (NAJJARIAN, 2010, p. 115).

O modelo do FIDC – que pode receber qualquer natureza de direito creditório (artigo 1º, inciso I da Resolução de nº 2.907/2001<sup>336</sup>) – tem se demonstrado mais popular entre os interessados. São três as razões. A primeira está relacionada aos custos reduzidos de estruturação e tributários. A segunda diz respeito a uma maior segurança quanto à segregação dos créditos cedidos, na medida em que estes entram para a carteira do FIDC (há uma segregação completa entre o patrimônio do cedente originador e o FIDC). A terceira razão relaciona-se ao fato de que o FIDC possui dois tipos de cotas, o que garante que “a originadora dos recebíveis preste garantia adicional ao FIDC por meio de integralização das cotas subordinadas, as quais, como o próprio nome diz, se subordinam às cotas seniores para efeitos de pagamento” (NAJJARIAN, 2010, p. 118).

<sup>335</sup> Para Daniele Marins Pires: “Portanto, não obstante o fundo de investimento caracterizar-se pela propriedade coletiva, para os defensores da teoria que equipara o fundo de investimento a uma propriedade detida em comunhão por uma pluralidade de titulares, aspecto semelhante ao condomínio trazido pela legislação civil, notam-se disparidades entre esses dois institutos jurídicos, em especial pelo fato de ter o cotista única e exclusivamente o direito dos rendimentos atribuídos ao fundo e a faculdade de realizar o resgate das cotas, haja vista que ele não possui o direito de disposição das cotas do fundo, relativamente aos fundos abertos, ao passo que o condômino regido pelo Código Civil é o titular de todos os atributos inerentes à propriedade (uso, gozo e disposição) em relação à coisa comum. São pelos motivos ora expostos, atrelados à questão de aproximação do conceito de sociedade trazido pelo Código Civil à definição de fundo de investimento dada pelo normativo da CVM n. 555/2014, que alguns doutrinadores a aduzem ter o fundo de investimento a natureza jurídica de uma sociedade. (...) Os requisitos trazidos no conceito de sociedade trazido pelo Código Civil, que é a de contribuir com bens ou serviços para o exercício de atividade econômica e a consequência partilha dos resultados, são, adicionalmente, observados nos fundos de investimento, na medida que o cotista contribui, em regra, de forma pecuniária no fundo. O referido fundo, por sua vez, na pessoa de seu gestor, desempenhará atividades econômicas com o intuito de proporcionar rendimentos aos cotistas no que se refere aos recursos por ele aportados no fundo” (PIRES, 2015, p. 50-51).

<sup>336</sup> “Art. 1º Autorizará constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários no prazo máximo de quinze dias contados da data da entrada em vigor desta resolução: I - de fundos de investimento em direitos creditórios, destinados preponderantemente 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”. A respeito da definição de direitos creditórios destaca-se, ainda, o artigo 2º, inciso I da Resolução 356/2001: “I – direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os *warrants*, contratos e títulos referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução”.



A respeito da última razão, destaca-se a Instrução de nº 356/01 da CVM. Referida instrução permite a “emissão de uma única classe de cotas seniores e de classes de cotas subordinadas, que se subordinam às cotas seniores ou a outras cotas subordinada para efeito de amortização ou resgate” (NAJJARIAN, 2010, p. 117). As cotas seniores<sup>337</sup> são divididas em séries com valores e prazos diferenciados para amortização, resgate e remuneração (fundo fechado)<sup>338</sup>. As cotas seniores “têm sempre preferência em relação às demais cotas do FIDC para efeitos de amortização e resgate” - em detrimento das subordinadas<sup>339</sup>. As características de cada cota e sua série deverão estar descritas no regulamento que introduz a operação (NAJJARIAN, 2010, p. 119).

As cotas do FIDC podem ser negociadas mediante prévio registro na CVM (artigo 8º da Instrução de nº 356)<sup>340</sup>. A emissão de cotas de FIDC sempre será pública, ainda que seja

---

<sup>337</sup>Segundo a Instrução Normativa 356/01 da CVM: Art. 2º. (...) XI – cota de classe sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate.

<sup>338</sup> Segundo a Instrução Normativa 356/01 da CVM: Art. 2º. (...) séries: subconjuntos de cotas da classe sênior dos fundos fechados, diferenciados exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, quando houver.

<sup>339</sup> Art 2º. (...) XII – cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate; - IN 356/2001 – CVM.

<sup>340</sup> Art. 8º O funcionamento dos fundos regulados por esta Instrução depende do prévio registro na CVM. §1º O registro será automaticamente concedido, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis após a data de protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações: I – ato de constituição e o inteiro teor de seu regulamento, em 3 (três) vias, devidamente rubricadas III – material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo; IV – nome do auditor independente, do custodiante e da agência classificadora de risco, contratados pelo administrador do fundo; V – a designação de diretor ou sócio-gerente da instituição administradora, nos termos da regulamentação vigente, para responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, bem como pela prestação de informações a esse relativas; VI – declaração firmada pelo diretor ou sócio-gerente, designado nos termos do inciso anterior, de que: a) está ciente de suas obrigações para com o fundo; b) é responsável pela movimentação dos direitos creditórios; c) é responsável, nos termos da legislação em vigor, inclusive perante terceiros, por negligência, imprudência ou imperícia na administração do fundo, sujeitando-se, ainda, à aplicação das penalidades previstas no art. 11 da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976. VII – declaração firmada pelo administrador do fundo de que se compromete a seguir as normas desta Instrução e de que o regulamento do referido fundo está em conformidade com a legislação vigente, nos termos do Anexo I desta Instrução; VIII – formulário cadastral devidamente preenchido nos termos do Anexo II desta Instrução, para o administrador do fundo e, se for o caso, para o gestor de sua carteira; IX – inscrição do fundo no Cadastro Nacional de pessoas Jurídicas – CNPJ. §2º No caso de fundos fechados devem ser apresentados, também, os documentos previstos no art. 20, §1º, desta Instrução. §3º O diretor ou sócio-gerente deve elaborar demonstrativo trimestral que evidencie, em relação ao trimestre a que se refere: I – que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista em seu regulamento e com os limites de composição e de diversificação a ele aplicáveis; II – que as negociações foram realizadas a taxa de mercado; III – os procedimentos de verificação de lastro por amostragem adotados pelo custodiante, incluindo a metodologia para seleção da amostra verificada no período, se for o caso; IV – os resultados da verificação do lastro por amostragem ou não, realizada pelo custodiante, explicitando, dentre o universo analisado, a quantidade e a relevância dos créditos inexistentes porventura encontrados; V – as informações solicitadas no art. 24, inciso X, alíneas “a”, e “c”, caso tais informações: a) não fossem conhecidas pelo administrador no momento de registro do fundo; ou b) tenham sofrido alterações ou aditamentos; VI – possíveis efeitos das alterações apontadas no inciso V sobre a rentabilidade da carteira; VII – em relação aos originadores que representem individualmente

voltada para um grupo restrito de investidores (artigo 13 da Instrução CVM nº 356/2001, modificada pela Instrução CVM nº 393/2003). Ver, também, o artigo 19 da Lei nº 6.387/1976.

Por isso que, para a institucionalização de um FIDC, há a necessidade de classificação de risco do fundo por uma agência classificadora. A classificação, por sua vez, é realizada a partir da classe ou série de cotas destinadas à colocação pública, com fundamento das demonstrações financeiras mensais e anuais. As demonstrações anuais, apresentadas pela Administração do Fundo<sup>341</sup>, devem ser auditadas por auditor independente e registrada na CVM. As alterações de risco devem ser amplamente publicadas (NAJJARIAN, 2010, 116).

O FIDC pode ser aberto ou fechado. FIDCs abertos são “aqueles em que os cotistas

---

10% (dez por cento) ou mais da carteira do fundo no trimestre: a) eventuais alterações nos critérios para a concessão de crédito adotados por tais originadores, caso os critérios adotados já tenham sido descritos no regulamento ou em outros demonstrativos trimestrais; e b) critérios para a concessão de crédito adotados pelos originadores, caso tais critérios não tenham sido descritos no regulamento ou em outros demonstrativos trimestrais; VIII – eventuais alterações nas garantias existentes para o conjunto de ativos; IX – forma como se operou a cessão dos direitos creditórios ao fundo, incluindo: a) descrição de contratos relevantes firmados com esse propósito, se houver; e b) indicação do caráter definitivo, ou não, da cessão; X – impacto no valor do patrimônio líquido do fundo e na rentabilidade da carteira dos eventos de pré-pagamento; XI – análise do impacto dos eventos de pré-pagamento descrito no inciso X; XII – condições de alienação, a qualquer título, inclusive por venda ou permuta, de direitos creditórios, incluindo: a) momento da alienação (antes ou depois do vencimento); e b) motivação da alienação; XIII – impacto no valor do patrimônio líquido do fundo e na rentabilidade da carteira de uma possível descontinuidade nas operações de alienação de direitos creditórios realizadas: a) pelo cedente; b) por instituições que, direta ou indiretamente, prestam serviços para o fundo; ou c) por pessoas a eles ligadas; XIV – análise do impacto da descontinuidade das alienações descrito no inciso XIII; XV – quaisquer eventos previstos nos contratos firmados para estruturar a operação que acarretou a amortização antecipada dos direitos creditórios cedidos ao fundo; e XVI – informações sobre fatos ocorridos que afetaram a regularidade dos fluxos de pagamento previstos. §3º com redação dada pela Instrução CVM nº 484, de 21 de julho de 2010. §4º Os demonstrativos referidos no §3º deste artigo devem ser enviados à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da Comissão na rede mundial de computadores, no prazo de 45 (quarenta e cinco) dias após o encerramento do período, e permanecer à disposição dos condôminos do fundo, bem como ser examinados por ocasião da realização de auditoria independente. §4º com redação dada pela Instrução CVM nº 435, de 5 de julho de 2006. §5º Para efeito do disposto no §3º deste artigo, deve ser considerado o calendário do ano civil. §6º O registro automático referido no §1º deste artigo não se aplica aos fundos: I – que não observarem o disposto no §8º do art. 40 desta Instrução; II – nos quais os custodiantes exerçam a faculdade de que trata o §3º do art. 38; e III – que realizem aplicações em direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público. §6º com redação dada pela Instrução CVM nº 442, de 08 de dezembro de 2006. §7º Nos casos a que se refere o §6º deste artigo, o pedido de registro observará os prazos estabelecidos nos arts. 8º a 10 da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. §7º incluído pela Instrução CVM nº 442, de 08 de dezembro de 2006. §8º Nos fundos a que se refere o inciso III do §6º deste artigo, além dos documentos e informações previstos no §1º deste artigo, deverá ser apresentada manifestação acerca da existência de compromisso financeiro que se caracterize como operação de crédito, para efeito do disposto na Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, devendo, em caso positivo, ser anexada competente autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32 da referida Lei Complementar. §8º incluído pela Instrução CVM nº 442, de 08 de dezembro de 2006. §9º O disposto nos incisos V, a VII, X e XI do § 3º não se aplica aos fundos: I – cujos direitos creditórios sejam representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura; ou II – que invistam em direitos creditórios vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo.

<sup>341</sup> Art 1º, Parágrafo Primeiro da Resolução de nº 2907: A administração do fundo somente pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

podem solicitar o resgate de suas cotas em conformidade com o disposto no regulamento” (NAJJARIAN, 2010, p. 117). FIDCs fechados, por sua vez, são “aqueles cujas cotas somente são resgatadas no término do prazo de duração do fundo em virtude de sua liquidação” (NAJJARIAN, 2010, p. 117).

Os FIDCs são destinados somente a investidores qualificados. A Instrução Normativa nº 409/2004 da CVM definiu quais os fundos que podem aplicar em quotas. O parágrafo 5º do artigo 112 da referida norma mantém que os fundos de renda fixa e multimercados podem investir até 10% de seu patrimônio líquido em FIDC. Já fundos exclusivos “do artigo 116 da mesma instrução e multimercado, desde que destinados a investidores qualificados, podem aplicar no FIDC nos limites fixados os seus respectivos regulamentos” (NAJJARIAN, 2010, p. 130).

Novamente, repise-se, o FIFIIDC e o FIDC apresentam vantagens porque criam “duas classes de cotas, o que permite uma estruturação mais bem elaborada” para (NAJJARIAN, 2010, p. 133). A respeito das cotas, destaca-se:

[...] cota sênior, que tem preferência no recebimento de juros e principal em relação às demais cotas, que são colocadas no mercado; cota subordinada, cujo recebimento está condicionado ao pagamento dos cotistas subordinados. Essas cotas são subscritas pela própria cedente, originadora dos ativos, e servem como margem de garantia, “colchão”, para os cotistas seniores (NAJJARIAN, 2010, p. 133).

Trata-se de uma coobrigação<sup>342</sup> do cedente que garante maior credibilidade ao investimento.

Outro ponto interessante que deve ser salientado é a figura do agente custodiante. Dentre as funções do agente no FICC são:

Art. 38. O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:  
 I – validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento;  
 II – receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;  
 III – durante o funcionamento do fundo, em periodicidade trimestral, verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;  
 [...]

<sup>342</sup>Art 2º. [...] XV – coobrigação: é a obrigação contratual ou qualquer outra forma de retenção substancial dos riscos de crédito do ativo adquirido pelo fundo assumida pelo cedente ou terceiro, em que os riscos de exposição à variação do fluxo de caixa do ativo permaneçam com o cedente ou terceiro”.

Nota-se, portanto, que há um cuidado especial em relação à qualidade dos créditos a serem securitizados – vale salientar, neste caso, o cuidado do administrador pátrio, eis que tais exigências, inclusive, foram prévias à crise das *subprimes*.

Há, ainda, indicações de limite – de forma a evitar a concentração em um único originador/cedente. Neste sentido, a Instrução Normativa de nº 356/2001: “Art. 40-A. O fundo poderá adquirir direitos creditórios, observada a vedação de que trata o § 2º do art. 39, e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido”.

Por fim, deve-se destacar as sociedades anônimas, com fim específico – chamadas “Companhias Securitizadoras”<sup>343</sup>. Tais companhias são regidas pela Lei de nº 6.404/76 e são “abertas”, ou seja, a elas é permitido ofertar valores mobiliários no mercado de capitais. São regidas pela Resolução de nº 2.493/1998, 2.686/2000 e 2.836/2001, todas do Conselho Monetário Nacional.

De forma geral é possível afirmar que se exige que referida empresa deverá ser uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) cessionária de créditos (de forma a evitar a contaminação de atividades). Deverá constar, de forma clara, quais serão as formas de captação de capital pela referida sociedade. No país, referida sociedade poderá captar recursos mediante a emissões de ações ou debêntures. Já, no tocante ao adimplemento dos créditos cedidos, é importante consignar que há a possibilidade de cláusulas de coobrigação, ou seja, o cedente /originador fica como coobrigado (ROQUE, 2015, p. 36-40).

Aqui reside um ponto fundamental da securitização de recebíveis tributários (créditos): como deve ser a SPE quando se trata de um ente estatal? Pode um Estado-membro exercer este tipo de atividade? Mas, não é só. Outro ponto fundamental deve ser analisado: a criação da SPE, pelos Estado-membros, pode ou não representar uma alternativa (*ou, quem sabe, uma burla?*) ao fato de que os entes federados não podem emitir títulos da dívida – proibição expressa contida no artigo 11 da Lei Complementar de nº 148/2014 (É vedada aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios a emissão de títulos da dívida pública mobiliária)?

Tais questões serão debatidas de forma específica no capítulo 03, item 3.1, da presente tese.

---

<sup>343</sup> Dabiela Marins Pires, a respeito do *trust*, explica que: “Nos países que adotam o sistema anglo-saxão, a figura comumente utilizada nas securitizações é o *trust*, o qual se perfaz pela transferência da propriedade dos bens por uma pessoa, denominado *settlor*, a outra, intitulada *trustee*, a fim de que esta última possa administrá-la, de acordo com as instruções recebidas de um terceiro, o qual atua como beneficiário do negócio. (...) É pertinente salientar que a figura do *trust* não é reconhecida no direito brasileiro” (PIRES, 2015, p. 34).

### 2.2.2 Segregação de ativos: quem é o cedente e quais créditos podem ser cedidos

O cedente é o responsável pela criação/geração do “*pool*”<sup>344</sup> de ativo subjacente” necessário para a transação proposta na securitização. A respeito do cedente, Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto esclarecem que:

[...] é razoável que se exija que o cedente seja uma entidade credível e com uma posição relativamente estável no mercado. Não necessariamente no que respeita à sua capacidade financeira, mas mais até a sua força organizacional, na medida em que a gestão destes créditos se mantém frequentemente a seu cargo (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 30) .

A primeira fase ou etapa do procedimento é, para os referidos autores portugueses, uma “*desconstrução*” da pessoa ou da entidade titular do ativo. A transferência do ativo – que deve ser pecuniário, de forma a garantir a operação “pronta solvabilidade, mediante dinheiro, liquidez ou fluxo monetários idôneos” (SILVA, 2013, e-book - ocorre por meio da cessão, materializada pela “*transferência real e efectiva do ativo, uma venda verdadeira e completa (“true sale”)*”). E como deve ser realizada a cessão? A cessão deve representar uma transferência absoluta, ou seja, que não possa ser desfeita se o remetente se tornar falido<sup>345</sup>.

O cedente tem um ou espera vir a ter um grande volume de ativos, composto em sua totalidade (ou quase totalidade) por créditos (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 30). São exemplo de sociedades cedentes, que usam, de forma constante, o processo de securitização: (i) imobiliárias; (ii) aluguel de automóveis; (iii) cartões de crédito; (iv) hotelaria; (v) eletricidade; (vi) telecomunicações; (vii) contratos bancários e até mesmo o (viii) Estado.

Como deve ser o crédito a ser cedido? Quais características o crédito cedido deve possuir? Existem diferentes espécies de créditos? Para facilitar a compreensão, inicialmente,

<sup>344</sup>Por que a ideia de “*pool*” é indicada? João Calvão Silva esclarece que o termo “*pool*” serve para representar um conjunto de créditos agregados. O que isso significa? “Naturalmente, pela complexidade e onerosidade da operação, os créditos cedíveis para titularização devem ser vultuosos. O que implicará via de regra a agregação de uma pluralidade de créditos para a sua cessão em bloco, não muito diversos entre si em termos de origem, natureza, vencimento, etc. Dito de outra forma: a relativa homogeneidade dos créditos apresenta-se fundamental para a sua cessão em massa, de modo a que essa individualidade em “*pool*” permita não só *rating* aceitável para a operação pretendida, mas também uma relativa contemporaneidade da recepção de capital e juros dos créditos cedidos com a satisfação dos direitos dos portadores dos títulos emitidos (...)” (SILVA, 2013, e-book) .

<sup>345</sup>Em outros termos: “this sale must achieve an absolute transfer or a true sale legal opinion to guarantee that the transfer cannot be unwound if the originator becomes bankrupt” (DEKU, KARA, 2017, p. 11) .

serão tratadas as características dos créditos a serem cedidos. Logo após, as espécies de créditos, eis que tal análise depende da função do cedente como garantidor ou não da operação.

E quais são os exemplos de ativos subjacentes suscetíveis de securitização? Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto enumeram as seguintes características em relação aos créditos que deverão compor o “*pool* de ativos subjacentes” cedido:

- (i) os ativos devem ser constituídos a partir de ativos formados a partir de créditos sobre terceiros e não no tocante ao capital de exploração do seu próprio capital;
- (ii) os créditos a serem cedidos devem ser presentes, ou seja, ainda que devam ser reclamados num tempo futuro, “devem estar constituídos no momento da sua titularização, assentes numa relação prévia, assim se garantindo o seu pagamento independente das vicissitudes da origem” ;
- (iii) os créditos cedíveis para securitização devem “ter na sua base uma razoável previsibilidade, ou seja, subscritores quando investem devem poder saber, com relativa segurança, quando esperam vir a ser reembolsados”
- (iv) o ativo a ser securitizado deve resultar “de um fluxo monetário”. Quando se afirma “fluxo monetário”, os créditos ativos devem ser (i) periódicos por um determinado limite de tempo; (ii) estáveis, (iii) fáceis de identificar e (iv) homogêneos entre si;
- (v) a diversidade e variedade de créditos sobre terceiros tem-se demonstrado importante. Quando se fala em diversidades, fala-se em diversidade geográfica, estatais, moeda, indústria e terceiros devedores;
- (vi) deverá existir a autorização jurídica para a securitização;
- (vii) os ativos devem ser isentos de retenção de imposto. Isto é: não pode incidir qualquer imposto sobre o ativo, de forma a reduzir o ganho dos investidores. (CAMPOS; PINTO, 2007, p 20-21)

Os créditos pecuniários que compõem o *pool* de ativos (*eligible receivables*) devem ser “transmissíveis, incondicionais, não litigiosos, não dados em garantia nem judicialmente penhorados ou apreendidos” (SILVA, 2013, e-book). A respeito do ativo subjacente destaca-se que:

[...] os ativos devem ser suficientemente fortes para apoiar uma classificação de crédito alta sem o apoio do credor originário. Mais especificamente, o conjunto de ativos em perspectiva deve ter um histórico estável de taxas, inadimplência, pagamento antecipados e dados padrão. Para facilitar essa análise estatística, o volume de ativos deve ser suficientemente grande e homogêneo. O ativo potencial também precisa estar desimpedido e transferível. O *pool* de ativos também deve ser suficientemente diversificado em termos de características geográficas e socioeconômicas, a fim de reduzir a exposição a estresses econômicos (BUCHANAN, 2017, p. 126).

A partir das características acima, é importante esclarecer que o “*pool* de ativos subjacentes” a ser cedido deve-se ser juridicamente apto para a operação e isento de tributos, ou seja, não deve incidir tributos de forma a reduzir o lucro de investidores. No tocante à

qualidade deste ativo, pode-se afirmar que ele deverá ser: (i) presente, ou seja, existente quando da realização da securitização; (ii) transparente – dados claros e objetivos; (iii) em relação a terceiro e não obrigações do cedente; (iv) previsível e periódico, em um determinado tempo; e (v) homogêneo em relação às suas peculiaridades formais e jurídicas, mas diversificado em relação às classes sociais, em distintos espaços geográficos, envolvidas de forma a evitar estresses econômicos. Se tais características são aplicadas ou não aos créditos tributários, verificar o item 4.1 do capítulo 4.

No tocante às espécies, o *pool* de ativos subjacentes pode ser classificado a partir do nascimento ou da garantia concedida pelo cedente (operação garantida). Explica-se:

Há de se distinguir entre os créditos não nascidos e os já nascidos. Os créditos não nascidos, por sua vez, devem ser separados em (i) créditos não nascidos que possuem uma relação contratual subjacente e (ii) créditos não nascidos que não possuem a relação contratual subjacente quando da sua criação (CAMPOS; PINTO, 2007, p.11).

Explicações não cabem aos chamados “créditos já nascidos”, eis que o nome é suficiente em si. Já em relação aos “créditos não nascidos”, destaca-se a distinção acima indicada. Os créditos que já possuem a relação contratual subjacente correspondem a um ativo potencialmente já existente na carteira do cedente (ex: locação, mútuo, hipoteca). Trata-se de uma cessão de créditos futuros, ou seja, correspondem a créditos definidos, com características econômicas e jurídicas pré-estabelecidas, os quais podem, inclusive, ser fatiados (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 29). Os créditos que não possuem contrato subjacente são simples expectativas. Neste caso, são construídos a partir de uma série de estatísticas, o que torna incerto o montante de receitas a ceder (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 11). Um exemplo seria rendas de um espetáculo de música ou mesmo de um show.

Inicialmente, em Portugal, os créditos cedidos pelo Estado não poderiam estar vencidos ainda. Considerava-se que o crédito vencido, mas em cobrança, não era um crédito bom. Tal aspecto, contudo, foi alterado e os créditos vencidos, novamente, foram incluídos. Logo, João Calvão da Silva esclareceu que: “Deste modo, passaram a ser titularizáveis também os créditos pecuniários vencidos, deixando ao mercado a apreciação da qualidade da operação em face da classificação de risco que a agência de notação (*rating*) lhe atribua”. Inclusive, os créditos cedidos pelo Estado poderiam ser litigiosos (SILVA, 2013, e-book).

No Brasil, a classificação acima pode assumir a seguinte nomenclatura, seguindo os



jargões do mercado: (i) “créditos performados”, ou seja, créditos presentes, baseados em contratos; e (ii) “créditos a performar”, os quais podem ser, por exemplo, a potencialidade do ganho referente a pedágio em uma rodovia” (NAJJARIAN, 2010, p. 32), ou seja, baseados em uma expectativa<sup>346</sup>.

Outra classificação existente no Brasil refere-se à produção contínua ou não dos créditos. Os créditos podem ser: (i) revolvente e (ii) não revolvente:

O recebível pode ser revolvente ou não revolvente conforme o jargão de mercado, o que significa que os recebíveis podem estar continuamente sendo gerados ou não. Mesmo que o recebível seja revolvente o investimento deve ser objeto de análise atenta do investidor qualificado (NAJJARIAN, 2010, p. 103).

Outra classificação que é realizada – e a mais importante – refere-se à garantia na operação.

A cessão de direitos creditórios em securitização pode ser efetuada com ou sem obrigação. “Com coobrigação, há a cessão para veículo securitizador, frise-se, com uma espécie de “elástico” nas mãos do originador cedente, pois, em determinadas hipóteses, previamente previstas, este último pode “puxar o elástico” e este retornará para seu balanço,” (NAJJARIAN, 2010, p. 88).

A Resolução de nº 2.907 do Conselho Monetário Nacional determina que a securitização é *pro soluto*. O que isso significa? Que o originador responde pela existência e legalidade do crédito, não pela sua solvência – daí porque para o direito estadunidense a securitização é um instrumento de distribuição de riscos, mediante alienação de ativos (antecipação de receitas). Contudo, no Brasil, como em outros países, é aceito, não só o modelo do “pro soluto”, mas, também, que o crédito a ser securitizado pode ser cedido a título *pro solvendo*, ou seja, quando o cedente originador é responsável, também, pelo adimplemento. Destaca-se:

No caso de coobrigação da originadora dos recebíveis, crédito pro solvendo, há que se reconhecer que existe uma garantia maior para o investidor que, além de ter o

<sup>346</sup>A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) considera viável a securitização de créditos performados e não-performados, ou seja, ambos os créditos são passíveis de cessão. Por meio do Memorando/CVM/GJ-2/Nº001/97 definiu os créditos “não-performados” como sendo expectativa de direitos. O recebível “não-performado” é válido para a securitização porque: “o novo código civil, Lei de nº 10.406 de 10.01.2002, acabou este problema, inserindo o crédito não-performado no universo dos elementos essenciais dos atos negociais. (...). Nesse novo contexto da Lei Civil, ao contemplar o objeto “determinável”, o crédito não-performado – o qual é, sem sombra de dúvida, suscetível de determinação, pelo gênero e quantidade, por meio de análise histórica do originador e de sua carteira de recebíveis – não há que se olvidar da validade da operação com recebível a performar (*future cash flow*)” (NAJJARIAN, 2010, p. 104).

recurso ao patrimônio total do veículo emissor, pode contar com a capacidade de solvência do originador com todos os seus ativos materiais ou imateriais, no caso de insuficiência dos ativos segregados. Dessa maneira, o risco dos ativos segregados não é eliminado do balanço do originador. Por outro lado, a operação perde uma de suas principais características, que é a delimitação exata do lastro dos títulos emitidos com a segregação de riscos (NAJJARIAN, 2010, p. 111)

E aqui um ponto interessante deve ser analisado: de quem é a gestão do ativo subjacente? Em razão da hipótese acima, afirma-se: a gestão do *pool* de ativos subjacentes permanece nas mãos do originador cedente. As razões são diversas: desde a garantia pelo adimplemento do crédito, até a relação fiduciária que existe entre o terceiro e o cedente originador e até mesmo a “*transmissão de garantias sujeitas a registro envolve normalmente um prazo considerável e custos elevados*” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 47). E não só isso: a depender da forma de garantia da operação: *pro soluto* ou *pro solvendo*, existirão diferentes naturezas jurídicas da operação: ou de antecipação de receita ou de operação de crédito – o que será tratado no item 3.2 da presente tese (bem como os efeitos decorrentes para os entes federados).

São simples as razões pelas quais a gestão de securitização de créditos futuros, no âmbito do direito português, deve ser realizado pelo cedente. Inicialmente, porque:

[...] o serviço de cobrança atribui-se muitas vezes ao cedente, com base em considerações de oportunidade derivadas da relação fiduciária que normalmente liga o cedente aos devedores cedidos. Também é do interesse do cedente obter este serviço. Com efeito, o fluxo financeiro derivado da carteira de créditos excede normalmente, a nível de capital de juros, o montante cedido aos portadores dos títulos. Esta margem, constituída pela diferença entre os pagamentos de juros e de capital devidos aos devedores cedidos pela sociedade de titularização e os pagamentos por juros e capital devidos por esta aos portadores dos títulos, constituiu uma garantia importante para os portadores dos títulos. Esta margem pode ficar no cedente através, nomeadamente, de emissões de títulos de exigibilidade subordinada, associação em participação, um prêmio ligado às cobranças, etc. (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 47)

Mas, não é só isso.

Em razão da “*crise das subprimes*”, ocorrida em 2008, o G20 solicitou ao Comitê da Basileia de Supervisão Bancária que emitisse ponderações a respeito de mecanismos para reduzir o risco sistêmico da operação e, em especial, manter o interesse do cedente originador em relação ao *pool* de ativos subjacentes cedidos (já tratado no capítulo 01). João Calvão da Silva explica que tais medidas demonstraram-se necessária porque:

Deste modo, pela imposição dos critérios sólidos de concessão do crédito e seu relevo no rácio de solvabilidade, procura a lei prevenir empréstimos de alto risco ou má qualidade (como no “subprime”).... Porque para titularização com a correspondente transferência do risco do seu incumprimento para os investidores, e assim corrigir uma das graves deficiências da “*securitization*” posta a nu pela crise. (SILVA, 2013, e-book).

A permanência da gestão dos títulos nas mãos do originador cedente contribuiu para evitar a realização de operações irresponsáveis, com a gestão de ativos ruins. Contudo, não é suficiente. Sendo assim, quatro medidas foram indicadas pelo Comitê da Basileia e adotado pela União Europeia (SILVA, 2013, e-book). Explica-se.

A primeira medida relacionada ao:

“Regulamento cedente ou patrocinador a manter um interesse significativo nos ativos subjacentes (os créditos cedidos) aos novos valores mobiliários neles baseados e deles derivados (ABS – *Assets Backed Securities*; Obrigações Titularizadas), retendo parte da posição em risco em relação aos empréstimos “*securitizados*”: a manutenção contínua de um interesse económico líquido substancial não inferior a 5%” (SILVA, 2013, e-book).

O que isso significa?

Refere-se a uma medida prudencial que tem como objetivo reduzir o risco sistémico da operação a partir do cedente originador e restaurar a confiança dizimada pela crise das *subprimes*. Trata-se de um dispositivo legal<sup>347</sup> que obriga o cedente originador a preservar um “interesse económico líquido substancial” na operação<sup>348</sup>. Referido interesse nunca poderá ser inferior a 5% do valor nominal de cada um das *tranches* vendidas ou mesmo das posições de risco titularizadas. Além disso, deverá existir o dever de retenção das “*tranches*” de primeiras perdas e daquelas com o perfil de risco idêntico ou superior – as quais, inclusive, não podem possuir data de vencimento anterior as *tranches* alienadas aos investidores. É importante consignar, ainda, que os originadores deverão obedecer aos ditames estabelecidos pelo artigo 79º da Diretiva nº 2013/36/UE, sob pena de não poderem excluí-los dos cálculos dos montantes das posições ponderadas pelo risco nem do cálculo dos seus requisitos de fundos próprios (artigo 408º do Regulamento 575/2013/UE) (SILVA, 2013, e-book).

<sup>347</sup> O dispositivo está contido no Tratado de Basileia III e foi recepcionada pela Diretiva nº 1009/111/CE do Parlamento Europeu. Referida diretiva incluiu o artigo 122-A (Seção 7) na Diretiva 2006/48/CE. A mesma exigência também é encontrada no artigo 405º, parágrafo primeiro do Regulamento 575/2013/UE.

<sup>348</sup> O nº 1 não se aplica caso as posições em risco titularizadas consistam em créditos ou créditos condicionais sobre, ou total, incondicional e irrevogavelmente garantidos por: a) governos centrais ou bancos centrais; b) governos regionais, autoridades locais ou entidades do sector público dos Estados-Membros; c) instituições às quais se aplica uma ponderação de risco igual ou inferior a 50 % nos termos dos artigos 78º a 83º; ou d) bancos multilaterais de desenvolvimento.

Por outro lado, os investidores poderão tomar as suas decisões apenas após as diligências devidas (artigo 406º do Regulamento 575/2013/UE), necessitando de todas as informações adequadas – artigo 409 do Regulamento 575/2013/UE – há, inclusive, orientações de que dados devem ser analisados<sup>349</sup>. O que, de fato, os originadores cedentes devem fazer? Segundo Silva (2013, p. e-book):

Assim, os cedentes ou patrocinadores devem divulgar aos investidores a percentagem de retenção do risco que vai manter de forma contínua na titularização, os dados relevantes para a qualidade de crédito e o desempenho de cada uma das posições em risco subjacentes, fluxos de caixa e garantias de posições em risco de titularização (art. 409 do Regulamento 575/2013/UE). Sem a informação da percentagem de manutenção do interesse do cedente ou patrocinador na titularização, as instituições de crédito e as empresas de investimento não podem investir nos novos valores mobiliários, independentemente de inscritos na carteira de negociação ou extracarteira de negociação (art. 405, nº 1, do Regulamento 575/2013/UE).

Trata-se da materialização do chamado: “princípio da diligência devida na avaliação do risco associado à titularização” - artigo 406, nº 01 do Regulamento 575/2013 UE. E o que diz tal princípio? João Calvão Silva explica que as instituições de crédito e empresas de investimento devem

[...] demonstrar às autoridades competentes que estão profunda e totalmente informadas sobre cada uma das suas posições de titularização e que instituíram procedimentos e políticas formais – adequados à sua carteira de negociação e extracarteira de negociação e comensuráveis com o perfil de risco dos seus investimentos em posições titularizadas para acompanhar a informação sobre o desempenho dos créditos subjacentes (SILVA, 2013, p e-book) .

Inclusive, referido autor reitera:

Com vista a uma maior transparência dos processos de “securitização” e dos riscos associados a posições de titularização, as instituições estão obrigadas (no âmbito do terceiro pilar de Basileia II) a “*disclosure*” exigente, com a divulgação das várias

---

<sup>349</sup> O regulamento da União Europeia determina que: “caso seja relevante, esta informação deve incluir o tipo de posição em risco, a percentagem de empréstimos vencidos há mais de 30, 60 ou 90 dias, as taxas de incumprimento, as taxas de pré-pagamento, os empréstimos em execução, o tipo e a ocupação de cauções, a distribuição da frequência de classificação de créditos ou outras medidas de aferição da qualidade do crédito em todas as posições em risco subjacentes, a diversificação geográfica e por sector de actividades e a distribuição da frequência dos rácios empréstimo/valor com larguras de banda que facilitem uma análise de sensibilidade adequada. Caso as posições em risco subjacentes sejam elas próprias posições de titularização, as instituições de crédito devem dispor das informações referidas no presente parágrafo não só sobre as *tranches* de titularização subjacentes, tais como o nome do emitente e a sua notação de risco, mas também sobre as características e o desempenho dos conjuntos subjacentes a essas *tranches* de titularização”.

informações previstas no art 449º do Regulamento 575/2013/UE, designadamente para evitar decisões imprudentes sobre *pools* cegas de activos subjacentes; sem esquecer alterações às Normas Internacionais de Contabilidade (NICs) e de relato financeiro (IFRS), de melhorar a consolidação dos veículos de titularização e os requisitos de divulgação de participações não consolidadas em “entidades estruturadas”, designadamente SPVs de “securitização” ou financiamentos garantidos por activos (cfr art. 473º do Regulamento 575/2013/UE) - (SILVA, 2013, p. e-book)

A segunda medida refere-se à formação de fundos próprios para riscos de titularização. A Diretiva 2010/76/UE do parlamento Europeu e do Conselho robustece ainda mais os requisitos de fundos próprios. Desde 2011, os bancos são obrigados capital para cobertura de riscos de carteira de negociação (*trading book*) e de operações complexas de (re)titularização, com as autoridades competentes, na avaliação de risco de cada instituição no âmbito do segundo pilar de Basileia II (anexo V, nº 08, da Diretiva 2006/48/CE; nº 8 do anexo a que se refere o art 28, nº 2, do Decreto -Lei nº 7 104/2007, de 30 de abril; nº 08 do anexo a que se refere o art 4º do Decreto-Lei nº 140/2010) (SILVA, 2013, e-book).

E por que é importante a formação de fundos? João Calvão Silva explica que: “a crise financeira evidencia a falta de fundos próprios apropriados à cobertura dos riscos de incumprimento dos activos titularizados transferidos para os investidores” (2013, p e-book). Neste sentido, deve-se salientar que :

A revisão da Directiva sobre os requisitos de fundos próprios para o sector bancário por Basilea 2.5 – recebida pela Directiva 2009/111/CE (CRDII) e pela Directiva 2010/76/UE (CRDIII) é continuada por Basileia III – recebida pelo Regulamento (UE) 575/2013 e pela Directiva 2013/36/UE (CRDIV) – no mesmo sentido de fortalecimento de capitais, com a introdução de requisitos explícitos de liquidez, designadamente para as facilidades de liquidez concedidas a SPV's/SPE's e para quaisquer outros produtos ou serviços associados a riscos de reputação para os bancos (SILVA, 2013, e-book).

A terceira medida relaciona-se à forma com que a securitização deve ser tratada. João Calvão da Silva explica que:

[...] as posições de titularização na carteira de negociação devem ser tratadas como instrumentos de dívida na determinação dos requisitos de fundos próprios para risco de mercado (artigos 325º e segs do Regulamento 575/2013 UE), concretamente para cobertura do risco de posição (artigo 326º do Regulamento 575/2013 UE), estando previstos requisitos de fundos próprios para instrumentos de titularização incluídos na carteira de negociação (artigo 337º do Regulamento 575/2013/UE) (SILVA, 2013, e-book).

Por fim, a quarta medida criada tem como objetivo:

[...] impedir o endividamento excessivo do sistema bancário, Basileia III cria almofadas ou amortecedores anti-cíclicos (artigo 28º, nºs 2 e 7 e artigo 130º, 135º a 140º e 160º da Directiva 2013/36/UE) e uma “leverage ratio” ou uma rácio de alavancagem (artigo 87º da Directiva 2013/36/UE; artigo 429º e 430º do Regulamento 575/2013/EU) com a divulgação de informações relativas ao mesmo previsto no artigo 451º do mesmo Regulamento Europeu (SILVA, 2013, e-book).

No Brasil, a respeito dos créditos cedidos duas observações importantes devem ser realizadas.

Em primeiro lugar, deve-se consignar que os créditos cedidos em blocos devem sofrer pelo cedente uma pré-seleção<sup>350</sup>. Aqui, no Brasil, há o dever, antes de repassar os créditos, de mapear todos os ativos repassados para a operação. Logo após, tais informações deverão ser repassadas para a Central de Risco do Crédito<sup>351</sup>. Observe o disposto no artigo 2º parágrafo único da Resolução de nº 2.686 do Bacen:

Art. 2º A cessão referida no art. 1º:

[...]

Parágrafo único. As informações a respeito de cessões de créditos a companhia securitizadora controlada ou coligada à cedente, direta ou indiretamente, e os cedidos com coobrigação ou outra forma de retenção de risco devem ser regularmente prestadas à Central de Risco de Crédito, nos termos previstos na Resolução nº 2.390, de 22 de maio de 1997, e normas complementares.

Nota-se, portanto, que, no Brasil, todos os créditos cedidos em blocos deverão ser analisados e classificados mediante a noção de “*rating*” da dívida ativa.

Além disso, em segundo lugar, o cedente/originador deverá incluir em seu primeiro balanço, segundo o artigo 7º, parágrafo 3º da Resolução nº 2.561, “publicado após a aprovação da operação pelo Banco Central do Brasil, nota explicativa informando os valores contábil e de cessão dos créditos, bem como os reflexos patrimoniais e no resultado decorrentes da transação”. Ou, em outras palavras, deverá demonstrar eventuais reflexos patrimoniais, quando da realização da securitização. O agente custodiante da FIDC, por

<sup>350</sup> Isto porque é “sempre necessário, no início do processo de titularização, um *(re)package* de créditos homogêneos, a fim de possibilitar análise eficiente do risco coenvolto e padrão de pagamento comum” (SILVA, 2013, e-book).

<sup>351</sup> A Central de Risco de Crédito (Resolução de nº 2390 e Circular Bacen nº 2.756, ambas de 22 de maio de 1997) foi criada com o intuito de prover garantir eficiência e reduzir o custo na concessão de empréstimos. O Banco Central torna-se o responsável por consolidar informações a respeito do montante dos débitos e responsabilidades por clientes e fornecidas pelo Banco Múltiplo e demais instituições. A operacionalização ocorre da seguinte forma: (i) as instituições devem informar o BC a respeito de todas as operações acima de um determinado valor (R\$ 50 mil); (ii) Bacen consolida as informações e (iii) instituições podem consultar as informações consolidadas por cliente constantes do sistema, desde que devidamente autorizada. (ANDREZO, LIMA, 1999, p. 292-293)

exemplo, deverá realizar uma auditoria por amostragem para verificar o lastro do pool de ativos por amostragem adotados pelo custodiante, indicando, inclusive, a metodologia.

As questões relacionadas ao ativo subjacente e a securitização de direitos creditórios serão analisados em dois pontos específicos da presente tese: inicialmente, trata-se do item 3.1, em especial, ao tratar da Lei de Diretrizes Orçamentárias e o planejamento da receita pública no Brasil e no item 4.1, ao tratar da natureza do crédito tributário.

### 2.2.3 Emissão e subscrição de títulos pelo VPE - debêntures

Como o fluxo de capitais é organizado? Como o fluxo, originado do *pool* de ativo, é organizado no VPE?

Ora, John Hull esclarece que: “os fluxos de caixa são alocados às *tranches* pela especificação da chamada cachoeira” (HULL, 2016, p. 199). *Tranches* são distribuições do fluxo de ativos em “múltiplas classes de dívida” (DEKU; KARA, 2017, p. 14). Em outras palavras: o fluxo de ativos (títulos ou recebíveis) cedidos pelo emissor é distribuído a partir de pontos de fixação e separação (delimitados a partir da noção de perdas<sup>352</sup>), utilizando-se de critérios que envolvem o pagamento principal e dos juros.

Logo, no modelo americano, de forma geral, eram adotadas três *tranches*<sup>353</sup>: a primeira era a sênior; a segunda é a mezanino e, por fim, a subordinada. Tais *tranches*, por sua vez, obedeciam um efeito cachoeira. Portanto, a *tranche* que ficava mais ao topo, recebia a maior parcela de fluxo de caixa de ativos para pagamento do principal e dos juros. A intermediária (mezanino) recebia um valor a menor que a sênior. Por fim, a *tranche* subordinada (também chamada de patrimônio líquido receberia as sobras. É possível afirmar, portanto, que a *tranche* sênior absorve grande parte do fluxo. Isto porque, tecnicamente, seus investidores possuem a menor taxa de retorno. Contudo, é garantido a eles o recebimento do principal e dos juros. Já, em relação à *tranche* mezanino o objetivo é o pagamento do principal. Só depois

---

<sup>352</sup> São dois métodos utilizados: (i) Probabilidade de inadimplência (*probability based* - PD) e (ii) perda esperada (*expected losses* – EL) (DEKU, KARA, 2017, p. 16).

<sup>353</sup> Esta é uma descrição simplista. Segundo John Hull, “em geral, eram criadas mais de três *tranches*, com uma ampla variedade de classificações. Nas regras de cachoeira, como as descrevemos, a alocação de fluxos de caixa para as *tranches* é sequencial, no sentido de sempre fluírem primeiro para a *tranche* mais sênior, depois para a segundo mais sênior e assim por diante. Na prática, as regras são mais complexas, sendo descritas em documentos jurídicos com centenas de páginas” (HULL, 2016, p. 200).



que todos os investidores do mezanino (que possuem uma remuneração maior que os investidores sêniores, mas menor que os subordinados), que a última *tranche* passa a ser paga. A *tranche* subordinada ou de patrimônio líquido é a última a ser remunerada. Por óbvio corre o risco não a ser (HULL, 2016, p.199). A respeito da matéria, conclui John Hull:

“os fluxos de caixa vão primeiro para a *tranche* sênior, depois para a *tranche* mezanino e então para a *tranche* de patrimônio líquido. O outro é em termos de perdas. As perdas do principal atingem primeiro a *tranche* de patrimônio líquido, depois a mezanino e então finalmente a sênior”.(HULL, 2016, p. 200)

E por que há a divisão em *tranches*? O objetivo da divisão em *tranches* é redistribuir as perdas do *pool* de ativos para “corresponder ao perfil de risco desejado dos potenciais investidores” (DEKU; KARA, 2017, p. 14). Dependendo da *tranche* e do perfil, haverá a necessidade de aprimorar o crédito disponível<sup>354</sup>, o que é determinado na maioria das vezes pelas Agências de Classificação. A partir da análise entre o risco, o perfil da *tranche* e da existência ou não de crédito disponível, as Agências atribuem *ratings* ou notas. Por exemplo: a *tranche* sênior era dada a nota AAA, a mezanino BBB e assim por diante. Vale salientar: com o objetivo de aumentar a qualidade do *pool* de ativos, é possível que tais títulos passem por um reforço do crédito. Quanto maior a qualidade, maior o número de investidores a serem atraídos (DEKU; KARA, 2017, p.14-16).

E como é realizado o aprimoramento do crédito? Pode ocorrer de forma interna (pelo próprio emissor) ou de forma externa (a partir de terceiro). A respeito da forma interna é possível afirmar que ela pode ser realizada pelo emissor ou pode ser construída da estrutura (estrutural). Um exemplo do primeiro é o excesso de *spread* e o excesso de garantia; do segundo é a subordinação (DEKU; KARA, 2017, p. 17-19).

O reforço interno pode ocorrer a partir de três caminhos: (i) subordinação (efeito cachoeira); (ii) excesso de *spread* e, por fim, (iii) excesso de garantia (*over-collateralisation*) (DEKU; KARA, 2017, p. 17).

---

<sup>354</sup>Como é realizado o aprimoramento do Crédito? Esta análise é realizada a partir do patrimônio do tomador do empréstimo. O exemplo aqui adotado são as hipotecas imobiliárias (*mortgages*). Ora, o patrimônio do devedor é uma forma de melhoria de crédito uma vez que o seu capital é capaz de beneficiar o credor (emissor). Isto porque a diferença entre o empréstimo hipotecário adiantado e o valor da propriedade comprada representa crédito para o emissor. Além disso, ao descrever seu patrimônio, o mutuário ajuda a estabelecer graus de confiança (DEKU; KARA, 2017, p. 16).

A subordinação (efeito cachoeira) é a forma mais comum de reforço de crédito. É realizado a partir da divisão em “*tranches*” do fluxo de ativos subjacentes, construído a partir de uma estrutura sênior e outra subordinada. Desta forma, as perdas são alocadas às parcelas juniores, as quais, por sua vez, recebem classificações mais baixas (ou sequer são classificadas), apesar de receber rendimentos mais elevados (eis que o risco é maior) (DEKU; KARA, 2017, p. 17). Como visto no item anterior, de forma a manter o interesse do cedente na operação, há uma obrigação de que os cedentes fiquem responsáveis por parte da referida tranche de forma a demonstrar a qualidade da operação.

Já o excesso de *spread* corresponde a formação de um fundo, perante a SPE, decorrente dos fluxos de ativos subjacentes excedentes, cujo objetivo principal seria a absorção de perdas inesperadas. Este excesso, se necessário, também pode ser utilizado para suportar a *tranche* sênior. Trata-se de uma medida positiva, eis que demonstra que a SPE pode cobrir todos os seus custos, o que demonstra até mesmo uma certa lucratividade (DEKU; KARA, 2017, p. 17).

Por fim, o excesso de garantia (*over-collateralisation*). Nesta hipótese, o emissor também pode transferir um montante maior de ativos para a SPE. Portanto, o valor do *pool* de ativos é maior do que o pago pela EPE. Sendo assim, esta transferência pode servir como um amortecedor para inadimplência e perdas de fluxo (DEKU; KARA, 2017, p. 18).

O reforço externo, por sua vez, pode ocorrer por: (i) *surety bonds* (obrigações de garantia ou apenas seguro) e (ii) garantias de terceiro. As garantias de terceiro, por sua vez, podem ser: (i) cartas de crédito (*letter of credit*); (ii) *cash collateral account* (conta em garantia) e (iii) *collateral invested amount*. A respeito deste modelo de reforço de crédito é importante destacar que tais estruturas estão submetidas a terceiro. Logo, a sua classificação de risco deverá obedecer ou acompanhar a do terceiro relevante.

Por “*surety bonds*” deve ser compreendido seguros. De forma geral, a empresa seguradora exige uma forma pré-existente de reforço de crédito. Como a empresa de seguro garante o pagamento aos investidores, de forma geral, o ranking desta classificação é AAA (DEKU; KARA, 2017, p. 18).

Já, no tocante às garantias de terceiro, a primeira a ser destacada é a carta de crédito (*letter of credit*). O emissor daria uma carta de crédito a SPE. Assim, caso a SPE não tenha fundos suficientes para pagar seus investidores, poderia utilizar-se desta carta para tanto - claro que até um limite acordado - (DEKU; KARA, 2017). A segunda hipótese refere-se à

abertura de uma conta garantia (*cash collateral account*). Neste caso, o SPE realiza um empréstimo. Com este recurso, investe em papéis comerciais da mais alta qualidade. Esta conta é projetada única e exclusivamente para neutralizar eventuais deficiências nos fluxos dos ativos subjacentes (DEKU; KARA, 2017, p. 18). Por fim, a terceira hipótese refere-se “*collateral invested amount*”. Trata-se da venda da *tranche* subordinada ou equivalente para um investidor específico (DEKU; KARA, 2017, p. 19).

Nota-se, portanto, que as vantagens dos referidos títulos estão baseadas no chamado (i) privilégio creditório e (ii) privilégio estrutural (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 15).

Como já mencionado no presente trabalho, os valores mobiliários emitidos pela Entidade de Propósito Específico (EPE) são garantidos por ativos. A garantia por um ativo é muito distinta da garantia pessoal, na qual o mercado de capitais assenta a sua lógica. Logo, a securitização é um mecanismo que garante um crédito contra um ativo, não contra uma pessoa (CAMPOS; PINTO, 2007). E por que referida garantia é tão importante em relação ao credor? Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedro Pinto ensinam que se o:

[...] investidor tradicional tem, normalmente, um simples direito de crédito que pode accionar contra o devedor. Nesta medida, se o sujeito devedor passar por problemas financeiros, o crédito do investidor está sujeito ao processo de insolvência comum, numa posição paralela à de todos os demais credores do insolvente, o que é frequentemente moroso e com resultados poucos visíveis. Diferentemente, o titular de um título mobiliário garantido por activos terá um direito de crédito directo e privilegiado sobre os bens da entidade, uma vez que aqueles bens foram destacados e tornados propriedade legal dos investidores. Desta forma, estes bens serão utilizados, em primeiro lugar, para a satisfação do crédito dos titulares destes títulos e só depois passíveis de ser reclamados pelos demais credores. O privilégio creditório constituiu, portanto, um elemento chave da titularização (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 15).

Os autores são claros ao afirmar que: “A distinção entre o financiamento de empresa e os títulos mobiliários garantidos por activos, encontra-se, portanto, essencialmente no próprio escopo da operação da titularização e na definição de activo” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 15). E mais: “esta diferenciação evidencia, desde logo, uma importante característica dos títulos mobiliários garantidos por activos – a preferência ou privilégio que o titular destes títulos tem em relação ao investidor tradicional” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 15).

Como é garantido o privilégio? Simples:

[...] transferência real e efectiva do activo, uma venda verdadeira e completa (“*true*

*sale*”). Os activos são transferidos para os investidores, numa transferência plena, legalmente reconhecida, de tal forma que os créditos se tornam propriedade legal daqueles. Deste modo, sendo propriedade dos investidores, os créditos não serão, como é óbvio, afectados pela insolvência do operador económico ou por quaisquer direitos de crédito dos credores daquele (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 16).

O privilégio estrutural, por sua vez, diz respeito aos atributos qualitativos do activo transferido para os investidores. Os ativos não devem resultar de uma actividade de “*cherry picking*”(cuidadosa seleção). Mas há uma prévia seleção e a remessa de ativos de alta qualidade (CAMPOS; PINTO, 2007, p.15).

Qual a natureza dos títulos emitidos pela EPE? Segundo Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto:

[...] os títulos emitidos pela entidade de titularização não devem entrar na categoria de títulos de créditos ou de obrigações. Os títulos são derivados, consubstanciando-se em negócios que têm por objecto a eliminação do risco do crédito, sem transferir o crédito subjacente e sem recorrer a negócios de garantia pessoal ou real (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 23).

Para os autores, os títulos emitidos estão próximos “*credit linked notes*”, cujas particularidades são: “o pagamento do capital no momento do vencimento e dos juros ser condicionado pelo pagamento do capital e dos juros de um título de referência emitido por terceiro” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 23).

Por fim, referidos autores esclarecem que: “A garantia dos portadores é constituída só pela carteira de créditos adquirida. É por isso que os títulos emitidos pelas sociedades de titularização nos países de ‘*common law*’ são denominadas ‘*asset based securities*’, ou seja, títulos garantidos por activos, diverso do património do emitente”(CAMPOS, PINTO, 2007, p. 23) .

No Brasil, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian ensina que:

Foi na Instrução CVM nº 281/98 que restou estabelecido o regramento das debêntures de securitização. Aplica-se às debêntures ora apontadas, basicamente, o mesmo regramento que norteia a negociação com as debêntures definidas como valores mobiliários pelo artigo 2º da Lei 6.385/76. [...] Esse título de crédito que também é valor mobiliário [...]. (NAJJARIAN, 2010, p. 141)

A autora salienta, ainda, que:

[...] é uma operação mediante a qual um fluxo de recebimentos futuros (recebíveis imobiliários, financeiros, comerciais ou de créditos em geral, por exemplo) é antecipado através da emissão de debêntures. Os próprios recebimentos são

oferecidos pela Companhia como garantia dos títulos (NAJJARIAN, 2010, p. 94).

A Instrução Normativa de nº 281/98, artigo 6º, definiu o conteúdo mínimo que deve existir no prospecto de debênture a ser emitido por companhia securitizadora. Criou normas específicas para emissão de debêntures por securitizadoras (NAJJARIAN, 2010, p. 95).

Para referida autora, as debêntures são “valores mobiliários representativos de dívida de médio e longo prazo que asseguram aos seus detentores (debenturistas) direito de crédito contra a companhia emissora” (NAJJARIAN, 2010, p. 90). E mais:

[...] o principal atrativo das debêntures é a possibilidade de a emissora determinar o fluxo de amortizações e as formas de remuneração dos títulos. Essa flexibilidade permite que as parcelas de amortização e as condições de remuneração se ajustem ao fluxo de caixa da companhia, ao projeto que a emissão está financiando – se for o caso – e às condições de mercado no momento da emissão (NAJJARIAN, 2010, p. 90).

As debêntures podem ser emitidas por Sociedades de Ações Abertas e Fechadas. As Abertas estão submetidas ao poder de polícia da CVM. A emissão pode ser pública (investidores em geral) ou restrita (grupo de investidores). No primeiro caso, há necessidade de registrar em relação a CVM. O processo de emissão das debêntures é decidido pela Assembleia Geral de Acionistas ou pelo Conselho de Administração. Uma instituição financeira especializada será contratada para coordenar a operação (coordenador).

As debêntures são alienadas, em um primeiro momento, no mercado primário, quando há o ingresso de recursos no caixa da empresa emissora. No mercado secundário, há a compra e venda das debêntures pelos investidores. A forma de alienação no mercado secundário ocorre no mercado de balcão organizado (regulado pela CVM). O principal é o Sistema Nacional de Debêntures (SND), administrado pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira (CETIP) (NAJJARIAN, 2010).

A escritura da emissão é documento no qual estão descritas as condições sob as quais a debênture será emitida, tais como direitos conferidos por títulos, datas de emissão e vencimento, deveres da emissora, etc... A data de resgate (geralmente de médio e longos prazos) deve estar descrita na escritura.

Existem espécies distintas de debêntures: (i) conversível ou (ii) não conversível. A conversível é aquela que pode ser trocada por ações da companhia. A não conversível não.

Contudo, ambas podem conter cláusulas de permutabilidade por outros ativos ou por ações de terceiros (NAJJARIAN, 2010, p.90).

As debêntures podem ser ainda: (i) nominativas e (ii) escriturais. Qual a diferença? Ilene Patrícia de Noronha Najjarian explica que:

No caso da debênture nominativa, o registro e controle das transferências são realizados pela companhia emissora no Livro de Registro de Debêntures Nominativas e, no caso da debênture escritural, a custódia e escrituração são feitas por instituição financeira autorizada pela CVM. (NAJJARIAN, 2010, p. 91)

A classificação das debêntures ocorre pela garantia ofertada ou pela sua ausência de garantia: (i) com garantia real, isto é, “garantidas por bens integrantes do ativo da companhia emissora, ou de terceiros, sob forma de hipoteca, penhor ou anticrese ou garantia fidejussória”; (ii) com garantia geral ou flutuante, ou seja, os bens objeto da garantia não ficam vinculados à emissão, o que por si só assegura privilégio geral sobre o ativo da emissora; (iii) quirografária ou sem preferência (concorrem com os demais credores em caso de falência) e (iv) subordinada (quando da liquidação possuem preferência apenas em relação aos créditos dos acionistas) (NAJJARIAN, 2010, p. 91).

O prospecto da operação (NAJJARIAN, 2010) deve conter: (i) *rating* (“classificação efetuada por uma empresa especializada e independente que reflete a avaliação sobre o grau de risco envolvido em determinado instrumento de dívida” [NAJJARIAN, 2010, p. 92]); (ii) *bookbuilding* (“mecanismo de consulta prévia ao mercado para definição da remuneração das debêntures ou do ágio/deságio no preço da subscrição, tendo em vista a quantidade de debêntures, para diferentes níveis de taxa, que cada investidor tem disposição de adquirir” [NAJJARIAN, 2010, p. 92]); (iii) *underwriting* (“contrato de distribuição primária de debêntures, ou seja, a primeira venda dos títulos após a sua emissão” [NAJJARIAN, 2010, p. 93]); e (iv) repactuação (“mecanismo utilizado pelas companhias emissoras de debêntures [...] para adequar seus títulos, periodicamente, às condições vigentes de mercado e, com isso, torná-los mais atrativos para os investidores” [NAJJARIAN, 2010, p. 93]).

No âmbito do objeto da tese, é importante destacar que o regime de emissão de debêntures entre privados e Estado (leia-se administração indireta) é o mesmo, eis o mesmo regime de direito privado aplicado.

### 2.3 Distribuição de riscos e as operações de securitização

Por que a classificação de risco é importante? Porque a securitização envolve sempre um “fluxo de capitais” em oposição à alienação de um único ativo. Como a securitização está apta em transformar um portfólio de ativos financeiros em valores mobiliários, há a necessidade de classificar este ativo, eis que o portfólio pode apresentar riscos distintos dos verdadeiros ativos subjacentes.

Como já tratado no capítulo 1, as agências de risco surgem no nosso século e estão relacionadas à classificação dos riscos. Correspondem, da maneira que José Eduardo Faria descreve, a “peças fundamentais para o funcionamento dos mercados financeiros competitivos e complexos em escala mundial e fontes de balizamento e indicação para onde os capitais internacionais devem caminhar com alguma segurança” (FARIA, 2010, p. 20).

Tais agências analisam os riscos tanto em relação à economia macroeconômica do país, como de uma determinada empresa da iniciativa privada. São empresas privadas, organizadas sob a forma de comitês, cuja composição e critérios nem sempre são claros e transparentes. Mencionados comitês possuem como objetivo capturar e depurar informações estratégicas para dar aos agentes privados condições de avaliar as possibilidades de investimentos, realizar cálculos “prudenciais” (FARIA, 2010, p. 19-20).

Quando a avaliação recai sobre um determinado país, as agências possuem como foco verificar se os países avaliados possuem capacidade de pagar as dívidas contraídas, ou seja, tais agências possuem como finalidade a avaliação da “liquidez, solidez, capacidade de pagamento e situação operacional dos tomadores potenciais de recursos” (FARIA, 2010, p. 22). O principal mecanismo utilizado é o “*rating* de risco soberano”, a partir do qual é estabelecido um indicador de solvência, o que garantirá um grau de investimento (FARIA, 2010, p. 20). Para calcular o risco soberano são analisados dados tais como: (i) taxa de crescimento do Produto Interno Bruto; (ii) dados a respeito da arrecadação; (iii) gastos públicos; (iv) taxas de juros; (v) perfil do endividamento; e (vi) quadro político (há uma tendência em determinar que a qualidade institucional permite uma maior quantidade de investimentos estrangeiros, inversão de uma carteira de investimentos e os benefícios de uma integração financeira. A consequência do *rating* do país, por sua vez, não se relaciona apenas



à taxa de juros, mas, também, ao “custo de captação de recursos externos, tendo com isso um peso decisivo no volume do crédito e, por tabela, no montante dos investimentos e na própria taxa de crescimento de cada país” (FARIA, 2010, p. 20). Sendo assim, não há como afastar que:

[...] o “risco país” tem assim uma dimensão fortemente política, pois depende da confiança que credores e investidores têm em governos dispostos a implementar e manter programas fiscais e monetários que, apesar de serem politicamente difíceis de sustentar no plano interno, atendem aos imperativos categóricos do capital financeiro (FARIA, 2010, p. 21).

Como é realizado o processo de análise do risco da operação de securitização?

Nos Estados Unidos da América, as agências de classificação iniciam o trabalho examinando a qualidade da gestão e dos sistemas administrativos do originador. São recolhidas as seguintes informações: (i) histórico da empresa; (ii) estrutura de propriedade; e (iii) biografia dos executivos. As agências geralmente aconselham como os fluxos devem ser estruturados. São cinco as etapas pelas quais as agências passam: (i) riscos de ativos<sup>355</sup>; (ii) riscos legais e regulatórios<sup>356</sup>; (iii) análise estrutural<sup>357</sup>; (iv) riscos operacionais e administrativos<sup>358</sup> e (v) risco da contraparte<sup>359</sup> (DEKU; KARA, 2007, p. 21-23).

<sup>355</sup> O primeiro passo do processo que envolve a avaliação de ativos subjacentes é analisar a qualidade do *pool* de ativos e a quantidade de suporte de crédito necessário para atingir a avaliação mais elevada. Tal conduta é realizada para a análise da expectativa de perdas em situações extremas de estresse. O nível de expectativa de perda também pode ser realizado partindo do histórico de estimativas de um *pool* de ativos similares. O *pool* de ativos a ser securitizado, assim como a performance histórica dos emissores/originadores são examinados e suposições são criadas. Todas as suposições são testadas para verificar como o ativo se comporta antes do cenário de crise ocorrer. Todos os cenários são estruturados de forma ao investidor receber mesmo ocorrendo a crise. As agências de *rating* calculam as expectativas de prejuízos, as quais poderão ser usadas em casos de perdas inesperadas” (DEKU; KARA, 2017, p. 21).

<sup>356</sup> O segundo passo é analisar a solidez da transação. Ou seja: “a agência de *rating* avalia se, em uma determinada transação, o ativo está isolado do risco de insolvência ou de falência de outros envolvidos na transação. Esta análise avalia o risco de falência, ainda que remota da, da SPV, assegurando que não existam características que ameacem a persistência de sua continuidade. Depois de tal análise, a agência de *rating* será capaz de uma análise jurídica a respeito dos riscos legais e fiscais associados ao negócio. Esta fase pode ser extremamente onerosa, eis que a operação pode ser transnacional (pode exigir graus de garantias maiores)” (DEKU; KARA, 2017, p. 22).

<sup>357</sup> A análise estrutural envolve a inspeção da documentação da oferta e da análise dos fluxos de caixa, os quais usam modelos quantitativos. “O objetivo desta etapa é verificar se os fluxos de ativos subjacentes, depois de considerar melhorias de crédito e taxas de transação, estará adequado a seguir o cronograma de pagamento dos valores mobiliários. Os pagamentos prioritários (hierarquia) e os convênios de desempenho (gatilhos) são testados. Neste estágio há o contato com todos os níveis de perda de crédito entre as várias classes da ABS. Variáveis como níveis de perda de crédito, níveis de delinquência, taxa de juros e taxa de imposto corporativo são introduzidas para verificar qual modelo adequa-se melhor aos níveis de estresse. As suposições são cada vez mais restritivas para níveis mais altos de *rating*” (DEKU; KARA, 2017, p. 22).

<sup>358</sup> “Este aspecto implica em verificar se cada parte pode realizar seu papel e suas responsabilidades ao longo da vida do negócio” (DEKU; KARA, 2017, p. 22).

<sup>359</sup> Por fim, quando da análise do risco da contrapartida, a agência de *rating* tem como fim a análise de terceiros em gerenciar o fluxo de caixa e de pagamento, eis que tais fatores podem influenciar a qualidade do ABS. A credibilidade e a confiança são tomadas em consideração (DEKU; KARA, 2017).

São duas as críticas tecidas em relação às agências.

Em primeiro lugar, que os serviços de tais agências são “remunerados pelas próprias companhias que avaliam as notas e os conceitos que atribuem seriam uma ‘garantia de segurança’ - pretensão essa não confirmada na crise financeira de 2008, tais os sucessivos equívocos cometidos por essas agências” (FARIA, 2010, p. 20).

Em segundo lugar, trata-se do abandono da política em discussões econômicas. Há uma tendência a subtrair da economia as discussões políticas, sob a justificativa de que o tema é técnico, ou seja, trata-se de um conhecimento científico<sup>360</sup>. Tal ponto inclusive será abordado ao longo do item 3.2.

O risco da operação econômica da originadora do crédito é repassado para a EPE. Eis daí a razão pela qual o controle de informações é destacado pela CVM. Segundo Ilene Patrícia de Noronha Najjarian:

[...] a questão primordial da CVM sempre foi a de levar ao tomador das debêntures ou de qualquer outro valor mobiliário oriundo da securitização, a plena informação do negócio a ser realizado, com o fornecimento de informações suficientes acerca da operação, de molde a deixar claro que a CVM não garante nem o investimento nem a liquidez, apenas examina a documentação apresentada pelos participantes, e que o sucesso da aplicação depende da entrada de recebíveis, o que deve ser analisado também sob a ótica da capacidade da empresa originadora dos ativos continuar a prestá-los, e bem (NAJJARIAN, 2010, p. 102).

E mais: “haverá um fluxo de recebíveis ou contratos que minimizará eventuais cessações de pagamento por parte de alguns clientes e usuários. Em resumo, a qualidade dos recebíveis condiciona-se à boa atuação da empresa que gera direitos creditórios” (NAJJARIAN, 2010, p. 102). A autora concluiu que “a visão da CVM é a de que se trata de investimento de risco, que deve ser objeto de análise atenta do investidor” (NAJJARIAN, 2010, p. 102). Referida autora ainda complementa:

(...) o risco de crédito pelo tipo de recebível não é avaliado com base na análise individual de cada crédito ou de cada devedor, mas a apreciação é feita de maneira

---

<sup>360</sup> Há, em verdade uma [...] tendência de alguns governos e parlamentos de vários países periféricos e semiperiféricos de “despolitizar” sua moeda, inicialmente concedendo aos Bancos Centrais ampla liberdade de controlar e regular a oferta monetária; assegurando-lhes em seguida a prerrogativa exclusiva de gerenciar os riscos sistêmicos do setor financeiro, convertendo-os em poderes dotados de grande autonomia funcional e independência administrativa e os tornando com isso imunes a supervisão e controle democráticos” (FARIA, 2010, p. 23),.

atuarial, ou seja, levando-se em conta o índice de inadimplência histórica da carteira, ou do conjunto de recebíveis de cada empresa. Nesse passo, cumpre destacar os processos de securitização em que está presente uma seguradora – companhia de seguros, garantindo o pagamento dos recebíveis; este fato sempre tem o condão de elevar a nota da agência de avaliação de risco, mas, de outro lado, encarece muito a operação (NAJJARIAN, 2010, p. 80).

A securitização ou a titularização como denominam os portugueses gera uma redistribuição do risco. Conforme ensinam Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto:

[...] o processo de securitização tradicional importa não só a transferência da titularidade dos activos para os investidores e garantes intervenientes na operação, mas, também, da exposição ao risco de incumprimento dos créditos, circunstância que ocorre, tal como referimos, de forma progressiva ou escalonada. Ou seja, são emitidos títulos de classe A,B,C ou títulos de classe sénior e de classe júnior, importando de diferentes escalões e “fatias” diferentes níveis de risco e incumprimento (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 22)

Daí a importância da publicidade nas relações de securitização. Isto porque: “a classificação dos activos releva ainda para efeitos da própria estruturação da operação de titularização de créditos, permitindo a oferta pública de carteiras de títulos adequadas ao perfil dos potenciais investidores” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 22).

Em suma: ao ceder os ativos, o originador repassa ao VPE os riscos de eventual inadimplemento. O investidor, ao comprar os valores mobiliários do VPE, pode assumir o risco da operação, custeando a atuação da VPE, mas não obtendo êxito no tocante a sua remuneração (em outros termos: o investimento pode gerar prejuízos e não lucros). Sendo assim, as informações a respeito do *pool* de ativos subjacentes torna-se um elemento importante, quando da realização das escolhas e dos investimentos. Este ponto será abordado ao longo do item 3.2, ao tratar da securitização dos créditos tributários.

#### **2.4. Modalidades de securitização**

São duas as possibilidades de classificação da securitização. Quanto às estruturas da securitização, pode-se afirmar que, em relação à distribuição dos riscos na operação, são dois os modelos existentes: (i) o primeiro é denominado “*cash securitization*” (securitização em dinheiro); o segundo (ii) “*synthetic securitization*” (securitização sintética) (DEKU; KARA,

2017, p. 32). Já, em relação à propriedade dos ativos subjacentes, as estruturas da securitização podem ser divididas em: (i) *pass through structures*; (ii) *pay through structures* (DEKU; KARA, 2017, p.33-34).

No tocante à distribuição de risco, a primeira estrutura denomina-se “*cash securitization*”.

Como ela é caracterizada? No modelo do “*cash securitization*”, a propriedade do ativo, os riscos e eventuais remunerações são transferidas do ente originador para a EPE em troca de recursos (dinheiro). Após a transferência, o VPE passa a emitir valores mobiliários, tendo como base o “*pool*” de ativos transferidos. O fluxo de caixa dos ativos subjacentes é então utilizado para pagar periodicamente os investidores. O nome “*cash securitization*” nasce do fato do originador receber pagamento adiantado do VPE e só após o “*pool*” de ativos ser transferido. Muitas estruturas de securitização seguem este modelo. Contudo, nos últimos anos, ele vem perdendo espaço para o modelo de “securitização sintética” (DEKU; KARA, 2017, p. 32).

A segunda estrutura – relacionada à distribuição de riscos – é a securitização sintética. As securitizações sintéticas são projetadas para transferir riscos/recompensas de ativos para investidores, os quais, por sua vez, utilizam derivativos (como *swaps* de inadimplência de crédito) (DEKU; KARA, 2017, p.33). Como ocorre a operação?

De fato, não há venda na presente operação. O ativo subjacente permanece com o originador. E tal fato é facilmente justificável: a alienação do ativo pode representar uma perda para o emissor. A razão é simples: o valor do ativo no mercado é menor que o valor real. E mais: outra vantagem para o originador é que a relação com a clientela é mantida, tendo em vista que a clientela não é alienada para um terceiro. Logo, a integridade das relações é mantida. Neste caso, o originador aliena o risco do crédito. Sendo assim, compra proteção pagando um prêmio regular a um vendedor de proteção de crédito em troca de indenização dependente de um evento de inadimplência na garantia. A garantia da operação permanece no balanço patrimonial do originador (DEKU; KARA, 2017, p. 33).

O VPE, ao receber tais prêmios, emite valores mobiliários para investidores ao mesmo tempo que mantém um conjunto de *swaps* de inadimplência de crédito que fazem referência à garantia. Os valores emitidos pela VPE podem ser financiados ou não financiados. Os valores financiados possuem a garantia, os não financiados não. Logo, os valores mobiliários

financiados são considerados de uma qualidade melhor que os não financiados. Daí uma das características que distinguem os títulos em *tranches* (DEKU; KARA, 2017, p. 33).

Os investidores fazem pagamentos antecipados para títulos financiados, que são considerados ativos de alta qualidade. Em relação aos títulos não financiados, os investidores não efetuam pagamentos imediatos em dinheiro. Assim, os emissores enfrentam o risco de os investidores não realizarem pagamentos quando o *pool* de ativos se tornarem inadimplentes. Na prática, a maioria das transações são financiadas: a parcela sênior não é, enquanto as demais são (DEKU; KARA, 2017, p.33).

Tais operações propagaram-se porque possuem custo reduzido em relação à *cash securitization*. Não há tratamento contábil distinto, eis que os ativos permanecem na empresa.

Em relação à propriedade do ativo subjacente, a securitização pode ser realizada por meio de duas estruturas: (i) *pass through structures* (*passar por estruturas*) e (ii) *pay through* (DEKU, KARA, 2017, p. 33). Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto, por sua vez, indicam cinco: (i) “*pass through*”; (ii) “*Pay Through*”; (iii) *Collateralized Mortgage Obligations Bond (CMO)*; (iv) *Revolving Asset Securitization*; e (v) Titularização de créditos futuros (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 32-36).

Antes, contudo, de compreender a estrutura da securitização (a partir da propriedade dos ativos subjacentes) há a necessidade de compreender o que é um “financiamento estruturado”. Por “financiamentos estruturados” entende-se:

[...] os direitos de vários investidores e intervenientes na transação ou operação em causa são desiguais. Ou seja, quando há uma diferente distribuição de risco e lucros, consoante as próprias expectativas e desejos dos subscritores. No fundo, o que o financiamento estruturado permite é a emissão de diferentes títulos mobiliários de acordo com as necessidades e a procura dos investidores (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 19).

O financiamento estruturado permite a criação de níveis de ação. Risco mais elevado ou menos elevado. Em suma: “a titularização não é uma simples transformação de activos em títulos, mas uma titularização estruturada, pensada, desenhada de acordo com o perfil dos vários potenciais investidores. Fatiando-se os activos de acordo com o grau de risco, vencimento e rendibilidade, etc” (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 20).

Partindo do conceito do “financiamento estruturado”, tenta-se compreender a estrutura do “*pass through structures*” (passar por estruturas) ou *Amortising Structures*.

Neste modelo, o VPE (em grande maioria um “*trust*” - figura não existente no Brasil)

emite uma única classe de valores mobiliários em relação a um “*pool*” de ativos obtido de um único originador. Os valores mobiliários representam certificados de propriedade, mas de uma propriedade coletiva, a qual baseia-se no conjunto de ativos e fluxos de caixa (CAMPOS, PINTO, 2007, p.32-36), assim como Silva (SILVA, 2013,e-book) enfatizam a transferência de propriedade). Tanto o fluxo de caixa como os juros gerados pelo ativo são proporcionalmente repassados para os investidores (deduzidos as despesas e encargos), eis que o VPE (*trustee*), na qualidade de fiduciário, é apenas um depositário, haja vista que há a transferência da propriedade dos ativos subjacentes do originador para o investidor (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 32-36). A passagem dos ativos ocorre sem nenhuma modificação. Os valores mobiliários emitidos pelo VPE (*trustee*) devem representar exatamente os ativos alienados. Sendo assim, se houver antecipação, esta deve ser repassada para os investidores. Esta estrutura, portanto, não pode ser utilizada quando há fluxo irregular de caixa (DEKU; KARA, 2017, p.34). Em outros termos: o VPE transfere os reembolsos para os investidores, proprietários dos créditos, nos exatos períodos e sujeito as oscilações que estão sujeitos os créditos (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 32-36). A respeito da referida estrutura João Calvão da Silva ensina:

Corresponde isto a dizer que o originador transfere créditos para um SPV *Trust*, que, na qualidade de fiduciário (*trustee*), faz de depositário-gestor desses activos e emite títulos representativos do *trust fund*: antes da subscrição dos títulos pelos investidores, a propriedade legal (*legal ownership*) dos créditos é do *trust*; pela sua subscrição, os investidores adquirem a plena propriedade (da carteira) de créditos transformados ou incorporados em títulos (*pass-through securities*), que assim saem do balanço do cessionário. Deste modo, a propriedade dos créditos passa (transfere-se) pro quota através dos títulos representativos para os seus subscritores, que recebem os juros e o capital dos créditos directamente do cedente, agindo o *Trust* na veste de simples canal de transmissão entre o cedente e os investidores (SILVA, 2013, e-book).

A segunda estrutura a ser analisada é de “*pay through structures*” (pagar pelas estruturas). Diferente do “*pass through structures*”, na estrutura do “*pay through*” os créditos cedidos permanecem na titularidade do cessionário/originador. Inclusive, nesta modalidade, não há baixa do balanço. Sendo assim, os subscritores, neste caso, recebem apenas direitos de créditos. A respeito desta modalidade, destacam-se as seguintes palavras:

Pelo método *pay-through*, os créditos cedidos permanecem na titularidade do cessionário/emite de títulos – e no correspondente balanço -, recebendo os subscritores destes tão somente direitos de crédito.

Estes títulos (*pay-through securities*) são dívidas do emitente garantidas pelos

créditos subjacentes e securitizados, cujos fluxos financeiros se destinam ao reembolso e remuneração do capital investido pelos subscritores das obrigações (pay-through bonds) (SILVA, 2003, e-book).

A terceira modalidade corresponde ao *Collateralized Mortgage Obligations Bond (CMO)*. Trata-se de uma subespécie do “*pay through structures*”. Ocorre que, nesta modalidade, não há uma única modalidade de valor mobiliário emitido pelo VPE. Há várias, as quais deverão atender diferentes perfis de investidores. Tais estruturas foram criadas para projetar e lidar com eventuais restrições em relação ao fluxo de caixa. Logo, tais estruturas são organizadas a partir de estruturas colaterais, as quais recebem distintas garantias (DEKU; KARA, 2017, p.33). A propriedade dos valores mobiliários, neste caso, fica nas mãos do VPE ou mesmo do originador (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 32-36). A respeito desta modalidade:

A estrutura collateralized mortgage obligation integra a família “pay-through securities”, tendo sido criada justamente como paliativo do inconveniente apresentado por estes títulos – os reembolsos antecipados dos créditos securitizados a repercutirem-se nos subscritores – e para atrair investidores mais interessados em produtos de vida média e longa, como companhias de seguros e fundos de pensões. Trata-se, na CMO, de obrigações amortizáveis periodicamente, oferecendo modalidades várias de vencimentos e mais proteção contra o risco de reembolso antecipado. O mais corrente é o modelo pay-through a quatro tranches: a tranche A, de duração média entre dois e cinco anos; a tranche B, com duração média de quatro a sete anos; a tranche C, com vida média entre sete e dez anos; a tranche 0 (zero), com vida superior a doze anos. Todas as tranches vencem juros, mas a amortização do capital pode ser diferida, por forma a que o reembolso das seguintes se inicie findo o da primeira (SILVA, 2013, e-book)

A quarta modalidade é o “*Revolving Asset Securitization*”. As estruturas renováveis (*revolving asset securitization*) são adequadas para securitização das dívidas com prazo de pagamento relativamente rápidos, como, por exemplo, recebíveis de cartão de crédito, contas a receber ou mesmo financiamento de veículos.

Neste modelo, os juros e o principal destes contratos de dívida são geralmente pagos dentro de um período relativamente curto de tempo. Esta estrutura cria um problema de incompatibilidade, eis que os investidores do ABS preferem segurar seus investimentos por mais de um ano. Tal formato resulta em um cronograma de amortização relativamente previsível, apesar de a garantia não ser amortizável (DEKU; KARA, 2017, p. 13). Os reembolsos de juros são canalizados para os investidores como pagamento de cupons, enquanto os reembolsos de principal são então usados para acoplar ativos adicionais que atendam a critérios específicos, de tal forma que a garantia seja um conjunto rotativo de ativos (DEKU; KARA, 2017, p.13). Ao longo do período rotativo (reposição de ativos) apenas juros



são pagos para os detentores de notas. Os juros são pagos ao longo da duração da ABS (DEKU; KARA, 2017, p.13).

A respeito da referida modalidade, Diogo Leite Campos e Cláudia Saavedra Pinto esclarecem que:

É uma estrutura e que os créditos se vencem em períodos de tempo bastante curtos (ex. cartões de crédito), sendo os montantes pagos e utilizados na reconstituição ou reposição das existências através da aquisição de novos créditos. Este processo repete-se de forma giratória, ciclicamente até o termo do título. Esta estrutura é muito importante, na medida em que permite, através de um sistema rotativo, converter activos de curta duração em títulos de médio e longo prazo. Apesar disto, importa notar que muitas das operações preveem, como garantia, a possibilidade de o investidor se fazer pagar antes do termo previsto. Esta garantia de “aceleração” do reembolso existe como contraposição ao risco de desempenho, efectivo ou não, do cedente. Na realidade, tratando-se de créditos que em todos os períodos se esgotam e em todos os períodos se formam de novo, estão intimamente dependentes do cumprimento do cedente, originando ou não créditos suficientes para repor os primeiros e, inclusive, da continuação daquele no exercício da actividade que gera activos (CAMPOS, PINTO, 2007, p. 33)

Por fim, a última estrutura é securitização de créditos futuros. Nesta modalidade, como os créditos ainda não existem, não há razão para sustentar a sua retirada do balanço, substituindo por sua cessão onerosa. Isto porque fala-se apenas no campo das expectativas, as quais são baseadas na experiência comum ou em condutas anteriores. Não há no presente qualquer devedor contra o qual possa se emitir o crédito ou cobrá-lo (CAMPOS; PINTO, 2007, p. 34).

Ao longo dos próximos capítulos, os temas até aqui abordados, serão analisados sob a ótica pública. Apenas, desta forma, será possível verificar a viabilidade jurídica da operação de securitização.

### 3 A SECURITIZAÇÃO NO ÂMBITO DO DIREITO PÚBLICO BRASILEIRO

#### 3.1 Possibilidade de criação de um VPE, na modalidade Sociedade Anônima, com fim específico, pelo Estado com o objetivo de Securitização (Sociedade de Economia Mista)

A securitização – como fenômeno único – possui a natureza jurídica de negócio fiduciário, como já tratado ao longo do capítulo 02. O negócio fiduciário, por sua vez, corresponde a uma operação de crédito (item 3.4 da presente tese). Sendo assim, questiona-se se o atual ordenamento jurídico brasileiro permite ou não ao Estado criar uma pessoa jurídica cujo único objetivo é a realização de uma operação de crédito (como tratado no item 2.1, as VPEs são entidades sem substância econômica, eis que não agregam qualquer valor ao ativo alienado, caracterizando-se apenas como um mero conversor ou uma ponte entre o agente deficitário e o superavitário).

As respostas das perguntas devem partir do texto constitucional, passando pela legislação complementar federal (normas gerais) e as leis específicas de cada ente da Federação.

O primeiro aspecto a ser questionado é se o Estado pode ou não contrair dívidas. Tal tema será tratado ao longo do item a respeito de operação de crédito (item 3.4 da presente tese). Mas, adianta-se como positiva a resposta. Isto porque não há dúvidas de que “o texto constitucional permite o endividamento do ente público, ainda que de forma controlada” (ANDRADE, 2011, p. 1176). Portanto não há problemas em um Estado-membro optar por uma operação de securitização, ainda, que, em um primeiro momento, demonstre-se complexa. Ponto essencial é verificar se os requisitos exigidos para se contrair uma operação de crédito foram ou não observados (a Constituição Federal indica requisitos, por meio, por exemplo, dos artigos 52, incisos VI-VIII, os quais impõem limites ou mesmo pelo artigo 167, inciso III, quando trata da destinação dos recursos. Tais limitações também são encontradas no âmbito infraconstitucional, por exemplo, quando a Instrução Normativa de nº 356 da CVM, em seu artigo 8º, parágrafos 6º, III e 8º<sup>361</sup>, é clara ao exigir o aval do Ministério da

<sup>361</sup> “Art. 8º O funcionamento dos fundos regulados por esta Instrução depende do prévio registro na CVM. (...) §6º O registro automático referido no §1º deste artigo não se aplica aos fundos: (...) III – que realizem aplicações em direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público. (...) §8º Nos fundos a que se refere o inciso III do §6º deste artigo, além dos documentos e informações previstos no §1º

Fazenda).

O segundo ponto diz respeito à possibilidade ou não de criação do VPE.

Por meio da securitização, o ente da Federação (originador/cedente) cederá, de forma onerosa, mediante deságio, parcela de seus ativos financeiros (fluxo de direitos creditórios) para um VPE. Este VPE emitirá valores mobiliários, obtendo recursos de forma a pagar a Administração Direta pela cessão de fluxos.

Inicialmente, destaca-se que referida estrutura (criação da VPE) não fere a regra que proíbe a emissão de títulos das dívidas pelos entes federados. Tal conduta decorreu de uma série de fatores que estão atrelados às políticas econômicas<sup>362</sup>, à corrupção e ausência de controle – tanto é que houve a instauração de Comissão Parlamentar de Inquérito que tratou somente do tema<sup>363</sup>.

Na securitização, a situação é distinta. Isto porque não é o ente Federado, mediante Administração Direta, que emitirá títulos da dívida no mercado de capitais (o que pode ser entendido, como já demonstrado, como uma securitização “ampla”, mas que não é o objeto da presente tese). O VPE trata-se, em verdade, de uma pessoa jurídica com objeto próprio. O que haverá, no Brasil, é a formação de uma estrutura similar ao “*shadow baking system*”. Isto é: haverá a criação de um grupo de entidades, pertencentes a Administração Indireta (artigo 4º, inciso II do Decreto Lei nº 200/67), que serão responsáveis por captar recursos fora do sistema financeiro tradicional. Tais entidades, previstas em um plano de ação, deverão buscar

---

deste artigo, deverá ser apresentada manifestação acerca da existência de compromisso financeiro que se caracterize como operação de crédito, para efeito do disposto na Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, devendo, em caso positivo, ser anexada competente autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32 da referida Lei Complementar”.

<sup>362</sup> Cesar Augusto Seijas de Andrade, em sua dissertação de mestrado, trata do Controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação. Ao longo do texto, referido autor discorre a respeito dos diferentes momentos da renegociação da dívida dos estados. O primeiro corresponde a Lei de nº 7.976/1989; o segundo refere-se à Lei nº 8.488/1993 e, por fim, a última renegociação que culminou com a proibição foi realizada por meio da Lei de nº 9.496/1997 (ANDRADE, 2012, p. 159-175).

<sup>363</sup> Márcio Ferro Catapani esclarece que: “Verifica-se, destarte, que até o fim de 1999, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios somente poderiam emitir títulos da dívida pública em duas hipóteses definidas. A finalidade dessas emissões eram unicamente o refinanciamento de débitos já existentes, evitando-se com isso um aumento no nível de endividamento. A desconfiança quanto aos títulos públicos estaduais e municipais aumentou significativamente em virtude de um conjunto de fraudes relacionadas àqueles papéis utilizados para o pagamento de precatórios. Descobriu-se que certas Unidades da Federação superavaliavam a sua dívida a ser paga com recursos obtidos por meio da colocação de títulos da dívida e, em acréscimo, faziam o respectivo lançamento em condições desvantajosas para o erário, ocasionando ganhos escusos consideráveis por algumas instituições financeiras e outras sociedades envolvidas na fraude. Foi instalada uma Comissão Parlamentar de Inquérito para apurar os fatos, sendo ajuizadas diversas ações penais em decorrência daquilo que foi apurado. Apesar de os fatos relacionados às fraudes mencionadas terem ocorrido em 1995 e 1996, os danos à imagem de tais papéis ainda não se dissiparam por completo” (CATAPANI, 2014, p. 365).

recursos, em condições e taxas mais vantajosas (mais baixo que o mercado).

Aqui reside um ponto jurídico fundamental: pode o Estado-Membro criar um VPE com o objetivo de securitizar?

Eros Roberto Grau esclarece que a atuação econômica<sup>364</sup> do Estado, no âmbito da atividade econômica em sentido estrito<sup>365</sup>, bem como seu regime jurídico são reguladas pelo artigo 173 da Constituição Federal (GRAU, 2002, p. 141). Eros Roberto Grau ainda destaca que:

“Trata-se, aqui, de atuação do Estado – isto é, da União, do Estado-membro e do Município – como agente econômico, em área de titularidade privada do setor privado. Insista-se em que a atividade econômica em sentido amplo é território dividido em dois campos: o do serviço público e o da atividade econômica em sentido estrito. As hipóteses indicadas no art. 173 do texto constitucional são aquelas nas quais é permitida a atuação da União, dos Estados-membros e dos Municípios neste segundo campo”. (GRAU, 2002, P. 141)

O espaço do “domínio econômico”, ou melhor, a definição dos contornos da atividade econômica em sentido estrito é uma decisão política. Para Eros Roberto Grau, o capital pretende explorar todas as matérias que possam contribuir para a majoração do seu lucro<sup>366</sup> (o que não ocorre quando o Estado é chamado a exercer a atividade, quando ocorre a chamada intervenção). Logo, a tarefa em definir em quais espaços o Estado pode ou não atuar é uma vontade, em especial, do Poder Legislativo. Para referido autor:

“É a partir deste confronto – do estado em que tal confronto se encontrar, em determinado momento histórico – que se ampliarão ou reduzirão, correspectivamente, os âmbitos das *atividades econômicas em sentido estrito* e dos *serviços públicos*. Evidentemente, a ampliação ou retração de um ou de outro desses campos será função do poder de reivindicação, instrumentado por poder político, de um e outro, capital e trabalho. A definição, pois, desta ou daquela parcela da atividade econômica em sentido amplo como serviço público é (...) decorrência da

<sup>364</sup> Eros Roberto Grau realiza uma distinção entre atuação e intervenção. Atuação estatal tem significado amplo, eis que representa toda ação estatal, seja em área de titularidade própria ou de titularidade privada. Já por intervenção deve-se compreender a ação do estado em área de titularidade privada, ou seja, do setor privado. Logo, concluiu o autor que: “teremos que *intervenção conota atuação estatal* no campo da *atividade econômica em sentido estrito; atuação estatal*, ação do Estado no campo da *atividade econômica em sentido amplo*. (GRAU, 2002, p.131).

<sup>365</sup> Referido autor considera inquestionável a importância de distinguir o conceito de “atividade econômica” de “serviço público”. Para Eros Roberto Grau, “atividade econômica” representa o “gênero” enquanto “serviços públicos” e “atividade econômica em sentido estrito” são espécies. A atividade econômica enquanto gênero, ou seja, em sentido amplo, é regulada pelos artigos 170 e 174 da CF (GRAU, 2002, p. 141- 146).

<sup>366</sup> Marçal Justen Filho esclarece que: [...] postulado fundamental de que as atividades econômicas são reservadas, como regra, à iniciativa privada e se desenvolvem segundo os princípios da livre iniciativa e da livre concorrência. Isso porque é incompatível a atuação estatal nas atividades de natureza econômica em posição jurídica de superioridade ou mediante o exercício de poderes jurídicos não assegurados aos sujeitos privados (JUSTEN FILHO, 2016, p. 42): .

captação, no universo da realidade social, de elementos que informem adequadamente o estado, em um certo momento histórico, do confronto entre interesses do capital e do trabalho” (GRAU, 2002, p. 147).

A importância do espaço político é reforçada pela Constituição Federal. Isto porque é importante esclarecer que a Constituição Federal, mesmo ao estabelecer parâmetros para a definição do que é o domínio econômico, ainda delega ao legislador a tarefa de “preencher” tais regras. Em outras palavras: o artigo 173 deixa claro que o Estado poderá atuar, no âmbito da atividade econômica, quando for necessária “aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo”, como, ainda, nos casos “nos quais tal tenha sido definido pela própria Constituição” (GRAU, 2002, p. 157). Contudo, o mesmo artigo informa que os conceitos de soberania nacional e interesse coletivo serão fixados por lei<sup>367</sup>.

O caso de atividade econômica em sentido estrito previsto pela Constituição Federal refere-se ao artigo 177<sup>368</sup> do referido texto, não aplicável ao caso concreto, eis que está atrelado mais ao conceito de segurança nacional.

Conceito fundamental, portanto, ao caso concreto, é o de “interesse coletivo”. Mas que fique claro: o interesse coletivo deverá ser definido por lei, ou seja, trata-se, portanto, de um interesse definido politicamente, dependendo do momento histórico. Uma distinção é fundamental: trata-se das diferenças entre interesse coletivo e interesse social, o qual, diga-se de passagem, está conectado à noção de serviço público<sup>369</sup>. Em que pese ser uma faceta do interesse público (em conjunto com o interesse coletivo), o interesse social, contudo, estaria relacionado à ideia de coesão social (GRAU, 2002, p. 159).

A lei de nº 13.303/2006, responsável por definir o Estatuto Jurídico das Empresas

<sup>367</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **RE 407099**. Segunda Turma. Relator: Carlos Velloso. Sessão de 22 jun. 2004. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=261763>. Acesso em: 15 maio. 2019.

<sup>368</sup> “Art. 177. Constituem monopólio da União: I - a pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos; (Vide Emenda Constitucional nº 9, de 1995) II - a refinação do petróleo nacional ou estrangeiro; III - a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades previstas nos incisos anteriores; IV - o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no País, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem; V - a pesquisa, a lavra, o enriquecimento, o reprocessamento, a industrialização e o comércio de minérios e minerais nucleares e seus derivados, com exceção dos radioisótopos cuja produção, comercialização e utilização poderão ser autorizadas sob regime de permissão, conforme as alíneas b e c do inciso XXIII do caput do art. 21 desta Constituição Federal”.

<sup>369</sup> Segundo Eros Roberto Grau: “Serviço público, assim, na noção que dele podemos enunciar, é a atividade explícita ou supostamente definida pela Constituição como indispensável, em determinado momento histórico, à realização e ao desenvolvimento da coesão e da interdependência social (Duguit) – ou, em outros termos, atividade explícita ou supostamente definida pela Constituição como serviço existencial relativamente à sociedade em um determinado momento histórico (Cirne Lima)”. (GRAU, 2002, p. 166).

Estatais, aproximou o conceito de “interesse coletivo” ao da “função social”, servindo de guia aos legisladores. Torna-se, importante, neste ponto destacar o conteúdo do artigo 27 da referida lei. Observe:

Art. 27. A empresa pública e a sociedade de economia mista terão a função social de realização do interesse coletivo ou de atendimento a imperativo da segurança nacional expressa no instrumento de autorização legal para a sua criação.

§ 1º A realização do interesse coletivo de que trata este artigo deverá ser orientada para o alcance do bem-estar econômico e para a alocação socialmente eficiente dos recursos geridos pela empresa pública e pela sociedade de economia mista, bem como para o seguinte:

I - ampliação economicamente sustentada do acesso de consumidores aos produtos e serviços da empresa pública ou da sociedade de economia mista;

II - desenvolvimento ou emprego de tecnologia brasileira para produção e oferta de produtos e serviços da empresa pública ou da sociedade de economia mista, sempre de maneira economicamente justificada.

A realização do interesse coletivo, portanto, deverá atender (i) bem-estar econômico e (ii) alocação socialmente eficiente dos recursos; (iii) ampliação economicamente sustentada do acesso de consumidores e, por fim, (iv) desenvolvimento ou emprego de tecnologia brasileira para produção e oferta de produtos e serviços. A respeito da matéria, destaca-se o entendimento de Mayara Gasparoto Tonin:

“(…) A lei das Estatais passou a prever expressamente que a função social das empresas estatais está condicionada ao atendimento da finalidade específica que justificou a criação dessas empresas. Em outras palavras, a função social da empresa estatal traduz-se no cumprimento de seu objeto social, que, por sua vez, retrata justamente o imperativo de segurança nacional ou o relevante interesse coletivo que levou o Estado a sua criação. Assim, cada empresa estatal tem como finalidade um objetivo pontual e, conseqüentemente, uma função social determinada, cujo exercício possui agora delimitações e orientações na forma do artigo 27 da Lei 13.303/2016” (TONIN, 2016, p. 282-281).

É possível afirmar, portanto, que o interesse coletivo a ser materializado por uma empresa estatal estaria relacionado tanto a alocação socialmente eficiente dos recursos<sup>370</sup>,

<sup>370</sup> Ao tratar de alocação socialmente eficiente de recursos não há como não mencionar a obra de Richard Musgrave “Teoria das Finanças Públicas – Um Estudo de Economia Governamental”. Ao analisar os objetivos da política orçamentária, o autor salienta que: “Para as nossas finalidades atuais, elas estão agrupadas sob três títulos: o uso de instrumentos fiscais para (1) assegurar ajustamentos na alocação de recursos; (2) conseguir ajustamentos na distribuição de renda e da riqueza e (3) garantir estabilização econômica” (MUSGRAVE, 1973, p.25). De forma específica, a respeito da alocação de recursos, Richard Musgrave ensina que: “O mecanismo de preço do mercado assegura uma alocação ótima de recursos, desde que sejam satisfeitas certas condições. Estas são razoavelmente satisfeitas em vastas áreas da atividade econômica, de modo que o grosso da função de alocação pode ser deixado às forças do mercado. (...) Entretanto, há ocasiões em que as forças do mercado não conseguem assegurar resultados ótimos. Apresenta-se-nos, então, o problema de como a política do governo pode intervir, a fim de que haja uma alocação de recursos mais eficiente. Em certos casos, o ajustamento necessário é melhor efetuado por meio da política orçamentária, enquanto em outros é mais conveniente a adoção de técnicas mais adequadas” (MUSGRAVE, 1973, p. 27).

como ao bem-estar econômico. Este interesse coletivo deve estar claro na lei que institucionalizar a empresa estatal.

O segundo ponto a ser tratado a respeito da atividade econômica em sentido estrito refere-se à modalidade que será adotada. Para a Constituição Federal, o exercício da atividade econômica em sentido estrito pode ser desenvolvida por meio de três modalidades distintas: (i) intervenção por absorção ou participação; (ii) intervenção por direção e, por fim, (iii) intervenção por indução. Na primeira modalidade, o Estado atua como agente econômico. A sua atuação pode ser por absorção (o Estado assume o setor sob regime de monopólio) ou por participação (o Estado assume parcela de determinado setor, sob regime de competição com empresas privadas). Já a segunda modalidade – direção – caracteriza-se pela criação de mecanismos e normas de comportamento compulsórios. Por fim, há a indução, no qual o Estado manipula os instrumentos de conformidade do mercado (GRAU, 2002, p. 174-175). No caso concreto, ou seja, diante da securitização, a intervenção será por participação (exercício da concorrência no mercado de crédito).

Uma última observação deve ser realizada ao tratar da criação do VPE: trata-se do planejamento. O exercício da atividade econômica em sentido estrito exige o planejamento. Isto porque o caput do artigo 173 é claro ao mencionar que o exercício da atividade econômica só será possível “quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo”. Destaca-se a expressão: “quando necessária”. Sobre o planejamento e a atividade econômica em sentido estrito, Eros Roberto Grau ensina que:

“O planejamento apenas qualifica a intervenção do Estado sobre e no domínio econômico, na medida em que esta, quando conseqüente ao prévio exercício dele, resulta mais racional. Como observei em outro texto, forma de ação racional caracterizada pela previsão de comportamentos econômicos e sociais futuros, pela formulação explícita de objetivos e pela definição de meios de ação coordenadamente dispostos, o planejamento, quando aplicado à intervenção, passa à qualificá-la como encetada sob padrões de racionalidade sistematizada. Decisões que vinham sendo tomadas e atos que vinham sendo praticados, anteriormente, de forma aleatória, ad hoc, passa a ser produzidos, quando objeto de planejamento, sob um novo padrão de racionalidade.

O planejamento, assim, não configura modalidade de intervenção (...) mas, simplesmente, um método a qualificá-la, por torná-la sistematizadamente racional” (GRAU, 2002, p. 178).

Em que pese as críticas de Eros Roberto Grau, realizadas em 1978, a respeito da



obrigatoriedade do atendimento das regras de planejamento<sup>371</sup>, elaboradas na obra “Planejamento Econômico e Regra Jurídica”, referido autor, desde aquela época, é claro ao recepcionar o planejamento como um princípio a ser aplicado para a Administração Pública. Neste sentido, destaca-se o trecho da obra:

“O *planejamento*, método, e o *plano*, documento expressivo do resultado do desenvolvimento daquele, estão ligados também a matérias não especificamente econômicas; basta lembrar, a respeito, que o planejamento pode ser aplicado à ação administrativa e – tal com o ocorre no caso brasileiro, por força do que dispõem o artigo 6º, inciso I e o artigo 7º do Decreto Lei n º200, de 25.2.1967 – ser erigido à condição de princípio desta ação” (GRAU, 1978, p. 221).

E aqui destaca-se o artigo 6º, inciso I do Decreto Lei de nº 200/67:

Art. 6º As atividades da Administração Federal obedecerão aos seguintes princípios fundamentais:  
I - Planejamento.

A Constituição Federal de 1988 recepcionou referido princípio quando, em seu artigo 174, afirma que o planejamento é “determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”. A Lei de Responsabilidade Fiscal, por sua vez, institucionalizou o planejamento (capítulo 2) a partir de regras específicas a respeito da (i) Lei de Diretrizes Orçamentárias (artigo 4º), da (ii) Lei Orçamentária Anual (artigos 5º-7º) e da (iii) Execução Orçamentária e cumprimento de metas (artigo 8º-10º). Vale salientar que a Lei do Plano Plurianual é indicada ao longo da LRF, contudo, diante do fato do artigo 3º ter sido vetado, não há dispositivo novo. Ou seja: a atividade econômica em sentido estrito deverá estar contido no planejamento do Estado o qual, a partir da Constituição Federal de 1988, passou a ser materializado por meio das Leis Orçamentárias reguladas ao longo do seu artigo 165.

Por fim, destaca-se que o Supremo Tribunal Federal, em recente decisão proferida na ADIN 3786/DF<sup>372</sup>, sustentou que o planejamento é fundamental para qualquer ato

<sup>371</sup> Antes de analisar a obra é importante destacar: o texto original é de 1978, ou seja, antes da Constituição Federal de 1988 e muito antes da Lei de Responsabilidade Fiscal. Para Eros Roberto Grau, o plano possui as seguintes características: (i) trata-se de um ato político, materializado em por meio de relatório anexo a uma lei; (ii) não representa uma obrigação jurídica mas meramente moral, eis que não há sanção em relação à inexecução. As diretrizes do plano não são dotadas de força jurídica (GRAU, 1978, p. 224). Tais características, após o advento das Leis de nºs 8.492/1992 (Lei de Improbidade Administrativa), 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), 10.028/2000 (complementa a Lei 1079/1950 no tocante aos crimes de responsabilidade) e 131/2009 (determina a transparência em relação a questões fiscais), perdem o sentido, uma vez que, além da obrigatoriedade a respeito do planejamento das receitas e despesas do Estado e introdução de mecanismos de controle, há, também, a previsão de sanções em relação a figura do administrador, mas, também, de cunho institucional, ou seja, para o referido ente da Federação.

<sup>372</sup>BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **ADI 3786**. Plenário. Relator: Alexandre de Moraes. Sessão de 03 out.

orçamentário/financeiro do Estado. No julgamento em questão, o STF considerou inconstitucional o endosso mandato para a cobrança da dívida pública, uma vez que ofendia “diretamente a previsibilidade orçamentário-financeira, fundamental propriedade de uma gestão fiscal estruturada e dessa forma responsável”.

Enfim, conclui-se que é possível sustentar a criação de um VPE pelo Estado. Isto porque, de acordo com o artigo 173 da Constituição Federal, o Estado pode intervir no domínio econômico, ou seja, exercer a denominada atividade econômica em sentido estrito, no caso, de existência de interesse coletivo ou mesmo na defesa da soberania nacional. Referida participação, contudo, só poderá ocorrer quando, de fato, necessária, isto é, não realizada de forma pontual, mas sim inserida em um contexto de planejamento o qual, diga-se de passagem, é realizado a partir do artigo 165 da CF.

Daí questiona-se: é possível criar um VPE relacionado à securitização?

Da mesma forma, a resposta é positiva. Quais seriam os argumentos? Como tratado anteriormente, a securitização é um instrumento jurídico responsável pelo “*managed money*”, ou seja, pela administração de dinheiro, de recursos financeiros. Também corresponde a importante instrumento para obtenção de crédito, mercado, diga-se de passagem, pertencente à iniciativa privada. Vale lembrar, como descrito no item 1.3 do capítulo 01, que a típica forma de atuação da iniciativa privada no referido mercado ocorre mediante a figura de intermediadores financeiros denominados bancos. Logo, portanto, o interesse coletivo que justificaria a criação do VPE estaria fixado nos pilares do (i) bem-estar econômico e da (ii) alocação socialmente eficiente dos recursos, ambos elementos da função social da empresa pública, descritas no artigo 27 da Lei de nº 13.303/2016. O bem-estar econômico e a definição dos critérios de alocação socialmente eficiente de recursos, inclusive, representam uma barreira de forma a vetar ao VPE o uso da securitização apenas como mecanismo especulativo.

A respeito da alocação socialmente eficiente de recursos, uma justificativa a ser apresentada, por exemplo, seria a de Ilene Patrícia de Noronha Najjarian. Referida autora esclarece que:

Através da operação de securitização as poupanças individuais, ainda que de

investidores qualificados, fluem diretamente para as empresas, transformando-as em capital produtivo, contribuindo positivamente para o crescimento e prosperidade a economia e da nação.

A posição central que o mercado de valores mobiliários ocupa no sistema econômico faz com que as operações e alterações nele realizadas acarretem reflexos sobre todo o aparelho produtivo atingindo aquelas que dele não participam diretamente (NAJJARIAN, 2010, p. 163-164).

E o que significa tal ponto para os Estados? A captação direta dos recursos no mercado de capitais pode representar um custo reduzido aos entes da Federação em relação à administração dos seus recursos. E mais: pode representar uma transformação do capital financeiro em capital produtivo por meio de ações em busca do desenvolvimento econômico. Daí a razão pela qual insiste-se na importância da técnica do planejamento, ou melhor, a criação do VPE como um dos mecanismos de um amplo plano de desenvolvimento econômico e social.

Por outro lado, ao exigir-se, inclusive, o ingresso de previsão do instrumento de securitização no planejamento financeiro do Estado, em especial, na Lei de Diretrizes Orçamentárias e na Lei Orçamentária, o Estado incluirá a operação de securitização como uma das operações de créditos que podem ser realizadas (o que será tratado no item a seguir). E mais: estará apto a compreender as consequências jurídicas do seu uso, em especial, ao seu controle.

É certo, ainda, que o VPE, voltado à securitização, deverá obter a autorização legislativa específica (artigo 37, inciso XIX da CF<sup>373</sup> e artigo 2º, parágrafo primeiro da Lei 13.303/2016), o qual será materializada via lei ordinária, na qual deverá estar descrita, além do seu objeto de atuação (securitização), a indicação do interesse coletivo a ser buscado. Além disso, mais uma vez, insiste-se que o ente da Federação que optar pela securitização deverá incluí-la em seu planejamento, ou seja, deverá indicar todos os possíveis impactos positivos e negativos da atuação do VPE, direcionado à securitização, tanto no que diz respeito às receitas como as despesas públicas (leia-se aqui controle do endividamento público). Em miúdos: se não houver compatibilização da atuação do VPE com o planejamento financeiro, a operação será ilícita.

---

<sup>373</sup>“Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: (...) XIX - somente por lei específica poderá ser criada autarquia e autorizada a instituição de empresa pública, de sociedade de economia mista e de fundação, cabendo à lei complementar, neste último caso, definir as áreas de sua atuação; XX - depende de autorização legislativa, em cada caso, a criação de subsidiárias das entidades mencionadas no inciso anterior, assim como a participação de qualquer delas em empresa privada (...)”

Por fim, um último aspecto deverá ser analisado: a forma societária. No tocante à forma societária, Marçal Justen Filho esclarece que: “a exploração pelo Estado de atividade econômica não é compatível com as formas societárias não empresariais. Daí não se segue, no entanto, que o Estado possa optar por qualquer das formas societárias empresariais. Somente poderá valer-se da figura da empresa pública e da sociedade de economia mista”. (JUSTEN 2016, p. 44).

No caso, ou seja, na securitização, a opção correta seria a sociedade de economia mista, ou seja, de uma sociedade anônima, com objeto específico, voltada para a securitização. Além do financiamento por terceiro (reduzindo ainda mais o custo para o Estado, eis que particulares poderão participar) é a entidade capaz de emitir valores mobiliários, o que é vetado para as empresas públicas (eis que de capital fechado) – artigo 11 da Lei de nº 13.303/2016<sup>374</sup>.

Questiona-se se poderia ser criada uma Entidade de Propósito Específico, regulada pela Instrução de nº 408/2004. Ora, a criação de uma EPE estaria vinculada aos interesse da Administração Indireta – uma sociedade de economia mista – em criar uma companhia única e exclusivamente para a securitização. Neste momento, passaria, portanto, a discutir se seria viável ou não a criação de uma subsidiária para o exercício da securitização por uma entidade da Administração Indireta. É certo que é possível a criação. Contudo, os requisitos exigidos seriam os mesmos. Neste sentido, Marçal Justen Filho:

“A autorização para a criação de uma subsidiária deverá ser compatível e adequada com a hipótese de relevante interesse coletivo ou de imperativo de segurança nacional que justificam a existência da empresa pública ou sociedade de economia mista controladora. Não se pode admitir uma interpretação que acarrete a desvinculação entre as duas questões. Ou seja, a subsidiária é um instrumento para o Estado desempenhar a atuação a que se orienta a controladora” (Justen, 2015, p. 52).

Diferente deve ser o entendimento quanto à constituição de Fundos. Como narrado no capítulo 02, foram criados, no Brasil, tanto o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), como o FICFIDC (Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios). Não há definição pacífica a respeito da natureza jurídica, uma vez que a doutrina é dividida entre correntes que defendem a (i) natureza de condomínio ou, ainda, de

---

<sup>374</sup> Dispõe o artigo 11 da Lei das Estatais: “A empresa pública não poderá: I - lançar debêntures ou outros títulos ou valores mobiliários, conversíveis em ações; II - emitir partes beneficiária”.

(ii) propriedade coletiva ou, mesmo, por fim, (iii) de sociedade. Como acima mencionado, o legislador pátrio determinou que o Estado não possa optar por qualquer das formas societárias empresariais que não sejam a empresa pública ou a sociedade de economia mista.

E mais: o conceito de fundo, no âmbito do direito financeiro, possui peculiaridades. Os artigos 71 a 74 da Lei de nº 4.320/64 regulam referido instrumento. Segundo texto legal, o Fundo deve ser caracterizado como: “o produto de receitas especificadas que por lei se vinculam à realização de determinados objetivos ou serviços, facultando a adoção de normas peculiares de aplicação”.

Segundo Clécio Santos Nunes, os Fundos Públicos possuem três características próprias, que os diferenciam dos Privados<sup>375</sup>. A primeira é a previsão de receitas específicas que o compõe, ou seja, o conceito de Fundo confunde-se com conjunto de receitas públicas originadas de uma determinada fonte. A segunda característica refere-se à vinculação das receitas a gastos determinados. Ou seja: a criação de um fundo está vinculado a um interesse público, o qual pode estar relacionado ao desenvolvimento social ou econômico. Por fim, trata-se da vinculação a órgão da Administração Pública Direta, eis que a existência do Fundo está intimamente ligada a “implementação de políticas de órgãos da Administração Pública Indireta” (NUNES, 2008, P. 212).

Ora, ao entender que o “*managed money*”, ou seja, a administração do dinheiro público pode estar vinculado a um interesse coletivo relacionado à alocação de recursos na sociedade, o VPE não poderia assumir a natureza de um fundo, vinculado a Administração Pública Direta?

Ora, como mencionado, a securitização está relacionada ao crédito, o que compõe esfera de atuação econômica do setor privado. É proibido, como já mencionado, o exercício de atividade econômica em sentido estrito pelo Estado pela Administração Direta e pela Administração Indireta, cuja as únicas exceções são a sociedade de economia mista e a empresa pública. Trata-se, aqui, de uma barreira intransponível (mesmo porque eventual fundo público não pode alavancar recursos no mercado de capitais). Não se fala, neste

---

<sup>375</sup> Clécio Santos Nunes tenta realizar uma aproximação entre os Fundos Públicos e os Privados. Segundo o Autor: “O conceito financeiro de “fundos especiais”, ainda que geridos pelo Poder Público, compartilha suas raízes, entretanto, com o direito privado, do qual decorrem os alcunhados fundos de investimentos. (...) Enquanto a lógica dos fundos de investimentos privado é a reunião de recursos em torno de um objetivo financeiro que consiste no rendimento do capital, os fundos especiais públicos também partem da junção de recursos para o alcance de um objetivo. A diferença reside não exatamente nos modos de ser ambos os fundos, nem na origem do capital arrecadado. O que distingue o fundo de investimento (de natureza privada) do fundo especial (de natureza pública) é simplesmente a compulsoriedade da formação do capital e a finalidade” (NUNES, 2002, p. 210).

momento, a respeito da natureza jurídica dos recursos que compõe os Fundos Públicos. Há fundos que são compostos por receitas correntes, mas, também, há fundos compostos por receitas mistas (correntes e de capitais), tais como o Fundo Soberano Nacional – Lei de nº 11.887/2008.

Daí a razão pela qual sustenta-se que o mecanismo mais correto seria uma sociedade anônima (sociedade de economia mista), com fim específico.

Mas uma companhia securitizadora não poderia ser vetada pelo artigo 36 da Lei de Responsabilidade Fiscal? Ora, dispõe referido artigo que:

“ Art. 36. É proibida a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da Federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo. Parágrafo único. O disposto no *caput* não proíbe instituição financeira controlada de adquirir, no mercado, títulos da dívida pública para atender investimento de seus clientes, ou títulos da dívida de emissão da União para aplicação de recursos próprios.

Ives Gandra da Silva Martins e Carlos Valder do Nascimento esclarecem que:

“Constatou-se ao longo do tempo que uma das maneiras mais utilizadas para aumentas desmesuradamente a dívida do setor público ocorria pela contratação de empréstimos por parte da unidade da Federação com a instituição financeira por ela controlada. Essa modalidade de operação de crédito dificulta em muito sua fiscalização e torna mais simples o endividamento que exceda os limites máximos permitidos. Diante dessas circunstâncias, estabeleceu-se a vedação à realização de operações de crédito entre a instituição financeira estatal e o ente da Federação que esteja na situação de controlador, ou seja, que possua o número de ações suficientes para decidir sobre os destinos da empresa” (MARTINS, NASCIMENTO, 2011, fls. 288-289)

Tal vedação não se aplica às companhias securitizadoras. Isto porque companhias securitizadoras não são Instituições Financeiras Bancárias (conforme exaustivamente demonstrado ao longo do capítulo 01, item 1.3). As instituições Financeiras Bancárias, em que pese fornecedoras de crédito ao mercado, possuem inúmeras outras funções, dentre as quais a emissão de moeda escritural, o que é proibido para qualquer outra instituição.

### **3.2 O planejamento do Estado brasileiro e o instrumento da securitização: mecanismos para evitar o endividamento e promover o instrumento para a alocação socialmente eficiente dos recursos e bem-estar econômico (interesse coletivo)**

A partir do exposto no item anterior, é possível afirmar que a securitização deve ser recepcionada, pelo direito financeiro, com base na seguinte premissa: trata-se de um instrumento jurídico que pode contribuir com o bem-estar econômico e com a alocação social eficiente dos recursos (o que representa um interesse coletivo apto a autorizar a criação de uma sociedade de economia mista com o objetivo de atuar em uma atividade econômica em sentido estrito). É certo que a securitização não pode se tornar o fim em si mesmo (estimulando o orçamento endividado, o que decorre, em especial, do capitalismo financeirizado, conforme tratado no capítulo 01).

Para evitar este quadro, ou seja, de estímulo ao endividamento puro e simples, cabe questionar, quais são as características do sistema orçamentário brasileiro, tendo como marco a Constituição Federal de 1988 e como tais características podem ser analisadas em conjunto com da securitização, contribuindo com a definição de fins, com o controle social e a transparência. E mais: como as técnicas orçamentárias devem ser utilizadas pelo Estado de forma a contribuir, de fato, com a alocação eficiente de recursos.

São três as leis que compõe o sistema orçamentário brasileiro: (i) Lei do Plano Plurianual – PPA; (ii) Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO; e (iii) Lei Orçamentária Anual – LOA, as quais deveriam, em tese, de acordo com o artigo 166, parágrafos terceiro e quarto



da Constituição Federal de 1988<sup>376</sup>, formar um sistema integrado. Do ponto de vista ideal<sup>377</sup>, referidas leis:

“compõe um sistema harmônico. O plano plurianual teria como função permitir o planejamento da atividade estatal a longo prazo, enunciando prioridades e metas referentes a quatro exercícios financeiros. (...) A lei de diretrizes orçamentárias, por sua vez, destina-se a servir como preparativo para elaboração do projeto de lei orçamentária anual, a ser realizada pelo Poder Executivo. (...) A lei orçamentária anual (...) rege concretamente a realização das despesas efetuadas pelo Estado ao longo do exercício financeiro (MENDONÇA, 2010, p. 19).

A Lei do Plano Plurianual<sup>378</sup> como ensina Regis Fernandes de Oliveira, “define o planejamento das atividades governamentais”. Trata-se, segundo o referido autor “ao desdobramento do orçamento-programa” (OLIVEIRA, 2014, p. 599). Weder de Oliveira, por sua vez, afirma que a Lei do Plano Plurianual situa-se no “topo do nosso sistema de planejamento, programação e orçamento” (OLIVEIRA, 2013, p. 298). A PPA nada mais é do que uma lei formal (ordinária), responsável pela materialização do plano de governo defendido ao longo das eleições. Trata-se da expressão, em termos jurídicos, das diretrizes,

---

<sup>376</sup> “Art. 166. Os projetos de lei relativos ao plano plurianual, às diretrizes orçamentárias, ao orçamento anual e aos créditos adicionais serão apreciados pelas duas Casas do Congresso Nacional, na forma do regimento comum. (...) § 3º As emendas ao projeto de lei do orçamento anual ou aos projetos que o modifiquem somente podem ser aprovadas caso: (...) § 4º As emendas ao projeto de lei de diretrizes orçamentárias não poderão ser aprovadas quando incompatíveis com o plano plurianual”.

<sup>377</sup> Fala-se em sistema ideal porque, de fato, há um grave problema de assincronia de prazos. Isto porque, atualmente, na fórmula exposta pelo artigo 35 dos Atos das Disposições Constitucionais Transitórias (ADCT), enquanto não for Editada a Lei Complementar indicada no parágrafo 9º do artigo 165, o Plano Plurianual deve ser encaminhado pelo Poder Executivo ao Congresso Nacional até o dia 31 de agosto do primeiro ano do mandato do Presidente da República. Tal fato é preocupante porque a Lei de Diretrizes Orçamentárias, que deveria ser apresentada com base na Lei do Plano Plurianual, deve ser encaminhada, pelo Poder Executivo, para o Congresso Nacional até o dia 15 de abril (8 meses e meio antes do Exercício Financeiro). Logo, o que o Congresso Nacional vem realizando para sanar tal inconsistência? Segundo Weder de Oliveira, “(...) o que o Congresso faz, nessa situação, é discutir, apreciar e emendar o projeto de PPA e o projeto de LOA ao mesmo tempo, tentando, na medida do possível, evitar inconsistências. É todo um processo predominantemente processualístico-operacional que em nada se parece com a racionalidade intencionada: primeiramente planejar; depois, alocar recursos e implementar ações. Planejamento requer tempo, reflexão e debate. A racionalidade substantiva cede perante a racionalidade formalística, ineficiente e onerosa. No cálculo político, o interesse pelo planejamento sucumbe, inevitavelmente e racionalmente, diante do interesse pela execução e implementação viabilizadas pela alocação de recursos na LOA” (OLIVEIRA, 2013, p. 298).

<sup>378</sup> A respeito da PPA, existem projetos de Lei no Congresso Nacional para modificá-la, em especial para alterar questões procedimentais, tais como prazos. São eles: PLS nº 175/2009, PLS nº 248/2009 e PLS nº 229/2009 e PEC nº 27/2009.

objetivos e metas<sup>379</sup> que deverão ser realizados ao longo de uma gestão<sup>380</sup>. Por meio desta Lei, há a materialização do denominado “planejamento estratégico” do Estado, ao longo do período compreendido por quatro exercícios financeiros.

E qual a importância da análise da Lei do Plano Plurianual para a presente tese? Se referido texto é o responsável pelo planejamento estratégico do Estado, ao longo de quatro exercícios financeiros, além, é claro, de fixar as "diretrizes, objetivos e metas para as despesas de capital e outras delas decorrentes", certo é que a criação da VPE e o uso da securitização deverão estar nela inseridos. A materialização do interesse coletivo, que justifica a criação da Companhia Securitizadora, deverá estar conectada aos planos a serem executados pelo Estado.

Conforme será descrito no próximo capítulo, o modelo de operação de securitização proposto no Brasil pelas Leis Estaduais e Municipais, assim como pelo Projeto da União, possui a natureza de uma operação de crédito. Logo, o produto a ser arrecadado materializa-se como uma receita de capital, nos termos da Lei de nº 4.320/64 (não em relação à doutrina)<sup>381</sup>. Sendo assim, o posicionamento da necessidade de um planejamento amplo é reforçado, eis a presença da regra contida no artigo 167, inciso III<sup>382</sup> da Constituição Federal de 1988 e no artigo 12, parágrafo 2o.<sup>383</sup> da LRF, ambos responsáveis pela denominada "regra de ouro". Isto

---

<sup>379</sup> Weder Oliveira esclarece que: “A Constituição Federal não atribuiu ao plano plurianual a competência de estabelecer os programas governamentais. Programas são criados também por leis outras que não a PPA. A duração quadrienal do plano plurianual não lhe dá o caráter de planejamento de longo prazo” (OLIVEIRA, 2013, p. 310).

<sup>380</sup> Segundo Weder de Oliveira, há, neste ponto, outra-questão crítica a respeito da Lei do Plano Plurianual. Isto porque: “a Constituição diz exatamente ao contrário do que a lógica percebida prescreveria: são os planos e programas nacionais, regionais e setoriais previstos na Constituição que devem se compatibilizar com o PPA - “Os planos e programas nacionais, regionais e setoriais previstos nesta Constituição serão elaborados em consonância com o Plano Plurianual” (artigo 165, parágrafo 4º)” (OLIVEIRA, 2013, p. 310)

<sup>381</sup> Há divergências entre a doutrina e a Lei de n. 4320/64 a respeito da natureza dos créditos decorrentes de operações de créditos. Se são ou não receitas de capital. Aqui, na presente tese, adotar-se-á o posicionamento do Manual de Contabilidade do Setor Público, o qual determina que: "Receitas Orçamentárias de Capital são arrecadadas dentro do exercício financeiro, aumentam as disponibilidades financeiras do Estado e são instrumentos de financiamento dos programas e ações orçamentários, a fim de se atingirem as finalidades públicas. Porém, de forma diversa das receitas correntes, as receitas de capital em geral não provocam efeito sobre o patrimônio líquido. Receitas de Capital são as provenientes tanto da realização de recursos financeiros oriundos da constituição de dívidas e da conversão, em espécie, de bens e direitos, quanto de recursos recebidos de outras pessoas de direito público ou privado e destinados a atender despesas classificáveis em Despesas de Capital". (Manual de Contabilidade Pública, 2019, p.34. Qual é o ponto fundamental no conceito de receita de capital para a presente tese? Como ensina Flávio Rubinstein: "Essas receitas são representadas por mutações patrimoniais que nada acrescentam ao patrimônio público, ocorrendo apenas uma troca de elementos patrimoniais, isto é, um aumento no sistema financeiro (entrada de recursos financeiros) e uma baixa no sistema patrimonial (saída do patrimônio em troca de recursos financeiros)" (RUBINSTEIN, 2008,p.62).

<sup>382</sup>“Art. 167. São vedados: (...) III - a realização de operações de créditos que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta; (...).”

<sup>383</sup> “Art. 12.As previsões de receita observarão as normas técnicas e legais, considerarão os efeitos das alterações

é: o montante previsto de receitas de operação de crédito não poderá ser superior ao das despesas de capital<sup>384</sup>.

Como tratado no item anterior, só é possível autorizar uma VPE, para o exercício de uma atividade econômica em sentido estrito, se houver um interesse coletivo que o justifique. Se este interesse for a correta alocação de recursos na sociedade, a adoção de um determinado instrumento deverá ser planejada, ou seja, o administrador deverá estudar o contexto e propor as medidas ao longo prazo. A utilização de um mecanismo, sem estar inserido em um planejamento global, representa uma medida temporal, momentânea e direcionada ao atendimento de determinados interesses, que, no caso concreto, pode contribuir tão somente para fins especulativos e de endividamento do Estado.

Mas o instrumento legislativo mais importante a ser tratado é, sem dúvida, a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), a qual é, por sua vez, responsável pelo planejamento tático, nos termos de Weder de Oliveira (OLIVEIRA, 2014, p. 296). Foi institucionalizada na Constituição Federal de 1988, sem qualquer precedente histórico<sup>385</sup>. Lei em sentido formal (ordinária), tem como funções constitucionais:

“ (1) espaço normativo orçamentário reservado para a estipulação de limites e diretrizes a serem observados pelos Poderes, o Ministério Público, os Tribunais de Contas e a Defensoria Pública (...); (2) dispor sobre metas e prioridades da administração pública federal, especificamente sobre as despesas de capital, para o exercício financeiro seguinte (...); (3) orientar a lei orçamentária anual (...); (4) dispor sobre alterações na legislação tributária (...); (5) estabelecer a política de aplicação das agências financeiras oficiais de fomento (...); (6) autorizar a concessão de qualquer vantagem ou aumento da remuneração, a criação de cargos, empregos e funções ou alteração de estrutura de carreiras, bem como a admissão ou contratação

---

na legislação, da variação do índice de preços, do crescimento econômico ou de qualquer outro fator relevante e serão acompanhadas de demonstrativo de sua evolução nos últimos três anos, da projeção para os dois seguintes àquele a que se referirem, e da metodologia de cálculo e premissas utilizadas. § 1º Reestimativa de receita por parte do Poder Legislativo só será admitida se comprovado erro ou omissão de ordem técnica ou legal. § 2º 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”.

<sup>384</sup>A despesa de capital, por sua vez, deve possuir as seguintes características: (i) agregar ativos ao Estado; (ii) vinculam-se à aquisição ou produção de bens; (iii) reprodutivas, eis que aumentam a capacidade de produção do país; (iv) fator de promoção do desenvolvimento econômico.(ZANCHIM, 2008, p.66).

<sup>385</sup> Segundo Weder de Oliveira, a LDO tem como base o sistema francês orçamentário e, em especial, o sistema americano. No sistema francês, semipresidencialista, a apreciação do orçamento ocorre em dois turnos. Há, em primeiro lugar, um pré-orçamento (análise das grandes alocações) e, posteriormente, a análise do orçamento em si. No modelo americano, presidencialista, há o instrumento denominado “*Budget Resolution*”. Trata-se do chamado “meio-orçamento”, que regula a alocação de recursos pelas diversas comissões orçamentárias que atuam no processo orçamentário. O congresso norte-americano discute o orçamento por mais de 8 meses. O “*budget Resolution*” não é lei. Contudo, é tratada como tal (OLIVEIRA, 2013, pp. 340-341).

de pessoal (...); (7) estabelecer diretrizes e metas para elaboração de proposta do orçamento da seguridade social” (OLIVEIRA, 2013, pp. 344-345).

Por meio da Lei de Responsabilidade Fiscal<sup>386</sup> uma série de outras funções foram atribuídas a Lei de Diretrizes Orçamentárias. Mas, para o presente caso, ou seja, para o estudo da securitização do fluxo de créditos tributários, quatro dispositivos infraconstitucionais deverão ser analisados. São eles: (i) a institucionalização do Anexo de Metas Fiscais (art. 4º, parágrafo 1º); (ii) análise da previsão da receita pública (artigo 12); (iii) análise do patrimônio líquido do Estado e, por fim, (iv) o Anexo dos Riscos Fiscais (art. 4º, parágrafo 2º).

Ora, por que a análise do "Anexo de Metas Fiscais" é importante para a securitização de créditos tributários?

Como tratado no item anterior, um crédito, para ser securitizado, ou seja, para compor um *pool* de ativos subjacentes, deve possuir algumas características específicas. De forma geral, os créditos a serem securitizados devem: (i) ser em relação a terceiro; (ii) possuir razoável previsibilidade; (iii) formar um fluxo, o qual deverá ser periódico, estável, fácil identificação e homogêneos entre si e, por fim, (iv) possuir uma diversidade geográfica ou mesmo de devedores.

Não há dúvida que o fluxo de créditos tributários (não de obrigações) enquadra-se em todos os aspectos acima mencionados. E aqui a importância do "Anexo de Metas Fiscais" não só para o Administrador Público, como instrumento de planejamento, mas, também, para os

---

<sup>386</sup> Pela Lei de Responsabilidade Fiscal foram inseridas o seguinte rol de funções: “1. Dispor sobre equilíbrio entre receitas e despesas (art. 4º, I, “a”); 2. Dispor sobre critérios e forma de limitação de empenho (artigo 4º, I, “b”); 3. Dispor sobre normas relativas ao controle de custos e à avaliação dos resultados dos programas financiados com recursos dos orçamentos (art. 4º, I, “e”); 4. Dispor sobre exigências para transferências de recursos a entidades públicas e privadas (artigo 4º, I, “f”); 5. Estabelecer metas relativas a receitas, despesas, resultados nominal e primário e montante da dívida pública, para exercício a que se referir e para os dois seguintes (art. 4º, parágrafo 1º); 6. Apresentar os riscos fiscais, em anexo específico, onde serão avaliados os passivos contingentes e outros riscos capazes de afetar as contas públicas, informando as providências a serem tomadas, caso se concretizem (art. 4º, parágrafo 2º); 7. Definir montante de reserva de contingência, destinada ao atendimento de passivos contingentes e outros riscos e eventos fiscais imprevistos e a forma de sua utilização (artigo 5º, III); 8. Definir índices de preços a ser utilizado para limitar a atualização monetária do principal da dívida mobiliária refinanciada (art. 5º, parágrafo 2º); 9. Dispor sobre a demonstração do impacto e do custo fiscal das operações realizadas pelo Banco Central (artigo 5º, parágrafo 2º); 10. Dispor sobre a programação financeira e o cronograma de execução mensal de desembolso (art. 8º, *caput*); 11. Ressalvar despesas da limitação de empenho (art. 9º, parágrafo 3º); 12. Dispor sobre os limites de movimentação financeira para os Poderes Legislativo e Judiciário e o Ministério Público, quando não promoverem a limitação de empenho na forma prescrita na LRF (art. 9º, parágrafo 3º); 13. Dispor sobre a concessão ou ampliação de incentivo ou benefício de natureza tributária da qual decorra renúncia de receita; 14. Dispor sobre despesa considerada irrelevante para os fins do artigo 16 (art. 16, parágrafo 3º); 15. Dispor sobre situações em que poderão ser realizadas horas extras no caso de descumprimento do limite prudencial para a despesa de pessoal (art. 22, V); 16. Dispor sobre inclusão de novos projetos nos orçamentos, após adequadamente atendidos os em andamento e contempladas as despesas de conservação do patrimônio público (art. 45); 17. Autorizar o município a contribuir para o custeio de despesas de competência de outros entes da Federação (art. 62, I)” (OLIVEIRA, 2013, p. 382-383).

investidores, os quais poderão, a partir do princípio da transparência fiscal, analisar a qualidade do *pool* de ativos subjacentes a ser oferecido pelos entes da Federação (os quais, uma vez recepcionada pelo direito financeiro a securitização, deverão assumir a responsabilidade e organizar um *rating* da dívida ativa).

Ora, por meio do Anexo de Metas Fiscais, será definido, por um lado, uma meta de arrecadação, ou seja, pertinente à receita pública. Referida meta, a qual deverá ser fixada para o exercício financeiros e para os dois seguintes (somando ao total 3 exercícios financeiros), não se resume aos créditos tributários futuros, mas, também, à denominada dívida ativa, ou seja, aquilo que o Estado deixou de receber e que receberá a classificação de um ativo financeiro. A afirmação sustenta-se, em especial, nos artigos 11<sup>387</sup> a 13 da Lei de Responsabilidade Fiscal.

É certo que o Anexo de Metas Fiscais será, quando da institucionalização da securitização, o documento por meio do qual investidores poderão compreender quais são os planos do Estado para o aumento da arrecadação (por exemplo: planos de combate a sonegação ou mesmo formas de atuação da Procuradoria do Estado, por exemplo, no âmbito judicial). E mais: qual é a perspectiva de aumento desta receita, inclusive, aos valores em parcelamento e, também, na dívida ativa. Trata-se de um instrumento completo, eis que além de descrever todas as perspectivas futuras com a arrecadação, deverá indicar, também, o rol das renúncias fiscais<sup>388</sup>. Isto é: haverá um controle social mas efetivo a respeito das renúncias, eis que os investidores poderão exercer controle social em relação à parcela que não está sendo efetivamente cobrada pelo Estado, mas que deveria ser.

Mas, não é só. Ainda, a respeito dos estudos da receita pública, outro ponto deve ser mencionado. Trata-se da elaboração da previsão da receita pública (a previsão da Receita Pública está vinculada a LDO). Cada ente da Federação deverá publicar a cada exercício financeiro, ou seja, a cada aprovação da LDO estudos envolvendo a sua arrecadação em um período de 5 (cinco) anos, sendo que deste total, os dados de 3 (três) anos relacionam a aspectos passados, ou seja, de como ocorreu a evolução dos valores arrecadados. Os dois

---

<sup>387</sup> É necessário deixar claro: o artigo 11 da Lei de Responsabilidade Fiscal enumera a previsão e a efetiva arrecadação como requisitos fundamentais de uma adequada gestão fiscal. Inclusive, imputa aos entes Federados o dever de realizar todos os atos direcionados para a efetiva arrecadação (sob pena, inclusive de fixação de sanção institucional).

<sup>388</sup>“Art. 4º. (...) V - demonstrativo da estimativa e compensação da renúncia de receita e da margem de expansão das despesas obrigatórias de caráter continuado”.

outros anos tratarão apenas de projeções. Um aspecto deverá restar claro: tanto a metodologia, como as premissas utilizadas pelo Estado, para a realização dos cálculos, deverão ser amplamente divulgadas, de forma a permitir o controle<sup>389</sup>. Trata-se, aqui, de uma possibilidade de exercício do controle social.

Nota-se, portanto, que até aqui mencionou-se dois documentos/estudos distintos importantes, ambos relacionados à LDO, os quais deverão estar conectados. O primeiro é o Anexo de Metas Fiscais, o qual, como o próprio nome diz, deverá estar relacionada aos objetivos a serem alcançados pelo Estado, mediante a implantação de novas técnicas ou programas. Já o segundo – estimativa da receita pública – além de envolver um lapso temporal maior, eis que, além da análise do passado (três últimos exercícios financeiros), há a previsão de dois anos futuros, trabalha com dados, ou seja, com estatística. É certo que, não necessariamente, as metas de arrecadação coincidirão com os valores futuros estimados. Todavia, para os investidores, os documentos, sem dúvidas, são complementares, eis que poderão, em conjunto, responder um questionamento essencial: se os valores de arrecadação do Estado são factíveis ou fantasiosos.

Outro ponto importante em relação ao Anexo de Metas Fiscais e a legalidade da operação da securitização diz respeito ao artigo 4o, parágrafo segundo, incisos I e III, os quais determinam que:

Art. 4o A lei de diretrizes orçamentárias atenderá o disposto no § 2o do art. 165 da Constituição e:

I - disporá também sobre:

a) equilíbrio entre receitas e despesas;(...)

§ 2o O Anexo conterá, ainda: (...)

I - avaliação do cumprimento das metas relativas ao ano anterior; (...)

III - evolução do patrimônio líquido, também nos últimos três exercícios, destacando a origem e a aplicação dos recursos obtidos com a alienação de ativos;

Nota-se, portanto, que a estimativa da receita pública, além de importante para a análise do equilíbrio entre receita e despesa, é vital para a evolução do patrimônio líquido. Sendo assim, com tais estudos, será possível avaliar, inclusive, se, uma vez adotada a securitização, haverá ou não uma perda de capacidade de liquidez (ideia de comprometimento) do ente da Federação.

<sup>389</sup> “Art. 12. As previsões de receita observarão as normas técnicas e legais, considerarão os efeitos das alterações na legislação, da variação do índice de preços, do crescimento econômico ou de qualquer outro fator relevante e serão acompanhadas de demonstrativo de sua evolução nos últimos três anos, da projeção para os dois seguintes àquele a que se referirem, e da metodologia de cálculo e premissas utilizadas”.

Há, ainda, outro anexo que merece destaque: o Anexo de Riscos Fiscais. Por meio do referido Anexo, o Estado deverá avaliar "os passivos contingentes e outros riscos capazes de afetar as contas públicas, informando as providências a serem tomadas, caso se concretizem". Os riscos para uma baixa arrecadação ou mesmo efetivação da dívida ativa deverão ali estar contidos. Um exemplo: o Estado poderá promover estudos para realizar um *rating* da dívida ativa, indicando, por um lado, quais delas são de efetiva possibilidade de recebimento pelo Estado (o que já foi anteriormente mencionado), e, por outro, quais dívidas, em uma perspectiva privada, estariam aptas a serem classificadas, simplesmente, como prejuízo. Por que tal análise seria importante? Simples: a manutenção de dívidas ativas impossíveis de serem pagas apenas geraria uma perspectiva fácil de fluxo de recebimentos que é, de fato, inexistente.

Conclui-se, portanto, que inserida no contexto de planejamento do Estado, a LDO exerce papel importantíssimo. Não só por integrar os números com as diretrizes, objetivos e metas descritas na PPA, mas, sobretudo, pelo exercício de controle e da transparência. Tanto o controle como a transparência coincidem com o mecanismo do “*disclosure*”<sup>390</sup> no âmbito do mercado de capitais. Segundo Luis Gastão Pães de Barros Leães, por “*disclosure*” deve-se compreender como o “processo de fornecimento de informações”. Trata-se do “instrumento-chave para polícia do mercado de valores na América e a pedra central da legislação federal correspondente” (LEÃES, 1982, p.94).

Mas, além da PPA e da LDO, não há como fugir da Lei Orçamentária Anual – LOA. A LOA é o texto responsável pelo planejamento operacional (OLIVEIRA, 2014, p. 296). A Lei Orçamentária Anual<sup>391</sup>, segundo Régis Fernandes de Oliveira, compreende:

<sup>390</sup> Segundo L.G. Pães de Barros Leães explica que o primeiro documento legal a tratar do tema foi Lei de Títulos de 1933, nos Estados Unidos da América. Referido texto legal procurou regular o fornecimento de informações nas emissões primárias de títulos. O registro de emissão passou a ser o instrumento no qual todas as informações a respeito da oferta pública e da empresa devem constar. Nos prospectos, haverá as principais informações do registro. A Lei de Bolsas de 1934, por sua vez, foi responsável por estender referido princípio do “full and fair disclosure” aos títulos negociados no mercado secundário. Em 1964, é editado o “*Securities Acts Amendments*”. Referido texto legislativo foi responsável por levar o sistema do “*continuous disclosure system*” às transações de títulos no mercado de balcão. Outro texto importante foi o Exchange Act. Por fim, L.G. Pães de Barros Leães indica mais um texto: trata-se do “*Securities Exchange Act*”, o qual foi responsável por orientar “a conduta de vários partícipes do mercado, sob o signo da “revelação completa e honesta dos fatos”. Há, por fim, o *Securities Act Amendments*, de 1975, responsável pelo “disclosure” dos dados de mercado” (LEÃES, 1982, p. 99).

<sup>391</sup> Além dos pontos acima, é importante esclarecer que a Constituição Federal também imputa à Lei Orçamentária Anual a “previsão do caráter compensatório entre a arrecadação e a renúncia de receita. Se houver isenção beneficiando um produto ou algum contribuinte ou grupo destes, deve haver a previsão do aumento de receita, com elevação da alíquota de determinado tributo. Diga-se o mesmo das receitas de caráter continuado (...)” (OLIVEIRA, 2014, p. 608).



o orçamento fiscal (relativo a receita e despesa) de todos os poderes da União, seus fundos, órgãos e entidades da administração direta e indireta, inclusive fundações instituídas e mantidas pelo Poder Público (art. 165, parágrafo 5º, I, da CF). (...) De igual maneira, conterá “o orçamento de investimento das empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito à voto” (art. 165, parágrafo 5º, II). (...). Por fim conterá “o orçamento da seguridade social, abrangendo todas as entidades e órgãos a ela vinculados, da administração direta ou indireta, bem como os fundos e fundações instituídos e mantidos pelo Poder Público” (...). A seguridade social significa os planos de atuação do Estado relativamente à saúde, à previdência e à assistência social (art. 194 da CF). Os recursos serão repassados pela União (art. 195), devendo constar do orçamento anual (OLIVEIRA, 2014, p. 607).

É possível afirmar que o conteúdo da Lei Orçamentária Anual descreve o orçamento público. E o que é orçamento público?

João Angélico define orçamento público, sob a perspectiva financeira, como um “planejamento de aplicação dos recursos esperados, em programas de custeios, investimentos, inversões e transferências durante um período financeiro” (ANGÉLICO, 1994, p. 19). Sob a ótica econômica, referido autor afirma que “o orçamento é, na sua mais exata expressão, o quadro orgânico da economia pública. É o espelho da vida do Estado e, pelas cifras, se conhecem os detalhes de seu processo, de sua cultura e de sua civilização” (ANGÉLICO, 1994, p. 19).

Para Roberto Bocaccio Piscitelli e Maria Timbó, orçamento “é o instrumento de que dispõe o Poder Público (em qualquer de suas esferas) para expressar, em determinado período, seu programa de atuação, discriminando a origem e o montante dos recursos a serem obtidos, bem como a natureza e o montante dos dispêndios a serem efetuados” (PISCITELLI, TIMBÓ 2014, p. 32). Nesse sentido, é possível afirmar que o orçamento cumpre uma função, qual seja, servir como um guia de planejamento para o administrador público, visto que, em sua essência, é um “programa de trabalho do Poder Executivo” (ANGÉLICO, 1994, p. 18).

No entanto, essa nem sempre foi a atribuição primordial do orçamento, pois, de acordo com James Giacomoni, o orçamento, em sua forma tradicional<sup>392</sup>, tinha como papel principal o controle político. Para o autor, “mesmo não sendo possível ignorar que o orçamento, desde o início, representou uma importante conquista como instrumento disciplinador das finanças públicas, sua função principal foi a de possibilitar aos órgãos de representação um controle político sobre os Executivos” (GIACOMONI, 2017, p. 55). Isso porque, segundo James Giacomoni, àquela época, com o liberalismo econômico em pleno desenvolvimento, havia

---

<sup>392</sup> Segundo James Giacomoni, o orçamento público, em sua forma tradicional, “surgiu, como instrumento formalmente acabado, na Inglaterra, por volta de 1822” (GIACOMONI, 2017, p. 55).

grande preocupação com o aumento das despesas públicas, visto que isso acarretaria majoração da carga tributária. Portanto, o referido autor conclui que “o orçamento e os demais elementos financeiros estavam a serviço da concepção de Estado Liberal, preocupado em manter o equilíbrio financeiro e evitar ao máximo a expansão dos gastos” (GIACOMONI, 2017. p. 55).

Mas, com o surgimento do orçamento moderno, houve uma mudança de foco quanto à função principal do orçamento, passando, então, a ser não apenas um meio de controle, mas também um “instrumento de administração” (GIACOMONI, 2017. p. 57-59), de modo que os orçamentos públicos “auxiliassem o Executivo nas várias etapas do processo administrativo: programação, execução e controle. A partir de suas características como documento de ‘antecipação’, o orçamento representaria a própria programação de trabalho do governo” (GIACOMONI, 2017. p. 58).

E é justamente como representação do trabalho do governo que o orçamento é aqui tratado. Para tanto, pontos relacionados à transparência e ao controle devem ser analisados, como na LDO. Destaca-se, neste ponto, os relatórios a serem produzidos a respeito, justamente, da execução orçamentária. Dois são os relatórios: um prévio ao início da execução orçamentária (plano de execução orçamentária) e outro concomitante ao exercício (relatório resumido de execução orçamentária – RREO).

O primeiro deve ser elaborado no prazo de 30 dias da publicação do orçamento. Neste período, o Poder Executivo deverá estabelecer “a programação financeira e o cronograma de execução mensal de desembolso” - artigo 8º da LRF<sup>393</sup>. Além dos aspectos da execução da despesa, o Estado deverá publicar a perspectiva das receitas públicas, as quais “serão desdobradas, pelo Poder Executivo, em metas bimestrais de arrecadação, com a especificação, em separado, quando cabível, das medidas de combate à evasão e à sonegação, da quantidade e valores de ações ajuizadas para cobrança da dívida ativa, bem como da evolução do montante dos créditos tributários passíveis de cobrança administrativa” - artigo 13 da LRF.

Mas, não é só. Há, também, o relatório concomitante. Neste sentido, destaca-se o artigo 165, parágrafo terceiro, da Constituição Federal, o qual determina que: “§ 3º O Poder Executivo publicará, até trinta dias após o encerramento de cada bimestre, relatório resumido

---

<sup>393</sup>“Art. 8º Até trinta dias após a publicação dos orçamentos, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias e observado o disposto na alínea *c* do inciso I do art. 4º, o Poder Executivo estabelecerá a programação financeira e o cronograma de execução mensal de desembolso”.

da execução orçamentária”. Ora, o Relatório Resumido da Execução Orçamentária – RREO – foi regulamentado pela Lei de Responsabilidade Fiscal. Segundo o artigo 52 da referida lei<sup>394</sup>, o RREO deverá ser publicado até trinta dias após o encerramento de cada bimestre. Será composto de vários tópicos, contudo, para o presente estudo, destaca-se a necessidade de publicar os demonstrativos de execução, os quais deverão descrever a receita pública por: “por categoria econômica e fonte, especificando a previsão inicial, a previsão atualizada para o exercício, a receita realizada no bimestre, a realizada no exercício e a previsão a realizar”.

Integração é a palavra-chave. Carlos Valder do Nascimento, ao tratar da execução orçamentária, ou melhor, ao tratar de todos os relatórios acima mencionados, sustenta que:

“No plano da execução orçamentária, compete ao Poder Executivo o estabelecimento da programação financeira por ele delineada, bem como fixar o cronograma de desembolso a ser operacionalizado mensalmente. A persecução dessa meta, a ser estruturada dentro dos parâmetros fixados pela lei de diretrizes orçamentárias, deverá ocorrer até trinta dias após a publicação dos orçamentos de investimentos, fiscal e da seguridade social.

(...)

A programação financeira, voltada para a aplicação racional dos recursos públicos, constitui a fase de execução do orçamento ao longo do exercício fiscal. Tratando-se de atividade continuada no tempo, torna-se imprescindível que os recursos fluam naturalmente, sem prejuízo do suprimento às unidades de execução das despesas públicas, devidamente ajustadas às prioridades ditadas pelas demandas sociais, com a disciplina constante dos dispositivos insertos no conjunto das leis orçamentárias” (Nascimento, 2011, p. 105-106).

Como integrar tais estudos, ou melhor, como integrar os elementos do sistema orçamentário brasileiro à operação de securitização? O *prospecto* da operação, sem dúvida, é o caminho mais adequado.

Ao longo do *prospecto* de eventual operação de securitização deverá restar claro qual é a razão de existir do VPE, ou seja, da Companhia Securitizadora. Desde já salienta-se que tal objetivo deve estar atrelado ao interesse coletivo, o qual pode ser materializado por meio da

---

<sup>394</sup> “Art. 52. O relatório a que se refere o § 3º do art. 165 da Constituição abrangerá todos os Poderes e o Ministério Público, será publicado até trinta dias após o encerramento de cada bimestre e composto de: I - balanço orçamentário, que especificará, por categoria econômica, as: a) receitas por fonte, informando as realizadas e a realizar, bem como a previsão atualizada; (...) II - demonstrativos da execução das: a) receitas, por categoria econômica e fonte, especificando a previsão inicial, a previsão atualizada para o exercício, a receita realizada no bimestre, a realizada no exercício e a previsão a realizar; Art. 53. Acompanharão o Relatório Resumido demonstrativos relativos a: I - apuração da receita corrente líquida, na forma definida no inciso IV do art. 2º, sua evolução, assim como a previsão de seu desempenho até o final do exercício; (...) § 1º O relatório referente ao último bimestre do exercício será acompanhado também de demonstrativos; I - do atendimento do disposto no inciso III do art. 167 da Constituição, conforme o § 3º do art. 32; (...) III - da variação patrimonial, evidenciando a alienação de ativos e a aplicação dos recursos dela decorrentes. (...) II - da frustração de receitas, especificando as medidas de combate à sonegação e à evasão fiscal, adotadas e a adotar, e as ações de fiscalização e cobrança”.

alocação eficiente de recursos, por exemplo. Tais elementos deverão estar expressos na Lei do Plano Plurianual, compondo o planejamento estratégico do Estado. Além de destaque da PPA, o *prospecto* deverá indicar trechos da LDO, em especial, do (i) Anexo de Metas Fiscais e do (ii) Anexo de Riscos Fiscais. O Anexo de Metas Fiscais deverá ser citado, pois trata não apenas das metas de arrecadação, como os instrumentos de avaliação, mas, também, da evolução do patrimônio líquido do ente e regras de equilíbrio orçamentário. Já o Anexo de Riscos Fiscais tratará de eventuais riscos e baixa arrecadação. Por fim, de forma a integrar o sistema acima, o *prospecto* deverá fazer menção, ainda, ao (i) Plano de Execução Orçamentária e ao (ii) Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO). Ao passo que o primeiro trata das metas e de números de arrecadação para determinado exercício financeiro, o segundo é publicado posterior ao bimestre, de forma a avaliar se os objetivos constantes tanto no Anexo de Metas Fiscais, como no Plano de Execução Orçamentária foram cumpridos ou não. De forma a resumir o exposto, elabora-se a tabela abaixo:

Lei Orçamentária	Papel exercido no sistema orçamentário Brasileiro	Elementos que deverão ser indicados no prospecto da operação de securitização	Efeitos
Lei do Plano Plurianual	Planejamento Estratégico	Diretrizes, objetivos e metas da Administração Pública para as despesas de capital. Como o VPE enquadra-se em tais elementos.	O planejamento estratégico representa a visão do Estado para quatro exercícios financeiros. O papel que o VPE exercerá neste período é fundamental. Isto porque, diante do contexto da regulação da atividade econômica do Estado, haverá a necessidade de justificar a criação da Companhia Securitizadora, sob pena de nulidade da operação. E mais: qual é o papel desta empresa diante da “alocação eficiente de recursos”, ou melhor, porque referida empresa permite a “alocação eficiente de recursos”.
Lei de Diretrizes Orçamentárias	Planejamento Tático	Anexo de Metas Fiscais (metas; evolução do patrimônio líquido; instrumentos de avaliação de cumprimento ou não de metas e, por fim, regras do equilíbrio fiscal) Anexo de Riscos Fiscais Previsão de Receitas Públicas (arrecadação) –	O planejamento tático é responsável por traduzir e transformar o planejamento estratégico em um plano concreto. Por meio da indicação dos números apurados nos anexos ao lado indicados, será possível verificar se a securitização é uma operação viável sob os aspectos da necessidade do Estado. Mas,

		deverá abranger também a dívida ativa e as cobranças administrativas	não é só. Por um lado, com os dados apurados será possível analisar, se a operação afetará de forma negativa o fluxo de caixa do Estado, comprometendo a realização de outras despesas (evolução do patrimônio líquido). Por outro lado, ter em posse todas as informações acima, não prejudica os investidores. Pelo contrário. Em verdade, garantirá ao investidor segurança.
Lei Orçamentária	Planejamento Operacional	- Plano de Execução Orçamentária - Relatório Resumido de Execução Orçamentária - RREO	Fala-se em planejamento operacional. Isto é: trata-se do âmbito no qual as ações e metas devem sair do papel. Por meio de tais documentos, será possível verificar se as metas previstas na LDO estão sendo cumpridas ou não.

\*Fonte: Elaboração própria

Todos os relatórios acima, em conjunto, serão responsáveis por garantir a segurança da operação aos investidores, os quais poderão acompanhar o desenvolvimento e a estabilidade do fluxo dos créditos tributários. O princípio da transparência, no âmbito do direito financeiro, une-se à técnica do “*disclosure*”, típica do mercado de capitais, criando um mecanismo de proteção a todos os interessados.

Como funcionará a securitização no âmbito do orçamento da pessoa jurídica de direito público, ou seja, perante a Administração Direta? Ora, o ente da Federação repassará para o VPE o fluxo de recebíveis tributários (créditos) o que envolve a (i) dívida ativa e (ii) Parcelamento tributário. Este repasse será realizado mediante um deságio. O deságio é necessário tanto em razão dos custos de Administração do VPE, como, também, em relação aos lucros do investidor.

E aqui reside ponto fundamental para o orçamento público: o repasse do fluxo financeiro dos créditos em parcelamento e da dívida ativa prejudica ou não o fluxo contínuo de caixa do Estado? Ou seja: o repasse pode contribuir ou não com furos no orçamento, por exemplo, diante de uma baixa arrecadação? Por outro lado, o deságio não seria mais um custo imposto ao Estado?

A resposta reside, justamente, no planejamento. Ora, a LRF exige um estudo de, no mínimo, 5 (cinco) anos a respeito da previsão da receita pública. Do total dos 5 anos, 3 dizem

respeito ao passado. Só os órgãos relacionados ao Ministério da Fazenda e as Secretarias de Fazenda Estaduais e Municipais estão aptos a responder tais questionamentos. Trata-se de um exame de dados, dos quais não se pode extrair um julgamento sem um exame concreto de cada realidade. O que pode-se afirmar é que o direito financeiro, não só por meio das leis orçamentárias, mas, também, pelas normas gerais, exige que esta operação esteja inserida em um planejamento de longo prazo. E mais: que os dados revelem a possibilidade da operação, sem comprometimento do fluxo de receitas do Estado. E mais: como será demonstrado ao longo do capítulo 04, a operação não incide em relação à receita corrente, a qual supre as denominadas receitas correntes.

Por fim, um último ponto deverá ser analisado: como desenvolver mecanismos para não direcionar o orçamento do Estado a simplesmente atender aos interesses do mercado financeiro?

Além de obedecer a toda estrutura de leis orçamentárias até aqui descrita, outra saída está relacionada à técnica orçamentária a ser aplicada. No caso brasileiro, fala-se em “orçamento-programa”, cuja finalidade deve estar vinculada aos princípios republicanos que regem o Estado brasileiro (orçamento-republicano). Para compreender a afirmação, torna-se necessário discorrer a respeito da matéria.

A primeira técnica a ser tratada é chamado orçamento tradicional. Conforme brevemente mencionado, surgiu em meio à expansão do liberalismo econômico na Inglaterra, por volta de 1822, razão pela qual seu único objeto de preocupação era conter o gasto público, de forma a evitar o aumento de tributos. Por ter essa característica, não se preocupava com objetivos e metas governamentais, e sim, somente, com a pretensão arrecadatória e o montante que seria gasto pelo governo. Descreve João Angélico, no orçamento tradicional:

Se o total das receitas fosse superior ao das despesas, a diferença positiva seria aplicada na criação de novos serviços ou na ampliação e aprimoramento de serviços já em funcionamento. Dessa forma a ampliação dos serviços públicos ficava à mercê da existência de saldo positivo entre a receita e a despesa. Não eram planejados os investimentos, os quais, por não serem especificados e quantificados a priori, ficavam ao sabor das circunstâncias. O orçamento ortodoxo nada mais era do que um extenso rol, profundamente analítico, das receitas e das despesas do exercício. Não tinha o cunho de planejamento. Os melhoramentos dos serviços públicos ocorriam somente em razão do superávit, e os graus de prioridade eram sujeitos às injunções políticas e ao interesse dos governantes (ANGÉLICO, 1994, p. 22).

Destarte, sua finalidade, basicamente, era apresentar os meios – recursos – que o Estado possuía para atender as suas demandas, sem se atentar ao planejamento, à intervenção na economia e às necessidades dos governados. Logo, por não se ater às decisões quanto à qualidade de uso dos recursos pelo Executivo, a técnica do orçamento tradicional deixou de ser suficiente, surgindo, então, na década de 50, o orçamento por desempenho ou de resultado.

Neste modelo, como o próprio nome sugere, em busca de atender princípios de economia e eficiência, avalia-se o desempenho do exercício por meio dos resultados obtidos. Aqui, preocupa-se com os programas de governos e com a eficácia de suas execuções, de modo a permitir correções e alterações nos planos que não são, em vista dos resultados, bem-sucedidos. Para Regis Fernandes de Oliveira, com este tipo de orçamento:

A inteligência muda de foco, ou seja, deixa de haver a preocupação com os mecanismos de controle e passa-se a dar atenção ao resultado da aplicação e do exercício orçamentário.

O orçamento de resultado tem sido definido como um sistema no qual os aplicadores providenciam com certa flexibilidade e utilização dos recursos para atingir determinados resultados. O que se espera é que o aplicador dos recursos use-os no perfil de obrigações de programas dentro de certos parâmetros.

Trata-se de um sistema de planejamento orçamentário e avaliação que enfatiza o relacionamento entre o orçamento monetário e resultado esperado.

O foco central é o resultado. Despesas inúteis e ineficiência em sua aplicação são afastadas (OLIVEIRA, 2014. p. 639).

Desta forma, segundo o autor em comento, é possível identificar no orçamento: “a) unificação das despesas em torno de um objetivo; b) definição dos resultados – o que se pretende com aquela destinação; c) verificação do desempenho e d) *accountability*, ou seja, responsabilidade do executor assegurando sanções premiaias ou punitivas” (OLIVEIRA, 2014. p. 639).

Em decorrência da experiência norte-americana com a implantação do orçamento por desempenho, mais tarde, no final da década de 50, criou-se o denominado orçamento-programa.

Importante ressaltar, ainda, que método de desempenho foi, na década de 90, reformulado, passando a ser conhecido como o novo orçamento de desempenho e se tornou um importante mecanismo de análise da gestão governamental, sendo, conforme James Giacomoni, utilizado por diversos países. Segundo ele, em 1993, foi aprovada pelo Congresso Americano a Lei de Desempenho e Resultados do Governo (*Government Performance and Results Act – GPRA*), “norma que determina que todas as agências preparem e submetam



medidas de desempenho como parte de suas solicitações orçamentárias” (GIACOMONI, 2017. p. 199). Informa, ainda, a título de curiosidade, que

Entre as nações da OCDE, apenas três não tornam disponíveis ao público informações sobre desempenho, enquanto 42 países apresentam essas informações de maneira sistemática. Medidas de desempenho são usadas internamente no processo de tomada de decisões em 81% das situações;

Em 39 Estados norte-americanos, medidas de desempenho são exigidas como parte do processo de solicitação de recursos orçamentários por parte das agências. Em 45 Estados, agências do Poder Executivo formalmente participam dos sistemas de medidas de desempenho, e em 42 estados, medidas de desempenho das agências são reportadas *online*;

No governo Bush, o esforço visando ao aperfeiçoamento do GRPA esteve representado no *Improving Government Performance*, instrução editada em novembro de 2007. Mais recentemente, em abril de 2010, foi a vez do governo Obama criar grupo de trabalho interagências encarregado de avaliações de desempenho de programas (GIACOMONI, 2017. p. 199).

Mas, entre o orçamento-programa e o novo orçamento de desempenho, foi criado, ainda, o orçamento base-zero. Este, por sua vez, continha, além da finalidade de controlar o gasto público, especial preocupação com as ações governamentais e a “tomada de decisão sobre despesas” (GIACOMONI, 2017. p. 197).

De acordo com James Giacomoni, o orçamento base-zero foi desenvolvido por uma empresa privada norte-americana – a *Texas Instruments* – e adaptado para o setor governamental em meados da década de 70, sendo introduzido nos Estados Unidos no governo de Jimmy Carter (ao longo da reforma neoliberal, conforme descrita no capítulo 01). Uma das características principais desta espécie diz respeito ao tratamento conferido às despesas: a cada ano, toda despesa é considerada nova – independentemente de ser oriunda de gestões passadas –, ou seja, inicia-se do zero, daí o nome orçamento base-zero. Se todas as despesas são consideradas novas, o gestor, no início de cada ano, deveria justificar a necessidade de alocação de recursos para todas as despesas pretendidas, haja vista que, sob o enfoque da eficiência, considerava-se que somente após o conhecimento efetivo dos motivos de se realizar determinada despesa é que seria possível avaliar a sua importância (GIACOMONI, 2017, pp. 196-197). Destarte, segundo o referido autor, o modelo base-zero previa que:

As ações, ou parte delas, de um programa governamental constituiriam *unidades de decisão* cujas necessidades de recursos seriam avaliadas em *pacotes de decisão*.

Esses descrevem os *elementos significativos* das ações: finalidades, custos e benefícios, carga de trabalho e medidas de desempenho, maneiras alternativas de alcançar as finalidades, benefícios obtidos com diferentes níveis de recursos etc. Os *pacotes de decisão*, devidamente analisados e ordenados, forneceriam as bases para as apropriações dos recursos nos orçamentos operacionais (GIACOMONI, 2017. p. 197 – destaque do autor).

No entanto, por conter problemas que, segundo o autor James Giacconi, gerava muita burocracia quando da análise da eficácia dos programas, o orçamento base-zero, mesmo após passar por modificações, foi abandonado.

Por fim, além das espécies mencionadas, há ainda o orçamento participativo, o qual surge a partir da necessidade de efetiva inserção da sociedade nos assuntos de gerência do Estado. Este, por sua vez, pode ser aplicado em conjunto com outros tipos de orçamento, haja vista que, como o nome indica, é feito com a participação da sociedade e não exclusivamente por representantes eleitos. Importa ressaltar que esta modalidade de orçamento, nas palavras de Regis Fernandes de Oliveira, trouxe ao Brasil “uma grande evolução na participação da sociedade” (OLIVEIRA, 2014. p. 625). Desta forma, o referido autor vê a iniciativa da participação como um importante avanço, pois “o brasileiro, diz-se, é comodista” (OLIVEIRA, 2014. p. 625). Desta forma,

Com a convocação para que ele discuta suas necessidades básicas, seja no microcosmo que habita, seja no macrocosmo que é uma cidade com tantos problemas, passa ele a ser cidadão ativo, despertando novas lideranças políticas, novas ideias e fazendo com que a democracia, efetivamente, se estabeleça. O brasileiro acha, e isso é encarado como um ônus, que democracia é votar, apenas. Democracia, porém, é participação, é discussão dos problemas e busca de soluções. Logo, não se esgota no ato de votar, que é mera escolha. O mais segue depois, ou seja, a luta na busca de soluções e o confronto dialético de ideias. (OLIVEIRA, 2014. p. 625).

Superadas as técnicas de orçamento, passa-se a análise do orçamento-programa, adotado pela Administração Pública Brasileira, na década de 1960, quando da aprovação da Lei de nº 4320/64 e do Decreto de nº 200/67. José Afonso da Silva explica que a técnica do orçamento-programa deve ser compreendida como:

“(…) um tipo de orçamento vinculado ao planejamento das atividades governamentais. Na verdade, o orçamento-programa não é apenas uma peça financeira, é, antes de tudo, um instrumento de execução de planos e projetos de realização de obras e serviços, visando ao desenvolvimento da comunidade. É um documento em que se designam os recursos de trabalho e financeiros destinados à execução dos programas, subprogramas e projetos de execução da ação governamental, classificados por categorias econômicas, por função e unidades orçamentárias.

(...)

Reserva-se o termo *orçamento-programa* para designar essa técnica orçamentária que vincula orçamento e planejamento, considerando aquele como uma etapa do processo de planificação econômica e social” (SILVA, 1973, p. 41-42).

O orçamento-programa nasce, basicamente, com o início da intervenção do Estado na ordem econômica. Diante das novas funções, o orçamento passa a ser um instrumento de programação da ação estatal, em consonância com os objetivos indicados pelo governo responsável. Logo, abandonou-se o perfil do orçamento tradicional, o qual limitava-se tão somente a uma relação de receitas e fixação de despesas, cujo objetivo era realizar previsões e autorizações. O orçamento-programa passa a ser apenas um dos elementos que representam um planejamento integrado do Estado (SILVA, 1973, p. 41-42).

Segundo Heilio Kohama, o orçamento-programa é composto por “técnicas de planejamento e programação de ações que são condensadas no chamado sistema de planejamento integrado” (KOHAMA, 2017. p. 40). Para o autor, o referido sistema “busca, principalmente, analisar a situação atual – diagnóstico – para identificar ações ou alterações a serem desenvolvidas visando atingir a situação desejada” (2017. p. 40), deste modo, “os recursos financeiros para cada unidade orçamentária vinculam-se direta ou indiretamente aos objetivos a serem alcançados” (KOHAMA, 2017. p. 55).

Neste sentido, o planejamento do programa a ser seguido, portanto, é de suma importância, haja vista que “é uma das chaves principais para a política governamental. Realiza-se meio de uma análise do contexto atual e de previsões para um futuro próximo, conciliando interesses e coordenando os diversos objetivos governamentais” (OLIVEIRA, 2016. p. 78).

Para planejar o programa que servirá como cronograma governamental, Heilio Kohama afirma que é necessário realizar diversas etapas: (i) determinar a situação; (ii) diagnosticar a situação; (iii) apresentar soluções alternativas; (iv) estabelecer as prioridades; (v) definir os objetivos; (vi) determinar as atividades para concretização dos objetivos; e (vii) determinar os recursos humanos, materiais e financeiros (KOHAMA, 2017, p. 55).

Desta forma, ao seguir tais etapas, será possível identificar a atual situação econômica do país, as prioridades (se a carência é de obras de infraestrutura, saúde e/ou moradia), buscar as soluções e destinar recursos para suprir as prioridades, realizando-se, com isso, uma

estrutura que determinará quais ações governamentais são necessárias para determinado problema e quanto poderá/deverá ser gasto em cada caso.

Assim, “o orçamento deve ter o conteúdo e a forma de programação” (KOHAMA, 2017. p. 47). Isso quer dizer que, se o orçamento “é a expressão dos programas de cada um dos órgãos do setor público” (KOHAMA, 2017. p. 47), é por meio de um cronograma orçamentário que se atingem as metas governamentais de cada ente. Estabelecer um programa é, portanto, “selecionar objetivos que se procuram alcançar, assim como determinar as ações que permitam atingir tais fins e calcular e consignar os recursos humanos, materiais e financeiros, para efetivação dessas ações” (KOHAMA, 2017. p. 47).

A Constituição Federal de 1988 recepcionou referida técnica. Tanto é que determina, em seu art. 165, que o planejamento orçamentário será instituído pelo Poder Executivo por meio de lei, de modo que devem ser elaborados, então, um (i) plano plurianual (PPA); (ii) lei de diretrizes orçamentárias (LDO); e (iii) orçamentos anuais (LOA), conforme já tratado. Cada uma das leis orçamentárias deverá indicar os planos e programas nacionais, regionais e setoriais a serem seguidos e materializados nos termos do artigo 165, parágrafo 4º da Constituição Federal de 1988<sup>395</sup>.

No tocante aos benefícios de se utilizar esta modalidade de orçamento, Heilio Kohama afirma que:

A elaboração do Orçamento por Programas exige sempre a especificação clara, tanto em quantidade como em qualidade dos recursos humanos, materiais e financeiros, necessários à execução das atividades, procurando o melhor aproveitamento dos recursos existentes.

Verifica-se que somente os recursos necessários à execução da atividade é que são especificados no Orçamento por Programas, o que equivale dizer que no processo de planejamento-orçamento não se permite a existência de recursos ociosos.

No entanto, como uma das principais características do Orçamento por Programas é a fixação antecipada de objetivos e dos recursos financeiros necessários, ele permite a realização de um trabalho mais eficiente, pois se concentram os esforços comuns na busca do atingimento de uma meta estabelecida (KOHAMA, 2017. p. 62).

E qual é a finalidade do referido orçamento programa? A partir da Constituição Federal de 1988, fala-se em orçamento-republicano. Explica-se.

O orçamento republicano corresponde, segundo Fernando Facury Scaff, a um instrumento essencial para “*permitir que as pessoas possam, de igual modo, exercer as suas*

---

<sup>395</sup>“Art. 165. Leis de iniciativa do Poder Executivo estabelecerão: (...) § 4º Os planos e programas nacionais, regionais e setoriais previstos nesta Constituição serão elaborados em consonância com o plano plurianual e apreciados pelo Congresso Nacional”.

*liberdades, e serem iguais em direitos para o exercício de suas capacidades, em busca de uma liberdade igual para todos”* (SCAFF, 2018 p. 270).

Daí a importância do conceito. Em um período no qual questiona-se qual a melhor técnica orçamentária<sup>396</sup>, Fernando Facury Scaff ultrapassa as discussões de cunho econômico para indicar que a opção política inserida na Constituição Federal de 1988 não está atrelada, necessariamente, a um modelo estatal de atuação e intervenção econômica, mas, essencialmente, centralizada na figura do ser humano e no seu pleno desenvolvimento<sup>397</sup>. E mais: destaca que o Princípio Republicano não deve ser considerado apenas na sua dimensão individual (dignidade da pessoa humana), mas sobretudo na dimensão social e solidária (SCAFF, 2019, p. 318).

O modelo de orçamento-republicano não contradiz o modelo de orçamento-programa, institucionalizado pela Lei de n. 4.320/64 e regulamentado pelo Decreto-Lei de n. 200/1967, dissecado por José Afonso da Silva<sup>398</sup>, no ano de 1973, e materializado, pela primeira vez, por meio do Decreto n. 2.829/1998 e com o primeiro PPA 2000-2003, mas sim o orienta. O orçamento-republicano vai além, eis que passa a nortear o orçamento-programa, de forma a evitar uma série de capturas orçamentárias. Como bem conclui:

“o fato é que as instituições brasileiras estão organizadas de modo a reforçar a desigualdade, e uma boa parte disso foi constitucionalizado. As instituições brasileiras autorreforçaram esse resultado, sendo as metas estabelecidas pela Constituição muito difusas, e a influência das corporações<sup>399</sup> muito presente”

---

<sup>396</sup> Dentre as técnicas orçamentárias podem ser citadas: (i) orçamento tradicional ou clássico; (ii) orçamento de desempenho/funcional; (iii) orçamento programa; (iv) orçamento base-zero; (v) orçamento participativo e o (vi) orçamento incremental, já tratadas anteriormente.

<sup>397</sup> Nesse sentido, destaca-se: “Por trás dessa definição, bem como de todo o Direito, está o homem, pois o Direito foi criado para servir ao homem em seus propósitos de viver em sociedade e regular as condutas. Os institutos jurídicos não teriam nenhuma importância se não tivessem por função regular condutas humanas em proveito da convivência harmônica em sociedade. É o que ocorre com o Direito Financeiro, por certo. Todo o aparato de normas complexas que regula a atividade financeira do Estado visa estabelecer um modo de convivência social que regule como os recursos privados são transformados em recursos públicos, e como são usados em proveito da sociedade. Um dos principais valores referidos nesta área do Direito é o princípio republicano, que trata de isonomia sob vários aspectos, dentre eles no uso dos recursos e bens públicos, na abolição de privilégios, na sujeição de todos a um mesmo conjunto de normas e na busca incessante do interesse público. Tudo isso para servir ao homem em seu propósito de liberdade, individual e coletivo. (SCAFF, Equilíbrio orçamentário, sustentabilidade financeira e justiça intergeracional, ANO? p. 38).

<sup>398</sup> Trata-se da obra “Orçamento-Programa no Brasil”, editada pela Revista dos Tribunais no ano de 1973.

<sup>399</sup> A título de curiosidade, vale destacar os estudos de Robert T. Daland a respeito do poder da burocracia brasileira e a definição do planejamento estratégico do Estado. Daland era um brasilianista. Professor americano, com base na Universidade da Carolina do Norte, procurou compreender os mecanismos da administração pública federal na década de 1960. A respeito, destaca-se: “os problemas políticos do planejamento brasileiro podem ser resumidos do seguinte modo. Os planejadores tentaram empregar os conceitos da burocracia clássica

(SCAFF, 2018, p. 565).

O orçamento-republicano caracteriza-se pela análise, conjunta, dos elementos receita e despesas públicas. Isto porque tais elementos encontram-se, justamente, no momento que se denomina execução orçamentária. O enfoque do orçamento-republicano está centralizado na ideia de que “arrecada mais de quem ganha mais ou possui mais bens, e gasta mais com quem ganha menos ou possui menos bens, de modo a permitir que sejam reduzidas as desigualdades sociais e reduzidas a pobreza” (SCAFF, 2018, pp. 290-291).

O ponto central na configuração do “orçamento republicano” é a identificação “de quem se arrecada, com quem se gasta e quem decide sobre essa matéria no governo. De tal análise surgirá um modelo financeiro, decorrente do conjunto político da sociedade observando englobadamente a arrecadação e o gasto público” (SCAFF, 2018, p. 268). Em outras palavras: a compreensão do orçamento republicano passa pela distinção de um sistema fiscal oligárquico<sup>400</sup> e um modelo fiscal republicano<sup>401</sup>. Isto porque, em especial, o modelo fiscal republicano “(...) deve ser materializada a partir do uso correto da função distributiva do orçamento público” (SCAFF, 2018, p. 274). A função distributiva<sup>402</sup>, no que lhe diz respeito, relaciona-se às decisões políticas, que estão ligadas mais às ações governamentais, ou seja, à atuação dos Poderes Legislativo e Executivo e não do Judiciário (justiça racionalista, com sua hierarquia de autoridade, sua orientação para a realização e sua ênfase em profissionais treinados. O planejamento central tem sido tentado como um meio de apressar o desenvolvimento. Os fracassos do planejamento são devidos ao fato de que a burocracia clássica não existe no Brasil. (...) As funções da burocracia brasileira são: (1) prover um canal de mobilidade ascendente para a classe média educada; (2) prover rendas permanentes para aquela parte da classe média que serve de apoio ao regime; (3) prover um baixo nível de certos serviços e (4) dar apoio a iniciativas privadas baseadas nos poderes inerentes a certos cargos”. (DALAND, 1967, pp. 193-201).

<sup>400</sup> Segundo Fernando Facury Scaff, o modelo oligárquico caracteriza-se da seguinte forma: “1) Sob a ótica da arrecadação: se o ônus da arrecadação for mais concentrado em quem possui menos riquezas (...) 2) Sob a ótica do gasto: se o gasto público for prioritariamente dirigido a quem possui mais riquezas (...)” (SCAFF, 2018 p. 268).

<sup>401</sup> O modelo republicano, por sua vez, caracteriza-se: 1) Sob a ótica da arrecadação: (...) por outro lado, se o ônus da arrecadação for mais intenso da parcela da população que tiver mais riquezas, estaremos tendencialmente em um modelo republicano. 2) Sob a ótica do gasto: (...) se for prioritariamente dirigido a quem possui menos riquezas, visando reduzir a desigualdade socioeconômica e erradicar a pobreza (...) (SCAFF, 2018, p. 268).

<sup>402</sup> Fernando Facury Scaff parte dos autores Richard Musgrave e Peggy Musgrave a respeito das funções do orçamento público, as quais seriam (i) alocativa; (ii) distributiva e (iii) estabilização (SCAFF, 2018, p.271). Mas, qual seria a função distributiva do orçamento? Segundo Richard Musgrave: “a distribuição da renda e dos bens e riqueza em uma economia de mercado depende de numerosos fatores, incluindo as leis de herança a distribuição de talentos inatos, a disponibilidade de oportunidades educacionais, a mobilidade social e a estrutura dos mercados. Como resultado desses fatores, aparece um estado de distribuição, com um dado grau de igualdade e desigualdade. (...) A partir daí, as opiniões diferem, mas poucos negarão que em uma sociedade democrática surgem algumas situações em que se faz necessária uma interferência no estado da distribuição. Neste caso, deve-se criar um mecanismo para fazer as correções necessárias no estado de distribuição, de uma maneira ordenada e que cause o menor dano possível ao funcionamento eficiente da economia. Esse sistema é dado pelo sistema de tributação” (MUSGRAVE, 1973, p. 40).

comutativa). Trata-se, em suma, da aproximação com o conceito Aristotélico de justiça distributiva. Tal justiça, no ordenamento jurídico nacional, é recepcionada, em especial, na relação às denominadas capacidades financeiras, ou seja, “capacidade contributiva” e “capacidade receptiva” (SCAFF, 2018, p.278).

E por que trabalhar tais temas e securitização? Justamente, em razão do que Wolfgang Streeck denominou de orçamento endividado. Referido autor parte da crise do crédito e do processo de financeirização pelo qual o mundo passou. Segundo referido autor, a crise do crédito culminou no endividamento do Estado, prejudicou o orçamento e, conseqüentemente, levou ao não crescimento econômico e a queda geral no tocante ao desenvolvimento, conforme tratado ao longo do capítulo 01.

Desta forma, por meio deste capítulo, há uma tentativa de demonstrar que a securitização, em sentido estrito, pode ser recepcionada pelo direito financeiro brasileiro. Contudo, referida recepção não pode ser realizada de forma independente, isto é, sem análise do sistema orçamentário nacional e das normas gerais de finanças públicas, em especial, das finalidades republicanas do orçamento público.

A Constituição Federal de 1988, além da existência de um sistema orçamentário, o qual, diga-se de passagem, adota um modelo de orçamento-republicano, exige requisitos específicos para que o Estado possa atuar economicamente. É certo que todo o agir do Estado obedece a um planejamento, orientado a determinados fins, os quais, por sua vez, estão inseridos no texto constitucional, em especial, no artigo 3<sup>o</sup><sup>403</sup>.

Em suma: a securitização, em sentido estrito, para ser recepcionada pelo ordenamento jurídico brasileiro deve estar inserido no planejamento estratégico do Estado (artigo 174, caput da CF), eis que, como visto, o VPE só pode ser criado em razão de um interesse coletivo (artigo 173, *caput* da CF), o qual pode ser materializado pela “alocação eficiente de recursos” - exercício da função social. Referido planejamento estratégico estará descrito na Lei do Plano Plurianual (art. 165, inciso I da CF), eis que trata, justamente, das diretrizes, objetivos e metas no tocante às despesas de capitais. A materialização da operação será realizada em duas etapas distintas: em primeiro lugar, a partir dos dados indicados na Lei de

---

<sup>403</sup>“Art. 3º Constituem objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil: I - construir uma sociedade livre, justa e solidária; II - garantir o desenvolvimento nacional; III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais; IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação”.



Diretrizes Orçamentárias (artigo 165, inciso II da CF e artigo 4º da LRF), eis que, por meio do referido texto, há a exigência de estudos a respeito da (i) previsão da receita; (ii) da definição de metas de arrecadação para o Estado; (iii) análise da evolução do patrimônio líquido do Estado e, por fim, (iv) estabelecimento de técnicas de controle e avaliação (e, diga-se de passagem, receita pública entendida em sentido amplo compreendendo a dívida ativa e as cobranças administrativas). A segunda etapa será concretizada via Lei Orçamentária (artigo 165, inciso III da CF e artigo 5º da LRF), a qual adotará como técnica orçamentária o orçamento-programa, cuja finalidade deverá ser republicana (orçamento republicano). Sendo assim, verifica-se que o atual ordenamento jurídico serve como uma espécie muro de contenção para controlar os anseios especulativos do mercado financeiro, em detrimento do orçamento público. Certo é que a securitização deve ser utilizada para contribuir com a gestão orçamentária (alocação eficiente de recursos – o que deverá ser definido politicamente) e não servir para um fim em si mesmo, vinculado ao processo de financeirização.

### **3.3 Segregação de ativos e desafetação: necessidade de revisão das diferenças entre os regimes contábeis: necessidade de preenchimento de lacunas diante da securitização**

No Brasil, desde o ano de 1964, a contabilidade pública tem como marco legislativo a Lei de nº 4.320/1964, a qual foi promulgada a partir das exigências contidas no artigo 5º, inciso XV, alínea “b” da Constituição de 1946. Mencionado texto infraconstitucional foi recepcionado pela Constituição de 1988, com status de Lei Complementar<sup>404</sup>.

O método de contabilidade adotado no Brasil enquadra-se no modelo Europeu-Continental (*code law*), eis que atende a exigência de lei para normatização de padrões contábeis. Esta tendência, contudo, não existe no âmbito privado, eis que já há uma migração do *code law* para o anglo-saxão, o qual permite a publicação de atos administrativos por órgão competente (nesse sentido, destaca-se a Lei de nº 11.638/2007 e o papel da CVM)<sup>405</sup>.

---

<sup>404</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **ADI 1726**. Plenário. Relator: Maurício Corrêa. Sessão de 16 set. 1998. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=347237>. Acesso em: 17 abril. 2019.

<sup>405</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

Por que entender regime contábil é importante para o presente trabalho? Qual é a sua relevância?

O regime contábil é o responsável por descrever a composição do patrimônio e, por consequência, demonstrar o que compõe o patrimônio variável líquido. Portanto, é por meio da adoção de um “sistema de escrituração contábil”<sup>406</sup> que se torna possível manter o controle das contas, sendo utilizado tanto no âmbito público, quanto privado. Destarte, sua importância reside justamente no fato de permitir que, por intermédio da escrituração, haja pleno conhecimento dos recursos e, dessa forma, seja possível realizar um planejamento de gastos de forma eficiente. Para compreender o acima mencionado, vale um exemplo.

Flávio Rubinstein explica que as “receitas correntes (...) incrementam somente o patrimônio não-duradouro do Estado, ou seja, aquele patrimônio que se esgota dentro do período anual” (RUBINSTEIN, 2008, p. 59). A escrituração contábil, portanto, será responsável por delimitar quanto ingressou nos cofres público, qual a parcela deste montante que foi direcionado para o pagamento das despesas do Estado (despesas correntes) e quanto passou a integrar o patrimônio permanente do Estado. Ou seja: torna-se de um mecanismo de controle e gerenciamento.

E quais são as formas de efetuar a contabilização do patrimônio no âmbito da Administração Pública? De acordo com as normas internacionais de contabilidade aplicadas ao setor público<sup>407</sup>, o registro contábil pode ser regulado por regime de caixa ou de competência, sendo que a principal diferença entre ambos é a qual exercício financeiro são atribuídas as receitas e despesas do Estado. No regime de caixa considera-se que a receita e a despesa pertencem ao exercício em que foi efetivamente arrecadada ou paga, enquanto no regime de competência considera-se que a receita é relativa ao exercício em que ocorreu o fato gerador, ou seja, quando nasce para o Estado o direito ao crédito, bem como a despesa é vinculada ao exercício que a originou e não ao que a pagou.

Heilio Kohama explica que “pelo regime de caixa, tanto as receitas por arrecadar, ainda que lançadas, como as despesas empenhadas e as liquidadas, porém não pagas, devem

---

<sup>406</sup> Para Heilio Kohama, o regime contábil é um conjunto de princípios da contabilidade que, por sua eficiência, foi adotado por unanimidade pelos profissionais da área, dando origem a um “sistema de escrituração contábil” (KOHAMA, 2017, p. 34).

<sup>407</sup> FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DE CONTADORES. **Normas Internacionais de Contabilidade para o Setor Público**. 10a. Edição. Disponível em: [https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2018/04/12\\_ipsas2010\\_web.pdf](https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2018/04/12_ipsas2010_web.pdf). Acesso em 08 mar 2019.

ser transferidas para o orçamento do exercício financeiro seguinte, fazendo parte integrante dele, sem deixar resíduos ou passivos” (KOHAMA, 2017. p. 36). Evidentemente, por permitir a transferência de resíduos, tanto ativo, quanto passivo, para os exercícios financeiros subsequentes, o sistema de regime de caixa deve ser utilizado com muita cautela pelo administrador público, pois apesar de, a curto prazo, “fechar as contas” do exercício, pode, a médio e longo prazo, causar em *déficit* orçamentário, tornando o gerenciamento das contas públicas insustentável caso haja constante repasse de resíduo passivo muito superior ao ativo.

No tocante ao regime de competência, o mencionado autor afirma que:

[...] a receita lançada e não arrecadada no exercício é considerada como receita desse exercício, passando a constituir resíduos ativos cobrados em anos posteriores na conta receita a arrecadar, assim como a despesa legalmente empenhada e não paga dentro do exercício é considerada despesa desse exercício, passando a constituir resíduos passivos, que serão pagos em exercícios posteriores, como restos a pagar. (KOHAMA, 2017. p. 36).

Neste caso, a principal preocupação gira em torno da possibilidade de que uma má administração acarrete endividamento público, haja vista que a escrituração de todos os ativos a receber pode gerar uma expectativa de arrecadação que na prática não se verifica, ou seja, o administrador público, vinculado a uma perspectiva de receita, pode elevar o gasto público sem que os valores efetivamente ingressem nos cofres estatais, de modo que os recursos disponíveis não deem conta de suportar os gastos efetuados.

Dito isto, questiona-se: qual é o regime contábil adotado pelo Brasil, por meio da Lei de nº 4.320/1964, no que diz respeito à receita pública, em especial, a dívida ativa? Sobre a matéria é importante destacar os artigos 35 e 39<sup>408</sup>, ambos da Lei de nº 4.320/64<sup>409</sup>. Observe:

Art. 35. Pertencem ao exercício financeiro:  
I - receitas nele arrecadadas;  
II - despesas nele legalmente empenhadas.

A partir da análise do texto acima é possível afirmar que o Estado Brasileiro adota ambos os regimes para os registros de receita e despesa públicas<sup>410</sup>: (i) receita pública, por

---

<sup>408</sup>“Art. 39. Os créditos da Fazenda Pública, de natureza tributária ou não tributária, serão escriturados como receita do exercício em que forem arrecadados, nas respectivas rubricas orçamentárias.”

<sup>409</sup> O anexo 15 da Lei 4320/1964 trata da DVP, ou, em outras palavras, Demonstrações das Variações Patrimoniais. A DVP indica que as variações patrimoniais aumentativas (receitas) só podem ocorrer quando há a efetiva arrecadação dos recursos, ou seja, só há registro do ativo patrimonial, quando há receita orçamentária.

<sup>410</sup> É importante esclarecer que a Lei de nº 4320/1964 determina uma separação entre o ambiente orçamentário e o patrimonial. Contudo, não é por serem distintos que são completamente diferentes ou que não se integram.

meio de regime de caixa (tanto no que diz respeito à ótica patrimonial, quanto à orçamentária); (ii) despesa pública, por meio de regime de competência<sup>411</sup>.

E por que assim o faz? A Lei de nº 4.320/1964, ao aderir ao regime misto de escrituração contábil, privilegiou o princípio da prudência em detrimento do princípio da competência, haja vista que, ao adotar o regime de caixa para a receita, considera, para fins de contabilização do orçamento, apenas os valores que efetivamente ingressam nos cofres estatais, de modo a gerir seus gastos de acordo com os recursos disponíveis. Quanto à aplicação do regime de competência para a despesa, mostra-se mais viável para controlar o endividamento do ente público.

Desta forma, é possível afirmar que a implantação de um regime misto se mostra conservadora. E por quê? Ora, porque o controle exacerbado com o intuito de evitar um suposto endividamento cria amarras ao administrador, de modo a tornar inviável a assunção de compromissos financeiros além dos limites percentuais previamente estipulados para o gasto público. Se, por um lado, impedir que o ente se endivide pareça uma decisão prudente, por outro, cria balizas para o crescimento econômico da nação, pois impede que o Estado busque novos recursos para realizar investimentos, os quais podem trazer, a médio e longo prazo, retorno benéfico para a economia do país.

Mas, não obstante o regime misto adotado, o legislador pátrio criou uma exceção a tal regra: o contido no artigo 39 da Lei 4.320/1964<sup>412</sup>. Mencionado artigo estabelece que os créditos da fazenda pública que não forem arrecadados até o prazo estabelecido poderão ser escriturados mediante a inscrição na dívida ativa, ou seja, passam a ser registrados como um direito para o ente público. A inscrição da dívida ativa, portanto, é uma operação independente da execução orçamentária e, sob o enfoque patrimonial, deve ser registrada como receita. Qual é o ponto aqui delicado? “(...) para as entidades que adotam o regime de “caixa”, o nascimento de direitos líquidos e certos, em virtude da ocorrência dos respectivos fatos

---

<sup>411</sup> Com o artigo 50, inciso II da Lei de Responsabilidade Fiscal, o regime contábil da despesa, sob o enfoque patrimonial, passou a ser o da “competência”, transformando o “empenho” em ato de natureza meramente orçamentária.

<sup>412</sup> Para a Secretaria Técnica do TCU, “No Brasil, à luz da Lei nº 4320/1964, o regime contábil das receitas, tanto no enfoque orçamentário, quanto no patrimonial, é o de “caixa” (conforme item 10.5), exceto quanto ao disposto no parágrafo 1º do artigo 39 da Lei nº 4320/64, que estabelece procedimento de exceção ao regime contábil de “caixa” das receitas, tanto para a ótica orçamentária quanto para a patrimonial”. A respeito, ver: BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

geradores, não é condição suficiente para que possam ser inscritos como um ativo da entidade”<sup>413</sup>.

Há alguns anos, mais especificamente em 2008, a Secretaria do Tesouro Nacional, com a intenção de harmonizar as normas brasileiras de contabilidade com as normas internacionais<sup>414</sup>, bem como com fundamento na Lei de nº 10.180/01, em especial, no artigo 18<sup>415</sup>, editou ato administrativo normativo – Portaria de nº 03/2008<sup>416</sup>, por meio do qual tenta convergir normas de contabilidade nacionais com as normas padrões internacionais<sup>417</sup>.

Mencionada Portaria, em seu artigo 6º, determinava que todos os entes da Federação deveriam, no que diz respeito à receita pública, utilizar o regime de competência para o registro de suas receitas. No ano seguinte, ou seja, no ano de 2009, a Secretaria do Tesouro Nacional e a Secretaria do Orçamento Federal liberaram a Portaria Conjunta de nº 02/2009, na qual determinavam que as variações patrimoniais fossem reconhecidas pelo regime de competência patrimonial.

Quando da promulgação da Portaria, houve grande discussão, eis que referido ato administrativo supostamente contrariava a Lei nº 4.320/1964, a Lei de Responsabilidade Fiscal, Lei 10.180/2001 e a própria Constituição Federal. Inclusive, questionava-se, por meio do TC 026.069/2008-4, se a Portaria acima delimitada extrapolava ou não as competências definidas na Lei nº 10.180/2001 e se ultrapassava os limites da competência temporária do

---

<sup>413</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>414</sup> Quais são as normas internacionais? O processo de convergência direciona-se para as Normas Internacionais de Contabilidade Aplicadas ao Setor Público (IPSAS – *International Public Sector Accounting Standards*), desenvolvidas no âmbito do Conselho das Normas Internacionais de Contabilidade Aplicada ao Setor Público (IPSASB – *International Public Sector Accounting Standards Board*), braço da Federação Internacional de Contabilistas (IFAC – *International Federation of Accountants*). No âmbito internacional, a IFAC defende o uso do regime de competência tanto para despesa quanto para receita, alegando que, no momento em que as declarações financeiras são realizadas pelo regime, é possível obter o desempenho financeiro, a posição financeira e a posição dos ativos líquidos e do capital próprio, enquanto que quando feito pelo regime de caixa, a principal situação financeira é o fluxo de recebimentos e pagamentos. A respeito verificar: FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DE CONTADORES. **Normas Internacionais de Contabilidade para o Setor Público**. 10a. Edição. Disponível em: [https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2018/04/12\\_ipsas2010\\_web.pdf](https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2018/04/12_ipsas2010_web.pdf). Acesso em 08 mar 2019.

<sup>415</sup> O artigo 67 da Lei de Responsabilidade Fiscal criou o Conselho de Gestão Fiscal.

<sup>416</sup> BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Portaria Conjunta nº 3**, de 14 de outubro de 2008. Aprova os Manuais de Receita Nacional e de Despesa Nacional e dá outras providências. Disponível em: [http://www.lex.com.br/doc\\_1551406\\_PORTARIA\\_CONJUNTA\\_N\\_3\\_DE\\_14\\_DE\\_OUTUBRO\\_DE\\_2008.aspx](http://www.lex.com.br/doc_1551406_PORTARIA_CONJUNTA_N_3_DE_14_DE_OUTUBRO_DE_2008.aspx). Acesso em: 15 abril. 2019.

<sup>417</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

conselho de Gestão Fiscal, criado pelo artigo 67, parágrafo 2º da Lei Complementar nº 101/2000.

Após a análise da questão, consignou-se, no Relatório do Acórdão de nº 158/2012, proferido nos autos de TC de nº 026.069/2008-4, que a adoção do regime de caixa em relação à receita pública se deve a um conjunto de fatores:

19.25. As normas de direito financeiro e de finanças públicas regulam um conjunto de matérias cuja complexidade e extensão não se pode desprezar. A própria STN possui referido entendimento, *in verbis*, “a receita assume, na Administração Pública, fundamental importância por estar envolvida em situações singulares, como a sua distribuição e destinação entre as esferas governamentais e o seu relacionamento com os limites legais impostos pela Lei de Responsabilidade Fiscal”.

(...)

**19.28. A STN informa que a alteração no regime contábil da receita não afeta as estatísticas fiscais e a apuração do resultado fiscal dos entes da Federação. No entanto, não é possível concordar com tal posicionamento, uma vez que é a escolha do regime contábil que determina a composição da Dívida Consolidada Líquida – DCL, parâmetro adotado pelo Senado Federal para controle de endividamento dos entes da Federação. De forma reflexa, pois, o artigo 6º da Portaria nº 03/2008, que altera o regime contábil da receita altera a lógica construída pelo Senado para o controle do endividamento dos entes federados.**

**19.29. Dado que a alteração do regime contábil promove alterações na composição dos “haveres financeiros”; dado que integram a DCL, parâmetro de controle de endividamento; dado que o conceito de receita no ambiente fiscal está relacionado, diretamente, à variação do saldo da DCL; então é possível afirmar que as alterações promovidas pela STN, com a edição da citada portaria, modificaram os conceitos de receita utilizados no ambiente do resultado fiscal.**

**19.30. No modelo idealizado pelo Senado Federal, os recursos só passam a compor a DCL, reduzindo-a, quando efetivamente arrecadados. Com a alteração do regime contábil, os “haveres financeiros” passarão a incorporar itens cujo valor será registrado por estimativa, possibilitando que os entes federados controlem seu endividamento líquido por intermédio de receitas<sup>418</sup>. - g.n.-**

Mais à frente, consta, ainda, no relatório do acórdão que:

A definição do regime de escrituração da receita afeta substancialmente os montantes dos ativos apresentados no balanço do ente público. Quanto mais perto do momento da entrada dos recursos no caixa, mais conservador será o regime de escrituração. Ao adotar o regime de caixa, a Lei nº 4.320/64 optou pelo princípio da prudência. Em outras palavras, o legislador permite que a receita aumente o patrimônio público somente após o seu ingresso efetivo, com exceção apenas para

---

<sup>418</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.p. 6-7.

os valores inscritos em dívida ativa<sup>419</sup>.

Mas, não é só. Outra situação diz respeito à arrecadação de tributos por meio do lançamento por homologação. Se fosse adotado o regime de competência, referido procedimento seria prejudicado, impossibilitando a necessária individualização do devedor, conforme o disposto no artigo 88 da lei de nº 4320/1964<sup>420</sup>.

Diante de todo exposto, questiona-se: por que seria interessante registrar a receita pública a partir do regime de competência? Por que o regime de caixa, em que pese a preocupação com o endividamento, prejudica a gestão financeira patrimonial do Estado?

Com o regime de competência, o registro contábil permite o conhecimento da composição patrimonial e dos resultados econômicos e financeiros de determinado exercício, logo, os resultados do exercício financeiro em questão ficam em evidência, em especial, em relação ao alcance ou não das metas de arrecadação. É importante consignar que a transparência em relação aos recursos públicos é essencial. Isto porque existe uma tendência de cada vez mais “maximizar a rentabilidade do patrimônio público, entendida como rentabilidade em sentido amplo, isto é, em sentido que engloba não apenas os resultados financeiros, mas igualmente os retornos sociais da ação Estatal” (ARELLANO, 2018, pp. 229-230).

Neste ponto, o regime de caixa anda na contramão, pois, segundo José Alexandre Pigatto *et al*:

A falha do regime de caixa reside no fato de não fornecer informações sobre outros ativos e passivos, nem o impacto do consumo dos ativos do governo adquiridos no passado, nem o comprometimento futuro dos ativos através da geração de passivos. Centra-se apenas no fluxo de caixa do período, ignorando outros fluxos de recursos que afetam a capacidade do governo em prestar benefícios atuais e futuros à população (PIGATTO et al., p. 821-837, 2010).

Além disso, essa falta de informação pode afetar diretamente a arrecadação do Estado, pois sem a devida mensuração do que efetivamente é devido pelos contribuintes, o administrador pode deixar de cobrar os créditos tributários, em detrimento dos cofres públicos.

Enfim: a adoção do regime de caixa no Brasil não permite a correta contabilidade da receita pública. Certo é que a adoção de um regime mais transparente permitiria não somente

---

<sup>419</sup> Idem.

<sup>420</sup> Ibidem.



maior controle por parte do Estado, como também pelos contribuintes, de modo a dificultar a gestão irresponsável ou, ainda, o desvio dos recursos públicos.

Por essas razões, o Ministro Raimundo Carreiro, a respeito do Regime Contábil existente no Brasil, decidiu, ao longo do acórdão proferido na TC de nº 026.069/2008-4, distinguir o (i) regime de contabilidade orçamentária (o qual, no tocante à receita pública, deverá obedecer o regime de caixa, conforme determina o artigo 35 da Lei de nº 4.320/64) do (ii) regime de contabilidade patrimonial (que deverá obedecer, tanto em relação à receita pública, como à despesa pública, o regime de competência). A justificativa apresentada pelo Ministro está centrada nos artigos 85<sup>421</sup> e 104<sup>422</sup> da Lei de nº 4.320/64, os quais, em conjunto, permitem sustentar que as variações patrimoniais devem ser registradas independente das variações orçamentárias<sup>423</sup>.

Da mesma forma, Roberto Bocaccio Pistitelli e Maria Zulene Farias Timbó:

“O reconhecimento formal do crédito, no mundo contábil do Poder Público, só se dá quando ocorre a inscrição em dívida ativa, ou seja, o desencadeamento do processo para a cobrança judicial, o que também é revelador do caráter frágil de realização da receita via administrativa. Pela aplicação estrita do regime de competência, o reconhecimento da receita deveria dar-se, pelo menos, a partir do lançamento, mas poderia ocorrer até independentemente dele, á vista das estimativas e informações disponíveis pela Administração. O fato contábil, patrimonial, estaria reconhecido e não compromete a execução orçamentária responsável. São sistemas paralelos e complementares. (...) A contabilidade pública, no Brasil, precisa ir muito além da programação e execução orçamentária e financeira, e adotar a condição de sistema de informações mais abrangente, que dê suporte às ações de planejamento, acompanhamento, análise, controle e prevenção” (PISTITELLI e TIMBÓ, 2014, p. 150).

E esta definição é importante para o orçamento público? Para o Ministro a distinção é de extrema importância. Isto porque a adoção do regime de competência para os créditos inscritos na dívida ativa permite o:

“adequado reconhecimento, mensuração e evidenciação patrimonial dos créditos,

---

<sup>421</sup> Art. 85. Os serviços de contabilidade serão organizados de forma a permitirem o acompanhamento da execução orçamentária, o conhecimento da composição patrimonial, a determinação dos custos dos serviços industriais, o levantamento dos balanços gerais, a análise e a interpretação dos resultados econômicos e financeiros.

<sup>422</sup> Art. 104. A Demonstração das Variações Patrimoniais evidenciará as alterações verificadas no patrimônio, resultantes ou independentes da execução orçamentária, e indicará o resultado patrimonial do exercício.

<sup>423</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019, p. 19-21.

inscritos ou não em dívida ativa, anteriormente à sua arrecadação. Tais créditos não devem permanecer ocultos dos balanços contábeis, ao contrário, devem ser evidenciados pela contabilidade, permitindo assim o acompanhamento de sua realização. Ademais, a Administração deve proceder à correta evidenciação da composição do patrimônio público, dando cumprimento ao disposto no art. 85 da Lei de nº 4.320/64.<sup>424</sup>”

É certo que a ausência de controle e evidenciação contábil dos créditos a receber favorece a ocorrência de fraudes nos diversos sistemas de administração tributária. A forma de registro contábil, portanto, é uma forma de aumentar o controle. O reconhecimento do crédito apresenta como ponto nodal a delimitação do momento do seu fato gerador.

Por que compreender a forma de registro contábil dos créditos tributários (seja em dívida ativa, ou seja, em parcelamento) é tão importante no estudo da securitização dos fluxos de recebíveis tributários? Em razão da qualidade do pool de ativos subjacentes.

Como ocorre o recebimento de receitas públicas pelo Estado? A ordem cronológica do processo de realização da receita pública, segundo a Lei de nº 4.320/64, é o seguinte: (i) lançamento (artigo 53 da Lei de nº 4320/64 e 142 do Código Tributário Nacional); (ii) arrecadação; (iii) recolhimento. Segundo Paulo de Barros Carvalho, por lançamento deve-se compreender:

“o ato jurídico administrativo, da categoria dos simples, constitutivos e vinculados, mediante o qual se insere na ordem jurídica brasileira uma norma individual e concreta, que tem como antecedente o fato jurídico tributário e, como consequente, a formalização do vínculo obrigacional, pela individualização dos sujeitos ativo e passivo, a determinação do objeto da prestação, formado pela base de cálculo e correspondente alíquota, bem como pelo estabelecimento dos termos espaço-temporais em que o crédito será exigido” (CARVALHO, 2016, p. 376).

Em outras palavras: trata-se do ato administrativo que individualiza o débito ao indicar a pessoa (física ou jurídica), o fato gerador do tributo, a base de cálculo, a alíquota, o valor e o vencimento de cada obrigação (seja tributária ou não, eis que pode decorrer, por exemplo, da exploração patrimonial). O lançamento garante ao Estado a exigibilidade administrativa, ou seja, uma vez vencida a obrigação sem o pagamento, o Estado passa a ter o direito de exigi-la.

As receitas tributárias compõe a denominada receita corrente do Estado, conforme será tratado no capítulo a seguir. São computadas desta forma até o termo do vencimento. Uma vez vencida a dívida sem pagamento, ou seja, sem que haja a arrecadação por parte do

---

<sup>424</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019. 19-21.

Estado, há a formalização do crédito tributário, o que ocorre quando referida dívida será inscrita na dívida ativa (momento a partir do qual os valores podem ser cobrados judicialmente). Neste momento, contudo, interessa apenas a descrição contábil de uma transformação: de uma receita corrente para um resíduo ativo, o qual será classificado como um direito ou, ainda, como um ativo financeiro.

Insiste-se: segundo o Manual de Contabilidade do Setor Público<sup>425</sup>, quando não há o pagamento da obrigação tributária e há a sua transformação em dívida ativa, ocorre, nos registros contábeis, apenas uma permuta. O administrador público deverá realizar uma troca: substituiu o (i) crédito a receber não inscrito pelo (ii) crédito inscrito em dívida ativa. Neste momento, há uma alteração de balanços: o valor deixa de ser descrito no balanço orçamentário para ser descrito no balanço patrimonial, eis que torna-se um direito, um ativo. Em outras palavras: uma vez inadimplido o crédito, a contrapartida da variação patrimonial (crédito), deverá ser registrado, uma vez que representa uma variação patrimonial positiva (balanço patrimonial) independente da execução orçamentária (balanço orçamentário e financeiro).

É possível verificar que não há uma alteração do valor do patrimônio líquido Estado. Há, em verdade, uma alteração em relação à expectativa de realização. Logo, portanto, uma mudança importante refere-se ao fato de que determinada obrigação é retirada da esfera do “ativo circulante” para o “ativo não circulante” (registrado no órgão ou entidade competente para inscrição do crédito em dívida ativa). Deixa de ser uma receita líquida para tornar-se um crédito ao qual o Estado passa a ter direito (ativo permanente).

Outra é a situação quando se fala em parcelamento. Neste caso, o Manual de Contas Públicas destaca que:

“Caso o ente tenha condições de estimar com razoável certeza o montante de créditos inscritos em dívida ativa com expectativa de recebimento em até 12 meses da data das demonstrações contábeis, esta parcela poderá ser reclassificada para o ativo circulante. É o caso, por exemplo, dos acordos de parcelamento ou renegociação da dívida ativa, efetuados pelo órgão ou entidade competente, que possibilitem a fixação de datas e valores para os recebimentos futuros. Neste caso, a parcela que se espera realizar em até 12 meses após a data das demonstrações contábeis poderá ser reclassificada para a dívida ativa do ativo circulante,

---

<sup>425</sup>BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU\\_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o\\_com+capa\\_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o_com+capa_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx). Acesso em: 15 jan. 2019.

permanecendo a parcela restante no ativo não circulante.<sup>426</sup>

E por que o estudo acima é importante? Para delimitar, justamente, qual é o fluxo a ser utilizado em um processo de securitização. Nota-se que o estudo da escrituração contábil realizado a partir da Lei de nº 4320/64 permite classificar tanto a dívida ativa, como o valor do parcelamento, do ponto de vista do balanço patrimonial, como um bem, um direito, um ativo. Ou seja: como um dos exemplos de bens que compõe o patrimônio do Estado, eis que a inscrição em dívida ativa não acarreta perda do valor patrimonial<sup>427</sup>. Sendo assim, o fluxo que será destinado à operação de securitização é um fluxo reduzido diante do total de receitas públicas orçamentárias a serem arrecadadas pelo ente da Federação em um determinado exercício financeiro. E mais: como já salientado, os valores envolvidos em dívida ativa e cobrança administrativa e parcelamento deverão estar delimitadas na previsão da receita, bem como no Anexo de Metas Fiscais, no Anexo de Riscos Fiscais (efetiva possibilidade de recebimento de valores), Relatório Resumido de Execução Orçamentária e Plano de Execução Orçamentária. O regime contábil de tais recursos não será o de caixa, mas sim o de competência, eis que, diante do inadimplemento e da confissão de dívida (parcelamento), tornaram-se um bem, o qual deve ser registrado a partir do balanço patrimonial<sup>428</sup>.

E aqui reside uma lacuna: é certo que o regime de competência contribuiu – e muito – com a análise da qualidade do fluxo de recebíveis tributários que será securitizado. Os investidores poderão ter amplo controle se o fluxo é sólido ou não. Mas uma pergunta que fica

---

<sup>426</sup>Idem.

<sup>427</sup> Segundo o Manual de Contas Públicas: “A inscrição do crédito em dívida ativa configura fato contábil permutativo, pois não altera o valor do patrimônio líquido do ente público. No órgão ou entidade de origem é baixado o crédito a receber contra uma variação patrimonial diminutiva (VPD) e no órgão ou entidade competente para inscrição é reconhecido um crédito de dívida ativa contra uma variação patrimonial aumentativa (VPA). Dessa forma, considerando-se o ente como um todo, há apenas a troca do crédito a receber não inscrito pelo crédito inscrito em dívida ativa, sem alteração do valor do patrimônio líquido. Quanto à expectativa de realização, há troca do crédito a receber no ativo circulante (registrado no órgão ou entidade de origem do crédito) pelo crédito de dívida ativa no ativo não circulante (registrado no órgão ou entidade competente para inscrição do crédito em dívida ativa), tendo em vista que o inadimplemento torna incerto o prazo para realização do crédito”. (BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU\\_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o\\_com+capa\\_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o_com+capa_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx). Acesso em: 15 jan. 2019. p. 354).

<sup>428</sup>Inclusive, a respeito da matéria o Manual de Contas do Setor Público esclarece que: “3.6.6. Receita Orçamentária Por Baixa De Dívida Ativa Inscrita O recebimento de dívida ativa corresponde a uma receita, pela ótica orçamentária, *com simultânea baixa contábil do crédito registrado anteriormente no ativo, sob a ótica patrimonial.*” (BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU\\_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o\\_com+capa\\_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o_com+capa_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx). Acesso em: 15 jan. 2019. p. 66)

é simples: e quando este ativo é impossível de ser realizado? Ou seja, quando este ativo, por exemplo, está relacionado a uma massa falida?

Segundo o Manual de Contas do Setor Público, a baixa da dívida ativa ocorre tão somente nas seguintes hipóteses: “a. Recebimento em espécie, bens ou direitos; b. Abatimento ou anistia; c. Cancelamento administrativo ou judicial da inscrição; ou d. Compensação de créditos inscritos em dívida ativa com créditos contra a Fazenda Pública”<sup>429</sup>. E o que isso quer dizer? Que há possibilidade de oneração e/ou alienação de um fluxo por parte dos entes Federados de impossível recebimento. O motivo é simples: porque as empresas quebraram. A lacuna reside justamente neste ponto: como dar a baixa destes créditos? O Manual de Contas do Setor Público até reconhece o problema, mas deixa uma lacuna para os Administradores locais. Observe:

“Os créditos inscritos em dívida ativa, embora gozem de prerrogativas jurídicas para sua cobrança, apresentam significativa probabilidade de não realização em função de cancelamentos, prescrições, ações judiciais, entre outros.

Assim, as perdas esperadas referentes à dívida ativa devem ser registradas por meio de uma conta redutora do ativo.

A responsabilidade pelo cálculo e registro contábil do ajuste para perdas é do órgão ou entidade competente para a gestão da dívida ativa. **Este Manual não especifica uma metodologia para o cálculo do ajuste para perdas, tendo em vista a diversidade da origem dos créditos e dos graus de estruturação das atividades de cobrança nos entes da Federação. Caberá a cada ente a escolha da metodologia que melhor retrate a expectativa de recebimento dos créditos inscritos.** A metodologia utilizada e a memória de cálculo do ajuste para perdas deverão ser divulgadas em Notas Explicativas. A mensuração do ajuste para perdas deve basear-se em estudos especializados que delineiem e qualifiquem os créditos inscritos, de modo a não superestimar e nem subavaliar o patrimônio real do ente público. Tais estudos poderão considerar, entre outros aspectos, o tipo de crédito (tributário ou não tributário), o prazo decorrido desde sua constituição, o andamento das ações de cobrança (extrajudicial ou judicial), dentre outros”<sup>430</sup>.

Em suma: há uma lacuna no ordenamento jurídico nacional. Ora, como uniformizar a denominada “conta redutora do ativo”? Um ponto é certo: tal elemento é essencial, não apenas para o Administrador Público, para que este possa tomar conhecimento do total do seu

---

<sup>429</sup>BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU\\_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o\\_com+capa\\_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o_com+capa_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx). Acesso em: 15 jan. 2019, p. 359.

<sup>430</sup>BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual de Contabilidade Aplicada ao Setor Público**. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU\\_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o\\_com+capa\\_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/695350/CPU_MCASP+8%C2%AA%20ed+-+publica%C3%A7%C3%A3o_com+capa_2vs/4b3db821-e4f9-43f8-8064-04f5d778c9f6.aspx). Acesso em: 15 jan. 2019, p. 365.

ativo financeiro, mas, também, diante de uma operação de securitização, para o investidor, que deverá ter pleno conhecimento do *pool* de ativos subjacentes. Nunca é demais relembrar que a baixa qualidade do pool de ativos subjacentes foi uma das razões da crise da *subprime* de 2008. Uma baixa qualidade do ativo alienado pelo ente da Federação pode sim acarretar graves consequências para o orçamento do Estado (o qual poderá absorver novos prejuízos) e dos investidores.

### **3.4 Há Antecipação da Receita Orçamentária (A.R.O) na operação de securitização?**

Para compreender se há ou não antecipação de receita orçamentária com o processo de securitização, torna-se necessário retomar o conceito de receita pública. Logo após, deve-se analisar a classificação adotada pela lei de nº 4.320/64, ou seja, as diferenças entre (i) receitas correntes e (ii) receitas de capital. Por fim, após a delimitação dos referidos pilares, parte-se para a compreensão do que é antecipação de receitas. E por que tais definições são importantes? Simples: para verificar se há, com a securitização, antecipação ou não de receitas públicas.

Enfim, o que é receita pública?

Em sentido estrito, Aliomar Baleeiro explica que receita “é a entrada de recursos que, integrando-se no patrimônio público, sem quaisquer reservas, condições ou correspondência no passivo, vem acrescer seu vulto, como elemento novo e positivo” (BALEEIRO, 1976, p. 130). Para referido Autor, nem todas as entradas de recursos nos cofres do Estado são receitas públicas. Podem ser simplesmente representar “movimentos de fundos” ou, ainda, “entradas de caixa”, uma vez que não alteram o patrimônio estatal e pode estar condicionados à restituição posterior (BALEEIRO, 1976, p. 130).

Regis Fernandes de Oliveira sustenta que receita pública deve ser entendida como a entrada de recursos destinada a “permanecer em definitivo nos cofres públicos” (OLIVEIRA, 2014, p. 235), ou, em outras palavras, “receita é a entrada definitiva de dinheiro e bens nos cofres públicos” (OLIVEIRA, 2014, P. 236).

Andressa Guimarães Torquato Fernandes e Alexandre Coutinho da Silveira sustentam que, sob o enfoque orçamentário, “receitas públicas correspondem aos ingressos disponíveis

para a cobertura das despesas orçamentárias ou para as operações que financiem tais despesas”. A integração ao patrimônio público também é destacada pelos Autores, eis que sustentam que: “A receita pública (...) agrega-se patrimonialmente ao Erário” (FERNANDES, COUTINHO, 2016, p. 20).

Logo, portanto, é possível sustentar que ao falar-se em receitas públicas sustenta-se o ingresso de recursos nos cofres públicos ali permanecendo, o que representa uma variação positiva ao patrimônio estatal, destinados ou não a cobertura das despesas públicas.

Muitas são as classificações adotadas para as Receitas Públicas<sup>431</sup>. Contudo, no caso concreto, fala-se apenas na classificação legal, realizada pelo artigo 11 da Lei de nº 4.320/64, que trata da definição das categorias econômicas: (i) receitas correntes e (ii) receitas de capital.

Receitas Correntes devem ser compreendidas como:

(...) aquelas oriundas das atividades operacionais do Estado, para aplicação em despesas correspondentes (classificáveis como correntes), visando ao alcance das finalidades e metas dos diversos entes públicos, conforme previstas nos programas e ações de governo.

Essas receitas denominam-se correntes porque não se originam em operações de crédito ou amortização de empréstimos e financiamentos, tampouco na alienação de componentes do ativo permanente do Estado.

(...)

As receitas correntes (...) incrementam somente o patrimônio não duradouro do Estado, ou seja, aquele patrimônio que se esgota dentro do período anual (RUBINSTEIN, 2008, p. 59).

Já as Receitas de Capital, por sua vez, dizem respeito àquelas:

(...) que alteram o patrimônio duradouro do Estado. Elas podem constituir meios para atingir-se a finalidade fundamental do ente respectivo que as auferem, ou até para o financiamento de atividades não-operacionais visando à promoção das atividades primordiais de tal ente.

(...)

Essas receitas são representadas por mutações patrimoniais que nada acrescentam ao patrimônio público, ocorrendo uma troca de elementos patrimoniais, isto é, um aumento no sistema financeiro (entrada de recursos financeiros) e uma baixa no sistema patrimonial (saída do patrimônio em troca de recursos financeiros)”

---

<sup>431</sup>A primeira classificação que pode ser construída a partir do critério da periodicidade. Neste sentido, as receitas podem ser ordinárias (são aquelas periódicas, que compõe o orçamento público) ou extraordinárias (auferidas excepcionalmente). O segundo critério que é amplamente utilizado pela doutrina nacional refere-se à origem da receita. Pode ser originária, ou seja, cuja origem está relacionada ao patrimônio estatal ou derivada – nasce do setor privado. Neste ponto, Regis Fernandes de Oliveira insere também as receitas transferidas, ou seja, originadas em um determinado ente da Federação, mas repassado para outro por força constitucional (OLIVEIRA, 2014, p. 236-239)



(RUBINSTEIN, 2008, P. 62).

E como tais conceitos são trabalhados na operação de securitização?

No caso concreto, o ente da Federação ao adotar a securitização, extrai parcela do seu patrimônio – ativo financeiro (fluxo de créditos – recebíveis tributários) e repassa para um ente da Administração Pública Indireta, mediante uma determinada contrapartida (cessão *pro solvendo* ou cessão *pro soluto*). Ao alienar ou onerar créditos tributários (dívida ativa), o ente subnacional está usufruindo de uma receita de capital e não de uma receita corrente. Em suma: independentemente, se a operação for classificada como simples alienação ou como operação de crédito, a receita é de capital. Sendo uma receita de capital, não pode ser utilizada para despesas de custeio. E como verificar se há ou não uma antecipação de receita orçamentária?

Certo é que nem sempre as receitas previstas nas leis orçamentárias são arrecadadas, causando um desequilíbrio entre as despesas necessárias e receitas disponíveis, prejudicando o fluxo de recursos e, por consequência, a execução orçamentária. Desta forma, o legislador, ao editar a Lei de Responsabilidade Fiscal, permitiu que fossem realizadas operações de créditos com vistas a antecipar os créditos relativos às receitas orçamentárias. Deste modo, o art. 38, da LRF prevê que a antecipação de receita orçamentária deve atender aos seguintes requisitos:

Art. 38. A operação de crédito por antecipação de receita destina-se a atender insuficiência de caixa durante o exercício financeiro e cumprirá as exigências mencionadas no art. 32 e mais as seguintes:

- I - realizar-se-á somente a partir do décimo dia do início do exercício;
- II - deverá ser liquidada, com juros e outros encargos incidentes, até o dia dez de dezembro de cada ano;
- III - não será autorizada se forem cobrados outros encargos que não a taxa de juros da operação, obrigatoriamente prefixada ou indexada à taxa básica financeira, ou à que vier a esta substituir;
- IV - estará proibida:
  - a) enquanto existir operação anterior da mesma natureza não integralmente resgatada;
  - b) no último ano de mandato do Presidente, Governador ou Prefeito Municipal.

A respeito da securitização e da discussão sobre a antecipação da receita orçamentária, destaca-se os ensinamentos de Luis Felipe Vidal Arellano. Observe:

A importância de tal distinção reside no fato de que o artigo 37 da Lei de Responsabilidade Fiscal considera operação equiparada à operação de crédito e veda a operação de captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou

contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido. Este não é o caso, porém, das operações de securitização de recebíveis decorrentes de parcelamentos tributários que se tem realizado no Brasil, visto que, nestas operações, ao contrário, *encontram-se créditos já constituídos, decorrentes de fatos geradores passados. Esse mesmo motivo é suficiente para distinguir a securitização de simples operação de crédito por antecipação de receita orçamentária, na qual há a obrigação de devolução do valor integralmente adiantado e que não faz referência necessariamente a tributos devidos por fatos geradores já ocorridos* (ARELLANO, 2018, p. 246).

Em relação ao Projeto de Lei de nº 204/2016, tal tema foi tratado pelo Senador José Aníbal por meio da Emenda nº 01 – destaca-se que ao chegar a Câmara dos Deputados o PL recebeu o número 459/2017<sup>432</sup>. Segundo a justificativa apresentada, os recursos provenientes da cessão de créditos tributários só poderão ser aplicados em despesas de capital – especialmente investimentos – ou na capitalização de sistemas de previdência”<sup>433</sup>. Ocorre, contudo, que, para referido Senado, a securitização não configura uma operação de crédito. Logo, há que tornar a securitização sujeita à disciplina do artigo 44 da Lei nº 101, de 2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal.

E por que cabe referido cuidado? A preocupação do legislador refere-se a não dilapidação do Patrimônio Público. Tal fato torna-se evidente pela indicação do artigo 44 da Lei de Responsabilidade Fiscal<sup>434</sup>. Segundo Misabel Abreu Machado Derzi, referido artigo:

“quer impedir a alienação do patrimônio público sem contrapartida em novos investimentos. Alienar bens para custear as despesas cotidianas da administração equivale a dilapidar o patrimônio público. É norma de franca proteção ao patrimônio estatal, que somente cede quando se trata de previdência social. Ressurge aqui a preocupação em assegurar recursos suficientes à consecução das finalidades constitucionais ligadas à previdência social geral ou própria dos servidores públicos” (DERZI, 2011, pp. 368-369).

<sup>432</sup> BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei n. 459/2017**. Altera a Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964, para dispor sobre a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação, e a Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), para prever o protesto extrajudicial como causa de interrupção da prescrição e para autorizar a administração tributária a requisitar informações a entidades e órgãos públicos ou privados. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2166464>. Acesso em: 08 mar 2019.

<sup>433</sup> BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei n. 459/2017**. Altera a Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964, para dispor sobre a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação, e a Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), para prever o protesto extrajudicial como causa de interrupção da prescrição e para autorizar a administração tributária a requisitar informações a entidades e órgãos públicos ou privados. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2166464>. Acesso em: 08 mar 2019.

<sup>434</sup>“Artigo 44. É vedada a aplicação da receita de capital derivada da alienação de bens e direitos que integram o patrimônio público para financiamento da despesa corrente, salvo se destinada por lei aos regimes de previdência social, geral e próprio dos servidores públicos”.

Da mesma forma, Luis Felipe Vidal Arellano esclarece que: “a legislação financeira já conta com regras de resguardo no sentido de evitar o desequilíbrio intergeracional na aplicação de tais recursos, sendo a principal delas a limitação de aplicação de receitas de alienação de bens em despesas de capital, na forma do artigo 44 da LRF” (ARELLANO, 2018, pp. 249/250).

Enfim: a receita advinda da operação de securitização não pode ser classificada como uma antecipação de receita orçamentária, uma vez que não possui como objetivo suprir eventuais furos da receita corrente, diante, por exemplo, de qualquer obstáculo que prejudique as metas de arrecadação. E mais: a receita derivada da securitização corresponde a uma receita de alienação e/ou de oneração de ativos financeiros do Estado (crédito/recebíveis). Logo, as receitas auferidas na operação não podem ser direcionadas para o custeio da execução orçamentária, ou melhor, das despesas correntes. Pode-se até sustentar que a securitização é uma operação de crédito, conforme exposto a seguir. Contudo, o instrumento enquadra-se no "gênero" operação de crédito, não na espécie de antecipação de receita. Sendo assim, os requisitos e limitações das operações de crédito por antecipação de receita - descritos no artigo 38 da LRF - não podem ser aplicadas à securitização.

### **3.5 O conceito de operações de crédito e o endividamento público: efeitos para o federalismo fiscal – redução da autonomia dos entes da federação?**

Ultrapassada a análise da possibilidade ou não de uma criação de um VPE, fixada a diferença entre regimes contábeis e cômputo da receita pública e da dívida ativa como um ativo financeiro, ponto essencial, na presente tese, é compreender se a securitização é, enfim, uma operação de crédito ou não. E por quê? Se for operação de crédito, deverá obedecer a todas as restrições, limitações e condições presentes na LRF, em especial nos artigos 30, 31 e 32, e nas Resoluções do Senado de nºs 40<sup>435</sup> e 43<sup>436</sup>, por força da incidência do artigo 52,

---

<sup>435</sup>BRASIL. Senado Federal. **Resolução nº 40, de 20 de dezembro de 2001**. Dispõe sobre os limites globais para o montante da dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, em atendimento ao disposto no artigo 52, VI e IX, da Constituição Federal. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/norma/562458>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

<sup>436</sup>BRASIL. Senado Federal. **Resolução nº 43, de 21 de dezembro 2001**. Dispõe sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e

incisos VI, VII, VIII e IX da Constituição Federal<sup>437</sup>. E mais: ao definir a securitização como uma operação de crédito, aspecto essencial do federalismo fiscal torna-se pauta, eis que há a necessidade de discutir se há ou não a redução da autonomia orçamentária dos Estados-membros com o controle do endividamento por parte da União Federal.

Um dos pontos mais discutidos no Projeto de Lei Complementar de nº 204/2016 é a natureza jurídica da securitização<sup>438</sup>. Da mesma forma que o Senador José Serra, o Senador José Aníbal, na sua proposta de Emenda 01, destaca, em sua justificativa, que: “as sugestões ora propostas aprimoram a redação original do PLS nº 204, de 2016 – Complementar. A principal delas é a explicitação de que a cessão dos direitos creditórios não equivale a uma operação de crédito”.

É importante destacar que, desde a apresentação do projeto pelo Senador José Serra, a preocupação com a natureza jurídica da operação verticalizou-se. Tanto é que o Senador José Aníbal acrescenta ao projeto mãe o parágrafo quarto. Observe a redação: “As cessões realizadas nos termos deste artigo não se enquadram nas definições que se tratam os arts. 29, III e IV, e 37 da Lei Complementar nº 101, de 2000, e devem ser consideradas operação de venda definitiva de patrimônio público, subordinando-se ao disposto no art. 44 daquela Lei”.

Mas o que são operações de crédito e quais as consequências para a securitização? Basta a lei formal sustentar que não é uma operação de crédito para definir a natureza jurídica de uma relação?

A Lei de Responsabilidade Fiscal, ao tratar da disciplina do endividamento público, em seu artigo 29, III, não traçou a definição do conceito de “operação de crédito”. Segundo a Lei, “operação de crédito” caracteriza-se como “o compromisso financeiro assumido em razão do

---

condições de autorização, e dá outras providências. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/norma/582604>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

<sup>437</sup>“Art. 52. Compete privativamente ao Senado Federal: VI - fixar, por proposta do Presidente da República, limites globais para o montante da dívida consolidada da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; VII - dispor sobre limites globais e condições para as operações de crédito externo e interno da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, de suas autarquias e demais entidades controladas pelo Poder Público federal; VIII - dispor sobre limites e condições para a concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno; IX - estabelecer limites globais e condições para o montante da dívida mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios; (...)”.

<sup>438</sup>BRASIL. Senado Federal. **Projeto de Lei n. 459/2017**. Altera a Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964, para dispor sobre a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação, e a Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), para prever o protesto extrajudicial como causa de interrupção da prescrição e para autorizar a administração tributária a requisitar informações a entidades e órgãos públicos ou privados. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2166464>. Acesso em: 08 mar 2019.

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”. Houve, portanto, apenas um cuidado em exemplificar. Observe:

Operação	Conceito
Mútuo	Trata-se de um tipo de operação que “cria a obrigação ao mutuário de restituir ao mutuante o que dele recebeu” (CONTI, 2011, p. 272). Há compromisso financeiro porque mutuário, além de devolver o que recebeu do mutuante, deverá arcar com a estipulação de juros (artigo 1256 CC).
Emissão e aceite de título	Há uma discussão a respeito de quais títulos. Para Heleno Taveira Torres, os títulos, aqui mencionados, são de crédito <sup>439</sup> . Nota-se, aqui, a presença da securitização em sentido lato.
Aquisição Financiada de Bens <sup>440</sup>	Caracteriza-se por ser um “negócio jurídico que normalmente se dá entre uma instituição financeira, que adianta recursos, a alguém que necessita dos recursos para determinado empreendimento”(TORRES, 2014, p. 272).
Arrendamento Mercantil ( <i>leasing</i> )	Corresponde a uma modalidade de financiamento de bens “Por meio do qual o arrendatário pode optar ao final do contrato pela aquisição do bem ou pela continuidade no pagamento da prestação, como se fosse uma locação”(TORRES, 2014, p.272). Vale salientar que: além dos juros, é cobrado o VRG (Valor Residual Garantido).
Uso de Derivativos Financeiros	Os derivativos financeiros correspondem a um contrato ou um título cujo valor deriva de um determinado ativo financeiro (EIZIRIK; et all, 2011. p. 115).
“outras operações assemelhadas”	Trata-se de uma definição exemplificativa e não taxativa. Devem possuir três elementos: (i) confiança; (ii) capital e (iii) tempo, como será a seguir

<sup>439</sup> A respeito da matéria, Heleno Torres esclarece que: “o artigo 29, III, da LRF faz referência ainda à “emissão e ao aceite de título”, referindo-se, logicamente, à emissão e ao aceite de títulos de crédito. A emissão decorre do ato unilateral de subscrição, que é uma disposição de vontade do próprio patrimônio. A partir deste ato, podem surgir distintos atos bilaterais que tenham por conteúdo a transmissão do título representativo do crédito contra o subscritor da dívida assumida. Como já escrevemos, “títulos públicos são títulos documentais emitidos pelo Estado, sob base legal que discrimina o objeto, as condições, modos e limites da sua circulação e regate. São da espécie dos chamados títulos cambiariiformes, cuja circularidade, custódia e liquidação são dependentes da relação jurídica original, qual seja a emissão pelo Estado, representativa de um direito de crédito, para liquidação futura. Nos títulos públicos sempre haverá um vínculo à causa original (a dívida pública ou o empréstimo público). Essa é a razão pela qual tais modalidades divergem dos chamados títulos cambiais (cheque, letra de câmbio, nota promissória), plenos e bastantes -em-si, aos quais vige o princípio da independência e abstração. Por conseguinte, excepciona-se dos títulos públicos a abstração, segundo a qual o documento poderá circular de modo alheio à causa que justifica a sua formação, sem qualquer vínculo com a vontade do ente que originalmente o emitiu”. (TORRES, 2014, p. 448-449).

<sup>440</sup> Tanto é operação de crédito o levantamento direto de um empréstimo em dinheiro, quanto a aquisição de bens e serviços para pagamento a médio ou longo prazo. As pessoas públicas recorrem aos empréstimos, realizando operações de crédito. Conforme se expõe detidamente, em outra passagem deste estudo, não deixa de ser uso do crédito público a compra, pelo poder público, de bens ou serviços mediante contrato para pagamento em parcelas, ou “em prestações”, como vulgarmente se costuma dizer, a médio ou longo prazo. Porque é a mesma coisa — como mesmo é o resultado — tomar dinheiro, de que se não dispõe por empréstimo para adquirir um bem ou serviço de terceiro e proceder à mesma aquisição, diretamente do fornecedor de bens ou serviços, sem dispor do numerário necessário. Em ambos os casos, é ao crédito que o poder público recorre, realizando dois negócios ao mesmo tempo” (TORRES, 2014 p. 451).

	demonstrado.
Operação de Crédito por Antecipação de receita Orçamentária (artigo 38 da LRF)	<p>“Havendo uma previsão orçamentária de receita que ainda não ingressou nos cofres públicos, o ente federativo interessado poderá utilizar-se de “empréstimo” para fazer face às despesas imediatas”(RAMOS FILHO, 2012, p.329).</p> <p>Para a ARO, o ente da federação deverá <i>pagar juros e encargos incidentes. A taxa de juros da operação deverá ser prefixada ou indexada à Taxa Básica Financeira.</i> A ARO será realizada mediante abertura de crédito em instituição financeira, que manterá sistema de acompanhamento e controle do saldo do crédito aberto.</p>

\*Fonte: elaboração própria

Helena Taveira Torres esclarece que “a operação de crédito abrange quaisquer operações que envolvam a utilização de recursos de outrem, por um período de tempo, de modo a extrapolarem-se as noções de mútuo e de comodato (TORRES, 2014, p. 447)”. Régis Fernandes de Oliveira, por sua vez, indica características:

“a operação de crédito pode ter diversos instrumentos. De qualquer forma, constitui-se em obrigação bilateral. O ato de autorização do empréstimo pode ser unilateral, uma vez que decorre de ato típico do Estado. De outro lado, para que surja a operação, é ela contratual e necessita de um vínculo bilateral. Como já esclareci, cuida-se de contrato de direito público: a) deve haver prévia previsão orçamentária; b) exige disposição legal específico; c) a obrigatoriedade de autorização e controle do senado; d) necessária a finalidade pública; é) é possível alteração unilateral de determinadas cláusulas, se assim foi previsto na lei; f) há sujeição a prestação de contas; g) há inviabilidade de execução específica; h) pode ocorrer rescisão unilateral (...)” (OLIVEIRA, 2014, p.320).

Nota-se, a partir das descrições acima, que uma operação para ser caracterizada, como de crédito, no âmbito do direito financeiro, depende de alguns requisitos. Além de ser contratual, ou seja, no mínimo formado por dois polos, deve existir um compromisso financeiro, ou seja, deve existir, daquele que obtém o crédito, um compromisso em pagar para outrem, pelo uso de tais recursos, por um determinado período de tempo. Há, portanto, um comprometimento do patrimônio do ente da Federação. Daí a necessidade de autorização legislativa.

Mas, questiona-se: o rol do artigo 29, inciso III da LRF é exemplificativo ou não?

Marcos Juruena Villela Souto entende que:

“a Lei Complementar Federal impõe uma restrição na liberdade de atuação de todas as entidades federadas, que, por força do Princípio Federativo (CF, arts. 1º e 18), são dotadas de autonomia, inclusive para a gestão de seus recursos. Assim, considerando tratar-se de norma restritiva de direitos, a merecer interpretação fechada, poder-se-ia firmar uma linha de raciocínio, não livre de polêmica, que outras situações não foram abrangidas e, em razão disso, não haveria limitação à liberdade inerente à autonomia estadual” (SOUTO, 2003, p. 480).

Helena Taveira Torres ensina que:

“questão tormentosa, portanto, reside na utilização da expressão “e outras operações assemelhadas”, o que permitiria a compreensão de que se está diante de definição exemplificativa e não taxativa. Contudo, esta é mesma regra limitativa da autonomia dos Estados, com afetação às finanças públicas dos entes estatais, com efeito sobre o próprio federalismo fiscal, o que impede qualquer recurso a interpretações ampliativas ou capazes de acrescer limites que a LRF não constitui. Com “outras operações assemelhadas”, somente pode-se entender aquilo que se mantenha em conexão material ou causal com contratos de “mútuo”, de “abertura de crédito”, de “emissão e aceite de título”, de “aquisição financiada de bens”, de “recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços”, de “arrendamento mercantil” ou “uso de derivativos financeiros”. Ou seja, somente terá o condão de se afirmar como “operação de crédito” vedada pela LRF, ainda que na forma de “novação”, “refinanciamento” ou “postergação”, alguma operação que mantenha identidade ou semelhança com estas modalidades, devido ao caráter taxativo e vinculante dos atos e negócios jurídicos defesos pela LRF”. (TORRES, 2014, p. 447).

Para os dois autores acima, o artigo 29 da LRF, por ser uma norma restritiva, deve ter uma interpretação fechada. Contudo, tal entendimento não coincide com o posicionamento de que o rol apresentado é taxativo. Apesar do posicionamento rígido, Helena Taveira Torres garante certo grau de flexibilidade a interpretação quando afirma que a expressão “outras operações assemelhadas” deve ser compreendida como “conexão material/causal” com qualquer uma das operações ali descritas.

Outro é o posicionamento de Carlos Maurício Cabral Figueiredo. Referido Autor destaca que não há o exaurimento de todas as possibilidades, em razão da dinâmica dos mercados (em, especial, do mercado de capitais). O que há, em verdade, que no conceito de operações de crédito deve existir a inclusão de operações que “impliquem compromisso financeiro”(FIGUEIREDO, 2001, p. 194).

Mas, não é só. Como já mencionado, a Lei de Responsabilidade Fiscal ainda é cuidadosa ao delimitar, em seu artigo 37, outras condutas que se equiparam as operações de crédito. São elas:

I — captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido, sem prejuízo do disposto no



§ 7.º do art. 150 da Constituição;

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

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

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

Heleno Taveira Torres esclarece que:

“As citadas equiparações adotadas pela LRF bem revelam que o legislador não pretendeu conferir margem de discricionariedade ao intérprete, para alcançar pela definição legal de operações de crédito situações dessemelhantes daquelas referidas até mesmo como “equiparadas”. Feita essa delimitação material, não há que se pretender sua extrapolação. Mesmo diante de uma miríade de operações que poderiam ser vistas como operações de crédito — não apenas aquelas expressas na LRF mas também as “assemelhadas” — é defesa a inclusão, dentre as operações de crédito, de operações que não se apresentam como equivalentes” (TORRES, Heleno Taveira. 2014. p. 451).

Diante do exposto, nota-se que o tema é polêmico. Há, em parte da doutrina, uma tentativa em reduzir, ao máximo, as hipóteses de operação de crédito, inclusive, atestando um grau de interpretação restritiva ao artigo 29 da LRF, salientando, inclusive, a impossibilidade de incluir no rol de operações de créditos operações que não sejam equivalentes (questiona-se o posicionamento doutrinário, eis que, de fato, não faz sentido incluir operações que não tenham compromisso no referido rol, independente da realização de uma interpretação restritiva, eis a necessidade de definir características para referido instrumento jurídico).

Logo, a securitização é uma operação de crédito? O entendimento acima, de interpretação restritiva, pode ser aplicada ao caso concreto?

Para Marcos Juruena Villela Souto a securitização não corresponde a uma operação de crédito porque “não há abertura de crédito junto à instituição financeira”. Em outras palavras, o Estado “não assume qualquer obrigação de pagamento futuro” (SOUTO, 2003, p. 481).

Rafael Correia Fuso, seguindo a orientação acima, esclarece que: “Não há como confundir securitização com operação de crédito, pois estamos diante de uma alienação de direitos creditórios (ativos). (...) A securitização da Dívida Ativa que envolver a cessão definitiva do recebível sem garantias, sem pactos de recompra e sem a substituição dos

créditos por outros pelo cedente, não deverá ser tratada como operação de crédito” (FUSO, 2017, p.300).

Luis Felipe Vidal Arellano esclarece a respeito das operações de crédito que: “a operação de crédito, na ordem jurídica brasileira, não remete necessariamente a uma operação de mútuo convencional, podendo tomar diversas formas contratuais” (ARELLANO, 2018, p. 236). Uma cessão de crédito, por exemplo, é uma operação de crédito, mas, não, necessariamente, um mútuo, eis que a natureza da referida operação é de alienação. Para o autor, contudo, elemento essencial do conceito, no tocante à Lei de Responsabilidade Fiscal, é a “utilização temporária de recursos de terceiros para posterior devolução” (ARELLANO, 2018, p. 236). Ou em outras palavras: “a operação de crédito, enquanto modalidade de empréstimo, tem na sua essência um compromisso de devolução da coisa recebida, ou de coisa da mesma espécie e quantidade” (ARELLANO, 2018, p. 236).

E aqui está um dos pontos mais delicados. Se o modelo de securitização adotado pelos entes da Federação no Brasil fosse um modelo "*pass through structures*", ou seja, se o cedente, ou seja, o originador do *pool* de ativos subjacentes, cedesse de forma definitiva o fluxo de recebíveis (ainda que fosse possível um *trust* no Brasil), ou, ainda, que o cedente não possuísse qualquer responsabilidade em relação ao adimplemento do ativo subjacente (cessão *pro soluto*), podia-se afirmar que a securitização seria uma alienação de ativos. Daí a única restrição seria o artigo 44 da Lei de Responsabilidade Fiscal, como salientado no projeto de lei em discussão.

Contudo, a estrutura existente não é essa. Os modelos existentes no Brasil estão muito mais relacionados à modalidade de "*pay through structures*", ou seja, como uma modalidade na qual o ente da Federação emitente (ente originador cedente) resta responsável pela qualidade dos créditos subjacentes e securitizados (cessão *pro solvendo*), cujos fluxos financeiros se destinam ao reembolso e remuneração do capital investido pelos subscritores das obrigações (debêntures). Referido modelo caracteriza-se muito mais como uma dívida do emitente garantida pelo fluxo de crédito, ou ainda, como já tratado, como um negócio jurídico fiduciário (mesmo adotando a interpretação restritiva indicada pelos Autores). No modelo de securitização proposto, a operação representa um compromisso financeiro para o Estado seja porque o Estado continua responsável pela gestão do ativo subjacente (fluxo de recebíveis), pela solvência do ativo (substituição diante do inadimplemento) ou, ainda, por uma determinada *tranche* de debêntures (garantindo a operação, ainda que de forma indireta). A

materialização do referido compromisso pode ocorrer não apenas pelo deságio, mas, em especial, pela necessidade de deslocamentos orçamentários, por exemplo, para compra de uma determinada debêntures.

Logo, o modelo de securitização em sentido estrito, adotado pelo Brasil, corresponde a uma operação de crédito – independentemente da interpretação restritiva - em relação ao artigo 29 da Lei de Responsabilidade Fiscal, eis que há a presença da noção de compromisso financeiro.

Tanto é que a Resolução de nº 444/2006 da CVM traz em seu artigo 7º, parágrafo 9º a afirmação de que a securitização da Dívida Ativa deve ser tratada como operação de crédito (provavelmente parte do conceito estrito de securitização)<sup>441</sup>. Nesse sentido, destaca-se:

“Art. 7º O funcionamento dos fundos de que trata esta Instrução, abertos ou fechados, dependerá de prévio registro na CVM.

(...)

9º Nos fundos que realizarem aplicações nos direitos creditórios referidos no inciso II do § 1º do art. 1º desta Instrução, ou em direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público, deverá ser apresentada manifestação acerca da existência de compromisso financeiro que se caracterize como operação de crédito, para efeito do disposto na Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, devendo, em caso positivo, ser anexada competente autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32 da referida Lei Complementar”.

Certo é, por um lado, que a alienação/onerção do fluxo de recebíveis - o que contribuiu para a adoção da modalidade *pay through*- é uma opção em razão da estrutura da administração tributária brasileira, conforme será demonstrado ao longo do capítulo 4. Por outro lado, referida modalidade é reforçada pela forma pelas quais os valores mobiliários, relacionados ao VPE, são organizados. Para tanto, deve-se analisar, em especial, as características das debêntures ou cotas subordinadas emitidas pelo Veículo de Propósito Específico.

Sabe-se que as debêntures são valores mobiliários<sup>442</sup> “que conferem aos seus titulares um direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições estabelecidas na escritura de emissão e no certificado, se houver” (EIZIRIK et al., 2011, p. 68). Em outras palavras: “a debênture, dessa forma, designa o direito de crédito de seu titular contra a companhia

---

<sup>441</sup>BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 444, de 2004**. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados.. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html>. Acesso em: 20 jan. 2019.

<sup>442</sup> Conforme determina o artigo 2º, inciso I da Lei nº 6.385/1976, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001.

emissora, em razão de um empréstimo por ela contraído” (EIZIRIK et al., 2011, p. 68). A finalidade, portanto, da debênture é justamente possibilitar o financiamento da companhia emissora. O crédito, neste caso, seria obtido mediante apelo ou (i) a um determinado grupo de pessoas (emissão privada) ou (ii) à poupança popular (mediante mercado de capitais). Trata-se de uma alternativa à intermediação financeira (instituições bancárias) e a nova emissão de ações, mediante o aumento do capital social (EIZIRIK et al., 2011, pp. 68-69).

Sendo assim, é possível afirmar que a natureza jurídica da debênture é de mútuo mercantil. Dir-se-ia, ainda, que se trata de um mútuo especial, eis que a quantidade mutuada é dividida em frações, número que corresponde às debêntures subscritas. Cada uma das debêntures é vinculada a um contrato subjacente (eis a razão de sustentar a natureza causal do referido valor mobiliário). Os termos do contrato estão minuciosamente descritos na escritura de emissão e nos próprios certificados<sup>443</sup> (em caso de existirem) (EIZIRIK et al., 2011, p. 69).

O negócio jurídico das debêntures comporta duas fases distintas: a primeira é a emissão, ou seja, a companhia manifesta interesse, de acordo com as normas legais e estatutárias, de emitir os valores mobiliários. Tal ato ocorre quando da deliberação da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração<sup>444</sup>. O segundo momento, contudo, é o da subscrição. Na subscrição há a manifestação de vontade por parte dos tomadores, ou seja, se aceitam ou não a oferta da companhia (EIZIRIK et al., 2011, p. 71). Em outras palavras: ocorre quando o interessado repassa a contrapartida pela debênture<sup>445</sup>.

E qual é o negócio de fato existente? Simples: por meio da debênture, a companhia interessada toma, em sede de mútuo, uma determinada quantia de um interessado. Em contrapartida, a companhia deve pagar uma determinada remuneração que consiste na correção monetária e de uma determinada taxa de juros. Em certos casos, é possível que a debênture dê direito à participação nos lucros. No vencimento do título<sup>446</sup>, a companhia deverá resgatá-lo (EIZIRIK et al., 2011, p. 71).

As debêntures podem ser de quatro espécies distintas (e daí a importância do seu estudo para a tese). São elas: “(a) com garantia real; (b) com garantia flutuante, que confere aos debenturistas preferência sobre os credores quirografários, na hipótese de falência da sociedade emissora; (c) quirografária ou sem preferência, quando o debenturista concorre na

---

<sup>443</sup> Artigo 52 da Lei Societária.

<sup>444</sup> Artigos 52 e 59 da Lei de Sociedade Anônima. Ver medida provisória de nº 517/2010.

<sup>445</sup> Artigo 57, parágrafo primeiro, da Lei de Sociedade Anônima.

<sup>446</sup> Existem as chamadas debêntures perpétuas. Isto é: não há um prazo determinado para seu vencimento (artigo 55, parágrafo 3º da Lei 6.404/1976)

massa falida com os demais credores sem garantia; e (d) subordinada aos demais credores da companhia ou subquirografárias, cujo titular tem preferência somente sobre os acionistas da companhia emissora, no caso da falência” (ARELLANO, 2018, p.71).

Nas operações envolvendo a subscrição de debêntures ou cotas subordinadas, não há baixa do ativo da empresa (como demonstrado anteriormente). Isto porque só há baixa de um instrumento financeiro em caso de “transferência substancial de todos os riscos e benefícios da propriedade do ativo financeiro, sendo que tal transferência deve ser avaliada em vista da variação do fluxo de caixa esperado da entidade antes e depois da transferência” (ARELLANO, 2018, p. 237). Em outras palavras: “se, em função das variáveis concretas, for altamente improvável a ausência de pagamento das debêntures/cotas seniores, recaindo todo o risco sobre o detentor das debêntures/cotas subordinadas, então, deve-se inequivocadamente manter o registro do instrumento financeiro no ativo da entidade cedente” (ARELLANO, 2018, p. 238).

E aqui é necessário distinguir o que se entende por “reforço de crédito” e “garantia de adimplemento”. Em relação à operação de securitização, compreende-se “reforço de crédito” da seguinte forma:

Tanto no caso da securitização por meio de sociedades securitizadoras quanto por meio de FIDCs é comum que o cedente amplie a segurança do investimento para o adquirente dos valores mobiliários emitidos ao final da operação, por meio da subscrição de valores mobiliários (debêntures ou cotas de FIDCs) subordinados. Neste caso, torna-se possível conferir ao titular dos valores mobiliários seniores preferência no recebimento dos rendimentos, resgatando-se os valores subscritos pela originadora dos créditos cedidos apenas após o pagamento dos investidores. O resgate neste caso pode ocorrer em dinheiro, mas, também, em direitos creditórios, o que também favorece a regularidade do fluxo de caixa de veículo de securitização adotado.

Na hipótese acima destacada, contudo, o chamado “reforço de crédito”, que normalmente é realizado com a finalidade de redução do risco da operação para os investidores, obtendo assim o melhor *rating* na emissão dos valores mobiliários a serem subscritos, torna a distinção da securitização em relação às operações de crédito mais complexa, demandando do operador do direito um maior cuidado na análise dos instrumentos contratuais que regem a operação (2018, p. 234).

E como funciona esse reforço de crédito?

Sabe-se que nas operações de crédito, o risco do negócio jurídico é de quem empresta os valores. Logo, por exemplo, em uma operação de desconto bancário, o risco do negócio é do cedente. Isto é, em outras palavras, no caso do desconto bancário, o tomador de

recursos da instituição financeira é o responsável pelo risco da operação. Se não houver pagamento do título, o tomador dos recursos responde. No caso da operação de securitização de recebíveis, o risco está no inadimplemento dos devedores dos créditos cedidos (ativo subjacente). O risco do cessionário não está atrelado ao cedente, mas ao não pagamento dos títulos. Sendo assim, reforça-se: o risco estaria nas mãos dos investidores, os quais compraram os valores mobiliários. De forma a reforçar a segurança da operação, o ente cedente adquire os valores mobiliários subordinados, garantindo o recebimento de retorno nos valores mobiliários sêniores. Qual é o problema desta operação? Ora, além do custo da operação, o Estado assume o risco ao subscrever as ações subordinadas. O Estado passa a atuar como um garantidor da sua própria operação. Daí a razão pela qual sustenta-se que o modelo de securitização adotado no Brasil deve ser caracterizado como uma operação de crédito.

Como a securitização é uma operação de crédito, certo é que o ente da Federação que irá adotá-la deverá seguir os ditames dos artigos 30-32 da LRF, isto é, deverá conseguir a autorização do Ministério da Fazenda para a realização da operação, a qual deverá, em poucas palavras, analisar as seguintes condições: (i) obediência aos limites para a contratação de operações de crédito, fixados nos termos do artigo 52, incisos VI a IX da CF (Resoluções de

n<sup>os</sup> 40<sup>447</sup> e 43<sup>448</sup> do Senado Federal), bem como do artigo 32, inciso III da LRF<sup>449</sup>; (ii) adequada relação custo-benefício da operação e o interesse econômico e social da operação (artigo 32, caput, parágrafo 1<sup>o</sup><sup>450</sup>); (iv) existência de prévia e expressa autorização (artigo 32, inciso I da LRF<sup>451</sup>); (v) inclusão no orçamento dos créditos adicionais decorrentes da operação; (v) atendimento do disposto no inciso III do artigo 167 da CF (artigo 32, inciso V

---

<sup>447</sup> Segundo a Resolução de n. 40, o limite do endividamento do Estado é: "**Art. 3º** A dívida consolidada líquida dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, ao final do décimo quinto exercício financeiro contado a partir do encerramento do ano de publicação desta Resolução, não poderá exceder, respectivamente, a: (*Vide Resolução n.º 20, de 2003*) I - no caso dos Estados e do Distrito Federal: 2 (duas) vezes a receita corrente líquida, definida na forma do art. 2; e II - no caso dos Municípios: a 1,2 (um inteiro e dois décimos) vezes a receita corrente líquida, definida na forma do art. 2. Parágrafo único. Após o prazo a que se refere o **caput**, a inobservância dos limites estabelecidos em seus incisos I e II sujeitará os entes da Federação às disposições do art. 31 da Lei Complementar n.º 101, de 4 de maio de 2000".

<sup>448</sup> Sobre limites do endividamento público, a Resolução de n.º 43 do Senado Federal determina que: "**Art. 7º** As operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios observarão, ainda, os seguintes limites: I - o montante global das operações realizadas em um exercício financeiro não poderá ser superior a 16% (dezesseis por cento) da receita corrente líquida, definida no art. 4; II - o comprometimento anual com amortizações, juros e demais encargos da dívida consolidada, inclusive relativos a valores a desembolsar de operações de crédito já contratadas e a contratar, não poderá exceder a 11,5% (onze inteiros e cinco décimos por cento) da receita corrente líquida; III - o montante da dívida consolidada não poderá exceder o teto estabelecido pelo Senado Federal, conforme o disposto pela Resolução que fixa o limite global para o montante da dívida consolidada dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. § 1º O limite de que trata o inciso I, para o caso de operações de crédito com liberação prevista para mais de um exercício, será calculado levando em consideração o cronograma anual de ingresso, projetando-se a receita corrente líquida de acordo com os critérios estabelecidos no § 6º deste artigo. § 2º O disposto neste artigo não se aplica às operações de concessão de garantias e de antecipação de receita orçamentária, cujos limites são definidos pelos arts. 9º e 10, respectivamente. § 3º São excluídas dos limites de que trata o **caput** as seguintes modalidades de operações de crédito: (*Redação dada pela Resolução n.º 19, de 2003*) I - contratadas pelos Estados e pelos Municípios com a União, organismos multilaterais de crédito ou instituições oficiais federais de crédito ou de fomento, com a finalidade de financiar projetos de investimento para a melhoria da administração das receitas e da gestão fiscal, financeira e patrimonial, no âmbito de programa proposto pelo Poder Executivo Federal; (*Incluído pela Resolução n.º 19, de 2003*) II - contratadas no âmbito do Programa Nacional de Iluminação Pública Eficiente - Reluz, estabelecido com base na Lei n.º 9.991, de 24 de julho de 2000. (*Incluído pela Resolução n.º 19, de 2003*) III - contratadas diretamente com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), ou com seus agentes financeiros credenciados, no âmbito do programa de empréstimo aos Estados e ao Distrito Federal de que trata o art. 9-N da Resolução n.º 2.827, de 30 de março de 2001, do Conselho Monetário Nacional (CMN), e suas alterações. (*Incluído pela Resolução n.º 29, de 2009*) IV - destinadas ao financiamento de infraestrutura para a realização da Copa do Mundo FIFA 2014 e dos Jogos Olímpicos e Paraolímpicos de 2016, autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). (*Incluído pela Resolução n.º 45, de 2010*)—§ 4º Para efeitos de atendimento ao disposto no inciso II do **caput**, o cálculo do comprometimento anual com amortizações e encargos será feito pela média anual da relação entre o comprometimento previsto e a receita corrente líquida projetada ano a ano, considerando-se, alternativamente, o que for mais benéfico: (*Redação dada pela Resolução n.º 36, de 2009*) I - todos os exercícios financeiros em que houver pagamentos previstos da operação pretendida; ou (*Incluído pela Resolução n.º 36, de 2009*) II - os exercícios financeiros em que houver pagamentos até 31 de dezembro de 2027. (*Incluído pela Resolução n.º 36, de 2009*) § 6º Para os efeitos deste artigo, a receita corrente líquida será projetada mediante a aplicação de fator de atualização a ser divulgado pelo Ministério da Fazenda, sobre a receita corrente líquida do período de 12 (doze) meses findos no mês de referência. § 7º O disposto neste artigo não se aplica às operações de reestruturação e recomposição do principal de dívidas. § 8º O disposto no



da LRF)<sup>452</sup>; (vi) vedação às operações de créditos entre entes da Federação, ainda que por meio da Administração Indireta – art. 35, parágrafo primeiro da LRF<sup>453</sup>.

Um ponto importante a ser destacado refere-se à Resolução de nº 43 do Senado Federal, com a redação alterada pela Resolução de nº 17 de 2015. Observe o que consta no referido texto:

"Art. 5º É vedado aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios:

(...)

VII - em relação aos créditos inscritos em dívida ativa::

a) ceder o fluxo de recebimentos relativos aos direitos creditórios da dívida ativa de forma não definitiva ou com cláusula revogatória;

b) ceder o fluxo de recebimentos relativos aos direitos creditórios da dívida ativa com assunção, pelo Estado, pelo Distrito Federal ou pelo Município, perante o cessionário, de responsabilidade pelo efetivo pagamento a cargo do contribuinte ou de qualquer outra espécie de compromisso financeiro que possa, nos termos da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, caracterizar operação de crédito.

A partir da leitura do trecho acima, passa-se a compreender porque o Projeto de Lei do Senador José Serra tenta consolidar a natureza da operação de securitização como uma alienação definitiva (o objetivo é afastar a Resolução de nº 43 do Senado Federal). Contudo, é importante deixar claro que eventual dispositivo existente no Projeto de Lei não é capaz de alterar a natureza jurídica de uma relação jurídica, ou seja, em outras palavras, uma imposição legislativa não afeta a natureza da obrigação. A obrigação deve ser analisada a partir dos seus

---

inciso II do **caput** não se aplica às operações de crédito que, na data da publicação desta Resolução estejam previstas nos Programas de Ajuste dos Estados, estabelecidos nos termos da Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, e, no caso dos Municípios, nos contratos de refinanciamento de suas respectivas dívidas com a União, ou aquelas que, limitadas ao montante global previsto, vierem a substituí-las. § 9º Os projetos de implantação de infraestrutura de que trata o inciso IV do § 3º deste artigo continuarão a gozar de excepcionalidade, em relação aos limites de endividamento, até sua plena execução, ainda que excluídos da matriz de responsabilidade da Copa do Mundo Fifa 2014 e venham a ser financiados por outras fontes alternativas de financiamento, desde que a execução das obras seja iniciada até 30 de junho de 2014. *(Incluído pela Resolução n.º 10, de 2013)*".

<sup>449</sup> "Art. 32 (...) III - observância dos limites e condições fixados pelo Senado Federal";

<sup>450</sup> "Art. 32. O Ministério da Fazenda verificará o cumprimento dos limites e condições relativos à realização de operações de crédito de cada ente da Federação, inclusive das empresas por eles controladas, direta ou indiretamente. § 1º O ente interessado formalizará seu pleito fundamentando-o em parecer de seus órgãos técnicos e jurídicos, demonstrando a relação custo-benefício, o interesse econômico e social da operação e o atendimento das seguintes condições".

<sup>451</sup> "Art. 32 (...) I - existência de prévia e expressa autorização para a contratação, no texto da lei orçamentária, em créditos adicionais ou lei específica;

<sup>452</sup> "Art. 32 (...) V - atendimento do disposto no inciso III do art. 167 da Constituição;";

<sup>453</sup> "Art. 35. É vedada a realização de operação de crédito entre um ente da Federação, diretamente ou por intermédio de fundo, autarquia, fundação ou empresa estatal dependente, e outro, inclusive suas entidades da administração indireta, ainda que sob a forma de novação, refinanciamento ou postergação de dívida contraída anteriormente. § 1º Excetuam-se da vedação a que se refere o *caput* as operações entre instituição financeira estatal e outro ente da Federação, inclusive suas entidades da administração indireta, que não se destinem a: I - financiar, direta ou indiretamente, despesas correntes; II - refinarciar dívidas não contraídas junto à própria instituição concedente".

elementos constitutivos (no caso, se há ou não compromisso financeiro). Logo, mais adequado do que discutir se há ou não, pela cessão do fluxo de recebíveis, uma obrigação de dar ou de fazer (como insiste a Procuradoria da Fazenda Nacional), tornar-se-ia importante analisar as peculiaridades que, de fato, criam obstáculos para a adoção da securitização em sentido estrito, nos moldes de alienação definitiva. Tais elementos, sem dúvida, não estariam relacionados à alienação ou oneração do fluxo de recebíveis - o que, conforme será a seguir demonstrado, é viável no ordenamento jurídico brasileiro - mas sim a duas outras questões: (i) a primeira estaria atrelada à gestão da dívida ativa (cobrança), a qual, por força de dispositivo constitucional, está submetida às Procuradorias dos Estados e Municípios (aplicação análoga do artigo 131, parágrafo 3o. da Constituição Federal<sup>454</sup>), o que impede o seu repasse para terceiro; (ii) a condição do Estado de assumir a responsabilidade pelas debêntures subordinadas emitidas pelo VPE, de forma a garantir a remuneração das debêntures sêniores, ou seja, de garantir o investimento do capital privado (questiona-se a necessidade do Estado garantir a operação, eis que o fluxo de recebíveis - *pool* de ativos subjacentes - não decorre da mera autonomia da vontade, mas sim de dispositivo expresso de lei, sustentado por elementos coercitivos, o que, por si só, já deveria representar uma garantia<sup>455</sup>).

Todas as exigências acima nos levam a pensar se há autonomia dos entes da Federação em decidir ou não por uma operação de crédito.

Gilberto Bercovici ensina que o objetivo do Federalismo é a unidade do Estado. Nesse sentido, destaca que a autonomia em nenhum momento constituiu obstáculo à unidade. Em verdade, o que afeta a autonomia é a centralização de poder em um órgão ou ente. Sendo assim, para que a unidade seja preservada em um determinado Estado, deve-se respeitar a pluralidade de cada região. A autonomia deve ser vista como um elemento ativo (forma de participação) no processo de integração (BERCOVICI, 2004, p. 10).

---

<sup>454</sup>Art. 131. A Advocacia-Geral da União é a instituição que, diretamente ou através de órgão vinculado, representa a União, judicial e extrajudicialmente, cabendo-lhe, nos termos da lei complementar que dispuser sobre sua organização e funcionamento, as atividades de consultoria e assessoramento jurídico do Poder Executivo. (...) § 3º - Na execução da dívida ativa de natureza tributária, a representação da União cabe à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, observado o disposto em lei".

<sup>455</sup> Aqui nota-se à ausência de confiança do mercado em relação aos atos de gestão da Administração Pública no tocante à administração tributária. Em tese, o fato dos recebíveis tributários decorrerem de lei e estarem submetidos a sancionamentos severos diante do não recolhimento deveriam ser razões suficientes para afastar qualquer necessidade de garantia por parte do Estado. Contudo, tal fato não ocorre devido a situação delicada que envolve os entes da Federação e a cobrança da dívida ativa e dos parcelamentos, conforme será demonstrado no capítulo a seguir.

E como manter a autonomia? A doutrina, neste ponto, é unânime. Alguns elementos deverão ser respeitados. São eles: (a) distribuição de competências; (b) a preservação da autonomia dos entes federados, garantida, especialmente, por uma capacidade econômica própria; e, por fim, (c) a participação dos federados na decisão da União (OLIVEIRA, 2014, p. 179/192.)

Segundo o “Teorema de Descentralização de Oates”, as “atribuições – serviços públicos – devem ser conferidas à menor jurisdição que seja capaz de abranger as externalidades positivas ou negativas geradas por aqueles serviços”. Em outras palavras, é possível afirmar que o Federalismo Fiscal é responsável por aumentar “a participação das comunidades locais na política e na administração pública, uma vez que os administradores locais é que atuam como agentes das políticas públicas que afetam os cidadãos mais diretamente” (GOLDBERG, 2004, p.18). Portanto, não há dúvida de que a democracia se beneficia, em muito, do formato do Federalismo Fiscal: uma vez que os serviços públicos devem ser prestados pelos entes locais, as comunidades tornam-se cada vez mais atuantes e mais participativas.

Ocorre, contudo, que não há como distanciar a forma de prestação de serviços públicos do contexto macroeconômico. Diante disso, Wallace Oates dividiu em duas fases o Federalismo Fiscal, que denominou de “Primeira Geração do Federalismo Fiscal” e “Segunda Geração do Federalismo Fiscal”<sup>456</sup>.

A primeira geração do Federalismo Fiscal é marcada por três características. A primeira reconhece que o governo central assume a liderança na política de estabilização macroeconômica, introduzindo medidas básicas para a redistribuição de renda, bem como gerindo os bens públicos nacionais. A segunda refere-se ao papel dos entes subnacionais: a eles caberia a prestação eficiente dos serviços públicos locais. Por fim, a terceira característica poderia se referir à arrecadação: as espécies tributárias deveriam ser analisadas a partir da competência. No âmbito local, por exemplo, os impostos deveriam ser os territoriais. Em relação ao governo central, os impostos deveriam ser progressivos, preocupados com a redistribuição de renda. Entre os entes da Federação, deveriam existir mecanismos de subsídios: apenas com a repartição da renda seria possível corrigir eventuais problemas de desigualdades sociais. Trata-se do chamado “Federalismo Cooperativo”.

A segunda geração, por sua vez, toma como base a Teoria da “Public Choice” como

---

<sup>456</sup> Em outra oportunidade: MARTYNYCHEN, 2014, p. 60 - 83. Ver também: FERREIRA, 1999, p. 1.569.

base<sup>457</sup>. Este modelo corresponde ao chamado “*competitive Federalism*”, ou seja, ao federalismo competitivo, baseado no conceito de concorrência. Tem como base a tese de que a concorrência entre Estados descentralizados pode ser boa por dois aspectos: (a) inicialmente, para limitar o poder tributário do governo central (deve-se estimular o poder das entidades subnacionais, enfraquecendo o governo central, permitindo, desta forma, que as leis de mercado comandem a economia). Ademais, a competição deve ser estabelecidas entre os estados subnacionais (b) de forma a estimular a melhoria nas políticas públicas (um estado tentando atrair determinados investimentos, melhorará a sua condição de infraestrutura, por exemplo). E mais: no caso do federalismo competitivo, o político é visto como um administrador, que tem como objetivo atender não mais ao interesse público, mas ao chamado interesse do mercado. Trata-se da inserção no contexto político de referenciais privados, de mercado (FERREIRA, 1999, p. 1.569 e MARTYNYCHEN, 2014, p. 60 - 83).

No Brasil, a Constituição Federal de 1988 adotou de forma expressa em seu artigo 23 (competências comuns) o Federalismo Cooperativo<sup>458</sup>. Para tanto enumerou uma série de matérias de competência comum para todos os entes: União, estados-membros e municípios. A adoção do referido modelo justifica-se pelo fato de que o modelo de Estado brasileiro seria o de Bem Estar Social. O Federalismo Cooperativo, em um Estado de bem-estar, promove um processo de homogeneização, por meio do qual os entes da Federação, em conjunto<sup>459</sup>, buscam de forma progressiva a redução das desigualdades regionais, baseado, especialmente,

---

<sup>457</sup> A teoria da Escolha Pública (Public Choice Theory) surgiu como uma teoria independente da Economia Política. Trata-se de uma análise do campo político a partir “de uma extensão da aplicação de ferramentas e métodos econômicos para decisões coletivas ou tomada de decisões fora do mercado. Em resumo, a Escolha Pública não é nada mais do que a aplicação de ferramentas econômicas à política. Esta abordagem redireciona a ênfase do campo econômico para além do mercado, ou seja, para todos os processos de acordo voluntário entre as pessoas. Modelando a ação coletiva em termos de tomadores de decisões individuais como unidade básica (...), os economistas podem analisar a política e o processo político em termos do paradigma da catalítica. A perspectiva da Escolha Pública estuda o processo político de uma maneira diferente da Ciência Política. Enquanto esta estuda os processos políticos sob ponto de vista do poder e da força, aquela considera os processos de troca que emergem dentro de um processo político. (...) O postulado *homo economicus* diz que os indivíduos agem conforme os seus próprios interesses no sentido de maximizar a sua utilidade de acordo com as restrições que encontram. As decisões públicas sobre as alternativas existentes são feitas dentro das restrições existentes no conjunto de regras vigentes (...) análise de “Public Choice” de um comportamento político: os eleitores gostam de receber benefícios com os gastos públicos e detestam pagar tributos; por outro lado, políticos eleitos procuram satisfazer seus eleitores”(FERREIRA, 1999, p. 1.569).

<sup>458</sup> "Art. 23. É competência comum da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios: (...) Parágrafo único. Leis complementares fixarão normas para a cooperação entre a União e os Estados, o Distrito Federal e os Municípios, tendo em vista o equilíbrio do desenvolvimento e do bem-estar em âmbito nacional".

<sup>459</sup> Segundo Gilberto Bercovici, não existindo supremacia de nenhuma das esferas da Federação, todas devem colaborar. Há dois momentos da cooperação: o primeiro é federal, quando se determina, em conjunto, as medidas a serem adotadas os poderes competentes. O segundo, por sua vez, refere-se à adaptação da decisão. p.60/61.

no princípio da solidariedade. Instrumentos financeiros essenciais para a concretização dos objetivos acima são as denominadas “Transferências” e os chamados “Fundos”(BERCOVICI, Gilberto. 2004. p. 55-63).

É certo que no contexto acima, o papel da União Federal, no Federalismo Cooperativo, está relacionado à política de estabilização macroeconômica. Logo, desta forma, o controle das operações de crédito pela União Federal em relação aos demais entes da Federação demonstra-se uma medida adequada de forma a atender o interesse de toda a sociedade, evitando, desta forma, uma gestão fiscal irresponsável (orçamento endividado) e garantindo estabilidade ao mercado de créditos.

Em suma: a securitização, nos moldes adotados no Brasil, representa uma operação de crédito. Logo, todo e qualquer ente subnacional que tiver o intuito de operacionalizá-la deverá obter autorização da União Federal (desde que não vetada pela Resolução de n. 43 do Senado Federal). Por um lado, os requisitos exigidos pela Lei de Responsabilidade Fiscal para a realização de uma operação de crédito não destoam dos elementos já indicados como técnicas de planejamento, em especial, as exigências relacionadas a LDO e a LOA. Pelo contrário: para a adoção da securitização, deverá existir um registro transparente de toda a organização orçamentária do ente da Federação, inclusive, deficitária, o que contribuiu não apenas para o planejamento do Estado, mas, também, garante ao investidor segurança. Por outro lado, deve-se verificar que a centralização de dados na União Federal não fere a autonomia orçamentária do Estado, mas apenas representa uma das formas do referido ente da Federação no que diz respeito ao gerenciamento e controle dos mercados financeiros e de créditos.

É certo porém que ponto essencial da discussão a respeito da viabilidade ou não da operação de securitização diz respeito muito mais a estrutura da cobrança da dívida ativa e de sua administração pelos entes federativos do que a estrutura da operação em si.

### **3.6 Experiências de securitização no âmbito do Estado Brasileiro: houve ou não, no Estado brasileiro, a adoção da securitização em sentido estrito?**

#### **3.6.1 Securitização como instrumento jurídico para a reorganização da dívida pública federal**

Após o aumento excepcional do preço do petróleo na década de 70, a economia de diversos países industrializados que importavam o produto passaram por dificuldades, incluindo, neste contexto, o Brasil, haja vista que, à época, as indústrias brasileiras dependiam, em grande medida, dos derivados do petróleo, bem como quase a totalidade dos meios de transporte eram abastecidos com combustíveis oriundos desta matéria (BENAKOUCHE, 2013, p. 19)<sup>460</sup>.

Em busca de se esquivar do período de recessão, o Brasil procurou reforçar as exportações e investir em pesquisas para encontrar fontes alternativas de energia utilizando os recursos naturais do solo brasileiro. Deste modo, para viabilizar os investimentos internos, o governo solicitou recursos do mercado financeiro externo, dentre eles, além de outros, o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento – BIRD, o Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID e o Fundo Monetário Internacional – FMI, aumentando, com isso, a dívida externa brasileira.

Ocorre que a crise no mercado financeiro internacional, resultante da inadimplência de diversos países, fez com que o repasse ao Brasil, de aproximadamente US\$ 1,5 bilhão por mês, caísse pela metade em setembro de 1982, período conhecido como “setembro negro”. Logo, o mercado financeiro internacional, a fim de se reestabelecer, retraiu-se para novas operações, cessando, portanto, o aporte de dinheiro novo para quitar as dívidas passadas. Destarte, com o fim do ingresso de recursos, os pagamentos ao exterior foram inviabilizados e o Brasil se viu obrigado a renegociar suas dívidas perante o mercado internacional.

Iniciam-se, então, inúmeras tratativas com os credores estrangeiros a fim de colocar em prática os planos de negociação da dívida externa brasileira, até que, após tentativas

---

<sup>460</sup> A respeito da matéria, ver capítulo 01.

fracassadas de negociação, surge o Plano *Brady* como uma alternativa aos países emergentes endividados, entrando em cena, portanto, a securitização – vale salientar que referido Plano foi mencionado ao longo do capítulo 1, eis que foi um dos responsáveis por impulsionar o processo da financeirização. Idealizado por Nicholas Brady em 1989, à época Secretário do Tesouro Norte-Americano, o Plano Brady buscava resolver o problema de inadimplência das dívidas externas dos países emergentes, de modo a conceder um alívio aos endividados através de descontos na negociação e alteração dos prazos para pagamento. O referido plano, de adesão voluntária, previa, em suma, que os devedores poderiam receber novos empréstimos ou ter parte da dívida abatida, desde que tais valores fossem garantidos por títulos negociados no mercado. Além disso, os países beneficiados precisariam cumprir algumas metas a fim de promover o crescimento econômico, tais como conter a inflação, aumentar o PIB e etc., tornando-se, destarte, adimplente.

A reestruturação da dívida externa funcionaria da seguinte forma: substituição dos empréstimos não adimplidos por títulos negociáveis no mercado financeiro, com longos prazos para pagamento, sendo que grande parte dos denominados *Bradies Bonds* seria garantida, integral ou parcialmente, por títulos do governo norte-americano a fim de que, frente à garantia concedida, fossem atrativos aos investidores. Desta forma, os países que optassem por aderir ao modelo de renegociação previsto no Plano Brady deveriam adquirir os títulos do Tesouro Norte-Americano, garantindo, com isso, a liquidez de seus títulos. O processo descrito ficou conhecido como securitização – e assim recepcionado no Brasil.

Para adquirir tais garantias, “o país devedor conta normalmente com financiamento oriundo dos organismos multilaterais – Fundo Monetário Internacional, Banco Mundial e Banco Interamericano de Desenvolvimento”<sup>461</sup>.

Diversos países que estavam inadimplentes aderiram ao plano, visto que a renegociação das dívidas se mostrou benéfica não só para que os devedores se tornassem solventes novamente, e, ainda, com a vantagem de redução no montante devido, mas principalmente pela possibilidade de captação de novos recursos na comunidade financeira internacional.

Diante da possibilidade de se tornar solvente, o Brasil buscou negociar sua dívida externa com os credores nos termos do Plano Brady. Ocorre que, quando da tentativa de

---

<sup>461</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Decisão n. 156/97**. Plenário. Relator: Humberto Guimarães Souto. Sessão de 09 abr 1997. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-62787%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.



aquisição dos títulos norte-americanos no mercado primário, os quais, nos termos do referido plano, seriam a garantia de adimplemento dada aos credores, o tesouro estadunidense se negou a vender ao governo brasileiro. Tal negativa se deu em razão da péssima reputação do país junto ao mercado financeiro internacional, uma vez que os planos de financiamento brasileiro para pagar suas dívidas não foram honrados perante os credores, acarretando, inclusive, declaração de moratória em 1987, pelo então presidente José Sarney.

Ressalta-se que, de acordo com Rabah Benakouche (2013. pp. 93-94), a dívida externa brasileira, em 31 de dezembro 1988, era de US\$ 102,556 milhões, sendo que, deste montante, US\$ 90,388 milhões era dívida do setor público e US\$ 12.168 milhões do setor privado.

Logo, considerando o montante da dívida, ainda maior<sup>462</sup> à época da adesão ao Plano Brady (1992-1994), era do interesse do governo brasileiro a reestruturação, com descontos, para saldar o seu débito e voltar a ter acesso aos recursos internacionais, de modo que se viu obrigado a adquirir os títulos do tesouro norte-americano no mercado externo secundário, ou seja, pagou mais caro ao comprar de investidores.

Evidentemente, a aquisição dos títulos do governo norte-americano no mercado secundário foi questionada perante o Tribunal de Contas da União, conforme autos de TC 011.222/96-4, de modo que foi realizada uma análise quanto à legalidade, legitimidade e economicidade da compra dos títulos no período de 09.12.93 a 08.03.94<sup>463</sup>.

No entanto, diante o cenário econômico narrado, ou seja, de dívida elevada e pouca credibilidade do país, apesar de não se saber ao certo quanto foi negociado e o montante de desconto efetivamente concedido, haja vista não se ter informações suficientes acerca da reestruturação da dívida externa brasileira, o TCU concluiu pela legitimidade, legalidade e economicidade da operação, até mesmo porque não haveria outro modo de dar continuidade às negociações. Desta feita, conforme constou no acórdão proferido no mencionado processo, os termos do acordo formulado entre o governo brasileiro e seus credores externos incluíam a renegociação das seguintes obrigações.

Tais dívidas foram trocadas por títulos do Tesouro Nacional e contrato de

---

<sup>462</sup> Não se sabe ao certo o total da dívida brasileira negociada, haja vista que não existem dados suficientes nos órgãos governamentais que permitam a sua quantificação.

<sup>463</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Decisão n. 156/97**. Plenário. Relator: Humberto Guimarães Souto. Sessão de 09 abr 1997. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-62787%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

reestruturação, sendo que, dentre os oito tipos de bônus emitidos, três eram garantidos pelos títulos do Tesouro Norte-Americano, quais sejam: bônus de desconto, bônus ao par e bônus de redução temporária de juros.

Deste modo, “a União foi autorizada a celebrar operações de crédito externo, junto a organismos multilaterais, no valor correspondente aos recursos necessários ao financiamento das garantias do principal e dos juros oferecidos nas opções”<sup>464</sup> dos três tipos de bônus citados. Tais valores, correspondentes à garantia do principal mais juros dos bônus emitidos, foram convertidos em títulos do governo norte-americano, sendo que a aquisição foi realizada pelo Banco Central do Brasil, por intermédio do Bank International for Settlements (BIS), no montante de, aproximadamente, US\$ 3 bilhões.

Nota-se, portanto, que ao mencionar o termo securitização, a noção relaciona-se mais à (i) não intermediação financeira (sentido amplo de securitização) e (ii) transformação da dívida (abandono do modelo de intermediação financeira para o da não intermediação financeira, por meio da emissão de títulos da dívida pública). Houve, em verdade, por meio do Plano *Brady*, um processo de alteração do perfil da dívida pública brasileira, que abandonou mecanismos tradicionais para assumir uma feição de títulos.

### 3.6.2 Securitização e *royalties* de petróleo

No tocante aos créditos oriundos dos *royalties*, o Senado Federal editou, ainda, a Resolução nº 43/2001<sup>465</sup>, por meio da qual proíbe os Estados, Distrito Federal e Municípios a cessão os direitos decorrentes de tais créditos por período superior ao mandato do chefe do Poder Executivo, sendo permitido, entretanto, a operação para capitalização de Fundos de Previdência ou para amortização extraordinária de dívidas com a União.

Destarte, com o intuito de captar recursos para o Fundo Único de Previdência Social do Estado do Rio de Janeiro – Rioprevidência, o respectivo ente federado, no ano de 2013,

---

<sup>464</sup>Idem.

<sup>465</sup>BRASIL. Senado Federal. **Resolução nº 43, de 21 de dezembro 2001**. Dispõe sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e condições de autorização, e dá outras providências. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/norma/582604>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

realizou duas operações de securitização no mercado interno, as quais envolviam a cessão dos recebíveis relativos aos *royalties* do petróleo explorados pela Petrobras.

Conforme consta dos Autos de nº 108.168-2/16<sup>466</sup>, do Tribunal de Contas do Estado do RJ, as duas operações, uma realizada junto à Caixa Econômica Federal e outra com o Banco do Brasil, permitiram a captação de R\$ 3,4 bilhões, comprometendo, inicialmente, o fluxo de recebíveis do Rioprevidência, no importe de 4,3 bilhões de até 2025.

Em 2014, nova operação de securitização dos recebíveis foi realizada. Desta vez, junto ao mercado externo, ficando conhecida como “Operação *Delaware*”, mediante a qual foi possível o ingresso de R\$ 5,3 bilhões e o comprometimento inicial das receitas do Rioprevidência em R\$ 10,5 bilhões até 2027. Constatou-se no acórdão que:

A operação realizada no mercado externo consistiu em um inédito modelo adotado pela autarquia para a captação de recursos a partir da securitização de recebíveis de royalties e participações especiais. Entende-se por securitização a operação na qual uma pessoa física ou jurídica (originadora) cede direitos creditórios futuros a outra pessoa jurídica (securitizadora), que, por sua vez, emite títulos lastreados nesses créditos recebíveis para venda no mercado (investidor). Pela securitização, permite-se que a originadora antecipe o recebimento de valores transferindo o risco da carteira de recebíveis aos investidores mediante um custo financeiro, o qual, em geral, é menor que aqueles cobrados por instituições financeiras que concedem empréstimos. Assim, em tese, a securitização de recebíveis, desde que prudentemente realizada, pode se demonstrar um mecanismo vantajoso de captação de recursos no mercado.

A securitizadora, necessariamente pessoa jurídica constituída sob a forma de sociedade anônima, é uma sociedade de propósito específico (SPE), porque seu objeto social se detém, unicamente, à compra de recebíveis e à emissão de títulos e valores mobiliários. Depois da venda desses títulos no mercado de capitais, a securitizadora utiliza o valor obtido para pagar os recebíveis adquiridos ao originador e passa a garantir o pagamento da remuneração aos investidores. Dessa forma, a SPE funciona como um instrumento de transformação e segregação dos ativos para colocá-los no mercado de capitais, assegurando que as relações da originadora não afetem os recebíveis transferidos e que os investidores não tentem

---

<sup>466</sup> Os autos de nº 108.168-2/16, do Tribunal de Contas do Estado do RJ, foram instaurados para apurar possíveis irregularidades na gestão dos recursos pertencentes ao Fundo de Previdência Social do Rio de Janeiro – Rioprevidência. O referido processo culminou na penalização dos ex-governadores do referido Estado, Sergio de Oliveira Cabral Santos Filho e Luiz Fernando de Souza, mediante aplicação de multa na quantia de R\$ 150.528,40 (cento e cinquenta mil, quinhentos e vinte e oito reais e quarenta centavos) e R\$ 102.633,00 (cento e dois mil, seiscentos e trinta e três reais), respectivamente. Por intermédio destes autos, foi determinada, ainda, a inabilitação para exercício de cargo em comissão ou função de confiança do ex-governador Sergio de Oliveira Cabral Santos Filho, bem como aplicada multa ao ex-diretor-presidente do Rioprevidência, Sr. Gustavo de Oliveira Barbosa, no importe de R\$ 85.527,50 (oitenta e cinco mil, quinhentos e vinte e sete reais e cinquenta centavos). In: ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro. **Voto proferido no processo 108.168-2/16**. Plenário. Relator: Rodrigo Melo do Nascimento. Sessão de 22 mai. 2019. Disponível em: <https://www.tce.rj.gov.br/consulta-processo/Processo/ObterDocumento?numero=108168&dv=2&ano=2016&idNumero=202>. Acesso em: 1 mar. 2019.

satisfazer o seu crédito sobre os demais ativos da originadora.<sup>467</sup>

Desta forma, para viabilizar a securitização dos *royalties* do petróleo no mercado internacional, houve a necessidade de renegociar a operação realizada anteriormente junto aos bancos nacionais, de modo a permitir que os investidores externos estivessem na mesma posição de preferência no recebimento dos pagamentos.

Em seguida, foram criadas duas sociedades de propósito específico (SPE): a *Rio Oil Finance Trust* (ROFT), sediada em Delaware, nos Estados Unidos, e a Rio Petróleo SPE S/A Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros (Rio Petróleo S/A), com sede no Brasil. Diversos outros parceiros nacionais e internacionais também participaram da operação. A ROFT, que funcionou como intermediária entre o Rioprevidência e os investidores externos, adquiriu todos os direitos sobre as receitas dos *royalties* e participações especiais do Fundo, emitindo, então, títulos lastreados nestes direitos e negociáveis no mercado externo. Por sua vez, a Rio Petróleo S/A comprou os direitos da Caixa Econômica Federal e do Banco do Brasil referentes aos contratos efetuados anteriormente com o Rioprevidência, repassando-os à ROFT, e emitiu debêntures em favor dos bancos nacionais. Desta feita, a ROFT passou a ter a totalidade dos direitos do fluxo de recebíveis oriundos dos *royalties* do petróleo e participações especiais, ficando incumbida de repassar ao Rioprevidência o montante que restasse após remunerar os investidores e os titulares das debêntures, além de deduzir os custos da operação.

No entanto, após as negociações, houve uma queda no preço do barril de petróleo no mercado internacional, acarretando a diminuição do repasse dos *royalties* aos estados, o que, em razão da previsão contratual de garantia aos investidores, levaria o Rioprevidência a ser penalizado por não possuir recursos suficientes para adimplir com os contratos.

Para afastar a aplicação das penalidades previstas, os gestores do Rioprevidência apresentaram uma proposta de *waiver* (perdão/remissão pelo descumprimento de cláusulas contratuais), de modo a renegociar os ajustes firmados com os investidores internacionais. Tal proposta, segundo o Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro, representou um custo desnecessário de R\$ 912 milhões aos cofres públicos.

---

<sup>467</sup> ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro. **Voto proferido no processo 108.168-2/16**. Plenário. Relator: Rodrigo Melo do Nascimento. Sessão de 22 mai. 2019. Disponível em: <https://www.tce.rj.gov.br/consulta-processo/Processo/ObterDocumento?numero=108168&dv=2&ano=2016&idNumero=202>. Acesso em: 1 mar. 2019.

Destarte, a securitização realizada pelo Estado do Rio de Janeiro foi onerosa ao respectivo ente federado, haja vista que, com a diminuição dos recursos oriundos dos *royalties* do petróleo (derivado de uma questão internacional). No caso concreto, o Ente Federado assumiu o risco da operação, mediante a concessão de garantias aos investidores o que acarretou o endividamento do Rioprevidência.

Além do caso citado, mais recentemente, em junho de 2018, o Estado do Rio Grande do Norte iniciou os procedimentos para viabilizar a alienação de seus créditos referentes aos *royalties* do petróleo. Para tanto, o Poder Legislativo do mencionado Estado, por intermédio da Lei Estadual nº 10.371/2018<sup>468</sup>, autorizou o Poder Executivo a ceder, a instituições financeiras públicas, créditos decorrentes de *royalties* e participações especiais, relacionados à exploração de petróleo e gás natural, até 31 de dezembro de 2019, recebendo em contrapartida os recursos financeiros correspondentes.

No entanto, a Diretoria de Administração Direta do Estado do Rio Grande do Norte requereu, junto ao Tribunal de Contas do Estado, uma tutela de urgência cautelar a fim de suspender as operações que visam a antecipação de tais recursos, haja vista que o referido ente não possui mais fundo previdenciário sob o regime de capitalização, não se enquadrando, portanto, na exceção prevista pela Resolução de nº 43/2001 do Senado Federal. Conforme decisão proferida pelo TCE, nos Autos de TC nº 4202/2018, o Conselheiro Relator Francisco Potiguar Cavalcanti Junior ponderou que a finalidade da antecipação dos recursos era viabilizar a cobertura de déficit financeiro existente no fundo de previdência do Estado, ou seja, seriam destinados ao pagamento da folha corrente de inativos<sup>469</sup>. No entanto, considerou que a exceção prevista na citada resolução não se aplicava ao caso, haja vista que o Fundo de Previdência do Estado por meio da capitalização foi extinto, vigorando no Estado um fundo financeiro, estruturado em regime de repartição simples. Deste modo, no final de 2018, o TCE determinou que o Poder Executivo Estadual se abstivesse de realizar qualquer ato

---

<sup>468</sup> ESTADO DO RIO GRANDE DO NORTE. **Lei nº 10.371, de 14 de junho de 2018**. Autoriza o Poder Executivo a ceder, a instituições financeiras públicas, créditos decorrentes de royalties e participações especiais, relacionados à exploração de petróleo e gás natural e autoriza a substituição da fonte de recursos para a constituição de garantia de contraprestação do Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Rio Grande do Norte (FGPPP/RN) de que trata a Lei Estadual nº 9.466, de 23 de março de 2011. Natal, 14 jun 2018. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=361229>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>469</sup> ESTADO DO RIO GRANDE DO NORTE. Tribunal de Contas do Rio Grande do Norte. **Voto proferido no processo 4202/2018**. Plenário. Relator: Francisco Potiguar Cavalcanti Júnior. Disponível em: <http://www.tce.rn.gov.br/ConsultaProcesso/ConsultaProcessoEletronico>. Acesso 01. maio 2019.

administrativo destinado à contratação de operação de créditos que desse em garantia os créditos decorrentes dos *royalties* do petróleo<sup>470</sup>.

Ponto interessante a ser destacado da referida decisão é o posicionamento do referido Tribunal de Contas no tocante à natureza jurídica da securitização dos *royalties* do petróleo.

Segundo o relator, a natureza jurídica dos *royalties* possui caráter indenizatório, ou seja, os recursos são destinados a compensar o dano gerado pela exploração dos recursos naturais, bem como partilhar os benefícios da exploração, de modo que a receita não se confunda com a tributária e nem com a patrimonial. Neste caso, considerasse que, apesar de entender que a securitização se trata de operação de crédito, não está sujeita aos limites da Lei de Responsabilidade Fiscal, haja vista que não diz respeito à antecipação de receita orçamentária oriunda de tributos, mas sim de antecipação de receita decorrente de verba indenizatória. Nos Estados Unidos da América tal prática é comum e foi o mecanismo utilizado pelos municípios, quando da indenização recebida pela indústria do Tabaco (LEE JR, JOHNSON, JOYCE, 2008, p.529-531).

Posteriormente à referida decisão, o Poder Legislativo do Rio Grande do Norte, com o intuito de se adequar à exceção prevista da Resolução do Senado Federal, editou nova lei, de nº 10.485/2019<sup>471</sup>, autorizando o Poder Executivo a ceder, a instituições financeiras públicas e privadas, créditos decorrentes de *royalties* e participações especiais, relacionados à exploração de petróleo e gás natural e permitindo a substituição da fonte de recursos para a constituição de garantia de contraprestação do Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Rio Grande do Norte (FGPPP/RN) de que trata a Lei Estadual nº 9.466, de 23 de março de 2011, e revoga os arts. 1º a 6º da Lei Estadual nº 10.371, de 14 de junho de 2018.

E por que tais exemplos são importantes para o caso concreto? Em ambos os casos, verifica-se a presença da figura da securitização em sentido estrito. O pool de ativo subjacente é distinto do presente estudo. Contudo, os exemplos devem ser mencionados eis que trazem ricas lições, em especial, o caso do Rio de Janeiro, eis que, além de comprovar a natureza de operação de crédito do instituto, demonstra os riscos de se garantir a operação (não realizar a

---

<sup>470</sup> O caso de securitização dos *royalties* do petróleo do Rio Grande do Norte segue indefinido.

<sup>471</sup> ESTADO DO RIO GRANDE DO NORTE. **Lei nº 10.485, de 14 de fevereiro de 2019**. Autoriza o Poder Executivo a ceder, a instituições financeiras públicas e privadas, créditos decorrentes de *royalties* e participações especiais, relacionados à exploração de petróleo e gás natural e autoriza a substituição da fonte de recursos para a constituição de garantia de contraprestação do Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Rio Grande do Norte (FGPPP/RN) de que trata a Lei Estadual nº 9.466, de 23 de março de 2011, e revoga os arts. 1º a 6º da Lei Estadual nº 10.371, de 14 de junho de 2018. Natal, 15 fev 2019. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=374864>. Acesso em: 1 mar. 2019

correta distribuição de riscos com o mercado). Ora, como já mencionado, a técnica da securitização deve ser adotada com o intuito de administrar o dinheiro. Logo, leia-se redução do custo e distribuição de risco. Ao assumir o risco da operação, por meio de garantias, o Rio Previdência transformou uma operação de captação de recursos a risco dos investidores (típica operação do mercado de capitais) em operação de crédito. Sendo assim, diante da queda internacional do valor do barril de petróleo, em razão da previsão contratual, o RioPrevidência foi obrigado a absorver os prejuízos da operação, onerando ainda mais o Estado do Rio de Janeiro.

### **3.6.3 Securitização e as políticas de fomento para o agronegócio – PESA (projetos Externos de Securitização Agrícola)**

Em 1993, por requerimento do Deputado Federal Victor Faccioni, foi instaurada uma Comissão Parlamentar Mista de Inquérito (CPMI) para apurar as razões do endividamento no setor agrícola.

De acordo com Ricardo Barbosa Alfonsin, a CPMI constatou diversas irregularidades nos financiamentos agrícolas, tal como a transferência dos recursos da área produtiva para a área financeira. Apesar das recomendações e medidas para viabilizar o pagamento dos débitos, a situação das dívidas agrícolas só piorava, de modo que, após a pressão exercida pelas entidades de classe e parlamentares que integraram a CPMI, o governo teve que intervir no setor (ALFONSIN, 2005. p. 23). Deste modo, foi promulgada a Lei nº 9.138/1995<sup>472</sup>, que autorizou “as instituições financeiras a proceder ao alongamento das dívidas originárias de crédito rural, contraídas por produtores, suas associações, cooperativas e condomínios, mediante um processo denominado securitização” (ALFONSIN, 2005. p. 23).

---

<sup>472</sup> BRASIL. **Lei Federal nº 9.138, de 29 de novembro de 1995.** Dispõe sobre o crédito rural, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9138.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9138.htm)>. Acesso em: 16 jan. 2019.



Referida lei, em conjunto com Resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN) – de nºs 2.238/96<sup>473</sup>, 2.471/98<sup>474</sup> e 2.666/99<sup>475</sup> -, garantia ao produtor rural o direito subjetivo ao alongamento das dívidas. Para se valer de tal alongamento, impunha-se ao devedor a aquisição de Certificados do Tesouro Nacional, os quais garantiriam a liquidação do principal da dívida, conforme art. 1º, §2º, da Resolução 2.471/98<sup>476</sup>. Portanto, Ricardo Barbosa Alfonsin explica que:

Tendo em vista o prazo de resgate desses títulos (20 anos) e sua remuneração (juros de 12% ao ano), o custo de aquisição dos mesmos representava 10,366% do valor da dívida [...].

Adquiridos os Certificados do Tesouro Nacional, o que deveria ser feito por intermédio da instituição financeira, e formalizado o alongamento, se obrigava o devedor ao pagamento, em 20 anos (artigo 3º, V, b, da Resolução/CMN nº 2.471/98), de juros progressivos e proporcionais de 8% ao ano para os débitos até R\$ 500.000,00; 9% a.a para os débitos de R\$ 500.000,00 a R\$ 1.000.000,00 e 10% a.a. para valores acima de R\$ 1.000.000,00, conforme dispõe o artigo 3º, II, a, b e c da Resolução/CMN nº 2.471/98.

O encargo a título de juros incide, anualmente, sobre o principal da dívida, atualizado pelo IGPM, embora este já esteja atendido com a entrega do Certificado (ALFONSIN, 2005. pp. 25-26).

Neste sentido, segundo exemplifica o referido autor

[...] se um agricultor tivesse um débito de R\$ 500.000,00 com uma instituição financeira, para aderir ao alongamento deveria alcançar ao banco credor R\$ 51.830,00, a fim de que fossem comprados títulos do Tesouro Nacional, que ficariam de posse da própria instituição, até o vencimento do débito, 20 anos depois, quando então o mesmo título estará valendo R\$ 500.000,00, devidamente atualizados pelo IGPM, quitando o principal da dívida (ALFONSIN, 2005. p. 26).

<sup>473</sup>BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.238, de 1 de fevereiro de 1996**. Dispõe sobre condições e procedimentos a serem observados na formalização das operações de alongamento de dívidas originárias de crédito rural, de que trata a Lei nº 9.138, de 29.11.95. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45978/Res\\_2238\\_v9\\_P.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45978/Res_2238_v9_P.pdf). Acesso em: 15 jan. 2019.

<sup>474</sup>BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.471, de 26 de fevereiro de 1998**. Dispõe sobre renegociação de dívidas originárias do crédito rural, de que tratam o art. 5º, parágrafo 6º, da Lei nº 9.138, de 29.11.95, e a Resolução nº 2.238, de 31.01.96.. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45419/Res\\_2471\\_v10\\_P.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45419/Res_2471_v10_P.pdf). Acesso em: 15 jan. 2019.

<sup>475</sup>BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.666, de 11 de novembro de 1999**. Dispõe sobre os critérios e as condições aplicáveis às operações de crédito rural alongadas/securitizadas ao amparo da Lei nº 9.138, de 1995, ou renegociadas com base na Resolução nº 2.471, de 1998. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44991/Res\\_2666\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44991/Res_2666_v1_O.pdf). Acesso em: 15 jan. 2019.

<sup>476</sup>“Art. 1º, §2º: A renegociação está condicionada à aquisição, pelos devedores, por intermédio da instituição financeira credora, de títulos do Tesouro Nacional, tipificados no anexo desta Resolução, com valor de face equivalente ao da dívida a ser renegociada, os quais devem ser entregues ao credor em garantia do principal”.

No entanto, apesar dos esforços para garantir o adimplemento da dívida, verificou-se que, “em razão do desrespeito pelas instituições financeiras das normas que determinavam a revisão do débito desde o instrumento original, nos casos de recursos utilizados para pagamentos de dívidas anteriores” (ALFONSIN, 2005. p. 27), que culminaram na renegociação partindo de valores surreais, bem como da “ausência de assistência creditícia aos produtores que alongaram seus débitos e uma elevação absurda do índice eleito pelo governo no caso do PESA (IGP-M)” (ALFONSIN, 2005. p. 27), houve uma inadimplência generalizada por parte dos produtores rurais.

Diante disto, a União foi obrigada a prorrogar e repactuar inúmeras vezes as prestações dos débitos securitizados, até que, por fim, autorizada pela Medida Provisória nº 2.155/2001, adquiriu os débitos relativos à securitização e aqueles renegociados por intermédio do PESA. Logo, “passou a ser a União a credora dos produtores, cedendo-lhe os bancos oficiais o crédito”. Após a aquisição das dívidas pela União, novas repactuações foram formalizadas com os produtores, no entanto, não é possível afirmar que a dívida agrícola fora resolvida.

Cabe mencionar ainda que, a compra dos créditos rurais do Banco do Brasil, à época maior detentor do crédito rural brasileiro, pela União, foi objeto de questionamento perante o TCU, conforme Autos de TC nº 010.934/2013-8. Segundo o Acórdão nº 3585/2014, proferido nos referidos autos, a razão de ser da intervenção do governo federal na dívida agrícola consiste no fato de que:

[...] A atividade rural é responsável por parcela considerável dos ganhos econômicos e sociais do País. A par disso, quando do surgimento de situações que onerem demasiadamente os produtores rurais no desempenho de suas atividades, tem sido comum a intervenção estatal no sentido de minimizar o impacto dos prejuízos sofridos pelos ruralistas, algumas vezes sob a forma de benefícios diretos, outras por meio de renegociações de dívidas.<sup>477</sup>

Deste modo, a saída encontrada pela União para auxiliar os produtores, que, a cada dia, se endividavam ainda mais ante a incidência de juros e mais juros decorrentes de repactuações não cumpridas junto aos bancos, foi de adquirir a dívida securitizada e utilizar

---

<sup>477</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 3.585/2014**. Plenário. Relator: José Múcio Monteiro. Sessão de 09 dez. 2014. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1301841%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

seus meios de cobrança (inscrição em dívida ativa e execução fiscal). Após a análise da operação pelo TCU, restou consignado que:

Ao analisar a alegação de atuação irregular do BB na cessão de créditos à União, concluiu-se que o apontamento da Cindra se refere à insatisfação dos produtores rurais com os efeitos da MP 2.196-3/2001, e não à atuação específica de gestores do banco. Dessa forma, concluiu-se pela impossibilidade de intervenção do TCU neste ponto, tendo em vista que o que se busca, ao final, é o controle de constitucionalidade em abstrato da norma, função estranha a esta Corte de Contas, nem mesmo amparada pela Súmula 347 do STF, uma vez que a Constituição Federal reservou esse mister ao Supremo Tribunal Federal (itens 66-75 desta instrução).<sup>478</sup>

Atualmente, de acordo com a auditoria realizada no Banco do Brasil, a carteira de créditos rurais renegociados desta instituição “totalizava 306.964 operações em 30/6/2013, com saldo devedor de R\$ 5,367 bilhões. Na mesma data, a carteira total de agronegócios da instituição totalizava R\$ 126,3 bilhões, e a carteira rural, que exclui o financiamento à agroindústria, R\$ 98,3 bilhões”<sup>479</sup>. Verificou-se ainda, que:

O saldo da carteira renegociada vem diminuindo significativamente nos últimos anos. Desde junho de 2008, quando totalizava R\$ 16,5 bilhões, a redução até junho de 2013 é de 67,4%. No mesmo período, verificou-se também acentuada diminuição da participação da carteira renegociada no total da carteira de agronegócios do BB, que caiu de 26,8% para apenas 4,2% no mesmo período.<sup>480</sup>

Observa-se, destarte, que houve “significativo crescimento do crédito rural ano a ano, tendo apresentado incremento superior a 100% nos últimos cinco anos. Paralelamente, as renegociações foram reduzidas drasticamente, representando menos de 1/3 do valor apresentado em 2008”<sup>481</sup>. Tais dados demonstram que “não houve redução dessa modalidade de crédito no Banco do Brasil, como ainda a carteira renegociada vem perdendo – progressiva e continuamente – sua importância em face da carteira de agronegócios”<sup>482</sup>.

Desta feita, pode-se afirmar que a securitização, enquanto objeto de fomento, representou um alívio aos produtores rurais devedores, que, em grande maioria, continuaram a ter acesso a crédito para exercerem suas atividades. Contudo, a securitização realizada no âmbito do agronegócio não corresponde à securitização em sentido estrito como no caso

---

<sup>478</sup> Idem.

<sup>479</sup> Ibidem, p. 11.

<sup>480</sup> Ibidem.

<sup>481</sup> Ibidem.

<sup>482</sup> Ibidem.

concreto, mas sim a uma técnica de assunção e alongamento de dívida por parte da União Federal, como parcela de uma política pública. Logo, o PESA, além de não representar o modelo de securitização aqui estudado, não corresponde a um mecanismo de crédito voltado ao ente da Federação, mas sim como um instrumento de política pública.

### **3.6.4 Securitização e financiamento da política urbana (CEPAC – Certificado de Potencial Adicional de Construção)**

Trata-se do uso da securitização, na qual não há endividamento público, mas única e tão somente compartilhamento de custos e riscos. Enfim: trata-se de um exemplo no qual não há, de fato, operação de crédito, mas a alienação de um bem, de um ativo, mediante a sua transformação em valores mobiliários. Explica-se.

Em dezembro de 1994, foi encaminhado para o plenário da Câmara Municipal da cidade de São Paulo, pelo vereador Marcos Cintra Cavalcanti de Albuquerque, o Projeto de Lei nº. 259/94, o qual tinha como objetivo a criação dos Certificados de Potencial Adicional de Construção, de ora em diante apenas CEPACs. Estes certificados representam dois direitos urbanísticos adicionais: o primeiro refere-se à outorga onerosa de potencial adicional de construção e o segundo à possibilidade de alteração de parâmetros de uso e ocupação do solo<sup>483</sup>. O projeto em questão foi aprovado pela casa legislativa em 9 de março de 1995, após debate a respeito de sua constitucionalidade<sup>484</sup>.

O CEPAC retornou aos debates políticos de São Paulo quando promulgada a Lei Municipal nº. 11.732/95, responsável pela introdução ao ordenamento municipal da Operação Urbana Faria Lima<sup>485</sup>. Contudo, as discussões em relação à constitucionalidade ou não do

---

<sup>483</sup> Segundo Marcos Cintra Cavalcanti Albuquerque, a CEPAC é “uma inovação em todo mundo, que recebeu, no ano passado, elogios de representantes de todos os continentes presentes a um Congresso de Administradores Municipais, realizado em Toronto, no Canadá” (ALBUQUERQUE, acesso em 23 de outubro de 2019).

<sup>484</sup> No ato da sua aprovação havia uma discussão a respeito da constitucionalidade, visto que é da União e não dos Municípios a competência para a criação de títulos de crédito. Esta discussão, no entanto, foi solucionada com o advento do Estatuto da Cidade no ano de 2001 (CHEDIAK, .2003, p. 7).

<sup>485</sup> O CEPAC foi definido no Art. 146, Inciso VIII, do Plano Diretor do Município de São Paulo (Lei nº 13.430 de 13/09/02) como “uma forma de contrapartida financeira de outorga onerosa do potencial construtivo adicional, alteração de uso e parâmetros urbanísticos, para uso específico nas Operações Urbanas Consorciadas”.

mencionado certificado encerraram-se quando da vigência do Estatuto da Cidade, Lei Federal nº 10.257/2001.

Uma das mais importantes inovações do Estatuto da Cidade diz respeito à possibilidade do Município valer-se da alienação de CEPACs, com a finalidade específica de assim financiar as obras necessárias à implantação da Operação Urbana Consorciada<sup>486</sup>. A lei criou um novo mecanismo para a obtenção de recursos para obras públicas, uma nova alternativa ao simples endividamento dos entes municipais, visto que referido título não representa uma espécie de direito de crédito em face do Poder Público (ao contrário dos Títulos da Dívida Pública)<sup>487</sup>.

Os principais aspectos desta negociação estão descritos em lei: a) a emissão destes certificados deverá estar expressamente prevista na lei municipal que aprovar a Operação Urbana; b) sendo que esses títulos deverão ser livremente negociados; c) por meio de leilão ou utilizados diretamente como meio de pagamento das obras decorrentes da Operação Urbana Consorciada; e d) cuja utilização é adstrita na área objeto da operação<sup>488</sup>.

Para Julian Fonseca Peña CHEDIK, o legislador federal preocupou-se em definir o direito conferido pelo CEPAC quando o caracterizou como certificado de emissão facultativa (desde que autorizado por lei específica e utilizado em área adstrita), cujo objeto diz respeito à alienação da outorga onerosa do direito de construir. Por outro lado, o legislador preocupou-se com o CEPAC – do ponto de vista formal – quando o definiu como um (i) certificado; (ii)

---

<sup>486</sup> De acordo com Marcia Walquíria Batista dos Santos, a Operação Urbana Consorciada diz respeito à “possibilidade do Poder Público se associar com a iniciativa privada no intuito de efetuar melhorias em determinadas regiões, obviamente com vistas ao desenvolvimento urbano. As chamadas ‘parcerias’ com a iniciativa privada representam recurso bastante utilizado atualmente, em especial devido à grande dificuldade de atender os objetivos propostos, com poucos recursos públicos disponíveis (e muitas vezes mal administrados)”. (SANTOS, 2004, p. 215).

<sup>487</sup> A emissão de títulos públicos caracteriza-se como uma operação de captação de recursos. Demonstra-se como uma forma de antecipação de tributos. No momento de compra pelo particular, torna-se direito de crédito oponível ao Poder Público. Trata-se de um dos maiores mecanismos para o aumento da dívida interna brasileira (OLIVEIRA, 2006, p. 574).

<sup>488</sup> Art. 34. A lei específica que aprovar a operação urbana consorciada poderá prever a emissão pelo Município de quantidade determinada de certificados de potencial adicional de construção, que serão alienados em leilão ou utilizados diretamente no pagamento das obras necessárias à própria operação. § 1º Os certificados de potencial adicional de construção serão livremente negociados, mas conversíveis em direito de construir unicamente na área objeto da operação. § 2º Apresentado pedido de licença para construir, o certificado de potencial adicional será utilizado no pagamento da área de construção que supere os padrões estabelecidos pela legislação de uso e ocupação do solo, até o limite fixado pela lei específica que aprovar a operação urbana consorciada. Art. 34-A. Nas regiões metropolitanas ou nas aglomerações urbanas instituídas por lei complementar estadual, poderão ser realizadas operações urbanas consorciadas interfederativas, aprovadas por leis estaduais específicas. Parágrafo único. As disposições dos arts. 32 a 34 desta Lei aplicam-se às operações urbanas consorciadas interfederativas previstas no **caput** deste artigo, no que couber.

passível de alienação em leilão ou usado para pagamento de obras; (iii) livremente negociável (CHEDIAK, 2003, pp. 14-16).

Logo, a partir destas características, Julian Fonseca Peña CHEDIAK define CEPAC como “um certificado, livremente negociável, passível de alienação em leilão ou usado para pagamento de obras, que confere a seu titular a faculdade de exercício de determinados direitos” (CHEDIAK, 2003, p. 13).

Portanto, verifica-se – nos CEPACs – três características marcantes: (i) a cartularização, (ii) a negociabilidade e, por fim, (iii) a possibilidade de alienação em leilão. A cartularização refere-se ao mecanismo que corporifica um direito em um documento cartular, o qual denomina-se título. Esta característica é essencial para a negociabilidade, visto que garante a possibilidade de transferência de direitos. Já, ao permitir atributos de negociação em massa e impessoal, a lei demonstra a sua preocupação em incluí-lo em sistemas de negociação pública (por isso a alienação por meio de mercado de capitais). Por fim, a possibilidade de alienação em leilão permite configurar o CEPAC como valor mobiliário, isto porque a sua alienação pública admite a definição de seu preço pelo mercado (CHEDIAK, 2003, p. 13).

Marcos Cintra Cavalcanti ALBUQUERQUE, observa que os CEPACs surgiram da constatação da impossibilidade de aumento ou criação de novos tributos para a realização da urbanificação. Além disso, o esgotamento, por parte do Estado, dos mecanismos existentes para o seu financiamento demandava criação de mecanismos alternativos. Por fim, destacou-se o fato de que os investimentos públicos, realizados em determinados locais das cidades, produzem uma valorização dos bens imóveis que são apropriadas por particulares, embora arcados por toda a sociedade. Certo é que neste mecanismo, o interesse da Administração Pública é angariar recursos suficientes para financiar a implantação da Operação Urbana, antes mesmo de haver a efetiva valorização das áreas por ela atingidas, reduzindo os efeitos negativos da urbanificação. O interesse do particular em adquirir tais títulos pode ser dividido entre aqueles que poderão fazer uso dos certificados em determinado empreendimento e aqueles que apenas vislumbram a possibilidade de lucro com a revenda de tais títulos em decorrência da posterior valorização da área (ALBUQUERQUE, 2000).

Ao haver o financiamento da Operação Urbana mediante a alienação prévia dos certificados adicionais, os particulares que compram esses títulos assumem uma parcela do risco inerente à Operação Urbana e que normalmente seria apenas da Administração

Municipal. Isto porque o preço desembolsado pelos particulares para a compra dos CEPACs pode não corresponder à efetiva valorização da área, o que importará em um deságio em sua posterior alienação ou utilização. Também existe a possibilidade contrária, qual seja, de a valorização da área ser superior à esperada, resultando em vantagens para aqueles que tiverem adquirido com antecedência esses certificados.

Assim, vislumbra-se que existe um elemento de risco que envolve a captação de recurso junto à iniciativa privada. Ao mesmo tempo, é possível verificar que existe um sutil elemento de parceria, no sentido de que o particular objetivamente espera ser recompensado pelo agir do ente municipal, que investirá os recursos por ele despendidos em prol da urbanificação de determinada área. Nesse contexto de utilização do mercado de capitais para o financiamento da Operação Urbana Consorciada, Carlos Ari Sundfeld afirma que esse sistema significa a adoção do mecanismo denominado “securitização” (SUNDFELD, Carlos Ari. 1995. p. 44).

Deste modo, quando o município de São Paulo disponibiliza CEPACs no mercado de capitais, realiza uma operação de securitização. Isto porque, em primeiro lugar, o Município, ao procurar o mercado de capitais, abandona a intermediação financeira, como já tratado no capítulo 01. O financiamento dá-se por meio da captação da poupança privada no mercado primário. Ademais, não se pode esquecer que, em uma operação de securitização, há a dispersão de riscos entre o Município e os particulares, o que permite afirmar que diante de um possível erro ou mesmo evento negativo, o Município não arcará sozinho com os prejuízos causados. Trata-se, portanto, de um exemplo do “*managed money*”.

O CEPAC é um exemplo de securitização, que não possui natureza jurídica de operação de crédito, mas sim de alienação de um ativo subjacente, sem qualquer responsabilidade do ente da Federação, restando, exclusivamente, o risco da operação para o investidor. Como mencionado: fala-se em direitos urbanísticos adicionais. Logo, neste exemplo, não há necessidade de solicitar autorizações para o Ministério da Fazenda.



## 4 A SECURITIZAÇÃO E O DIREITO FINANCEIRO BRASILEIRO: POSSIBILIDADE DE ALIENAÇÃO OU ONERAÇÃO<sup>489</sup> DOS RECEBÍVEIS TRIBUTÁRIOS

### 4.1 Natureza e regime jurídico do crédito tributário

Rafael Correia Fuso, em sua obra *Tributação das Securitizadoras de Títulos e Valores Mobiliários*, sustenta a impossibilidade da securitização de créditos tributários (a aplicação do referido instituto demandaria, em sua opinião, uma “verdadeira transformação do sistema jurídico atual”<sup>490</sup>). Para o autor, o ordenamento jurídico brasileiro impede tanto a (i) alienação, como a (ii) cessão dos créditos tributários<sup>491</sup>. O motivo da impossibilidade de alienação ou da cessão do crédito tributário relaciona-se a natureza jurídica do crédito (FUSO, 2017, p. 275-295). Para Rafael Correia Fuso, os direitos creditórios originados de obrigações tributárias,

“constituídos ou não, parcelados ou não, cobrados ou não, formadores da receita pública, são bens públicos indisponíveis, inegociáveis e irrenunciáveis, porque são necessários ao cumprimento do fim do Estado, que busca atender o bem comum e satisfazer as necessidades públicas, amparados nos princípios da estrita legalidade e da indisponibilidade dos interesses públicos” (2017, p. 282).

---

<sup>489</sup>Fala-se em “onerar” porque a indicação de um bem em garantia é uma das características da alienação fiduciária.

<sup>490</sup>Em várias passagens do texto, Rafael Correia Fuso sustenta a necessidade de reforma do ordenamento jurídico nacional. Neste sentido, destaca-se: “Para que se possa realizar a securitização da dívida ativa ou mesmo buscar a conciliação judicial, a transação e a arbitragem em matéria tributária, será necessária verdadeira transformação do sistema jurídico atual. Apenas a acomodação dos princípios da indisponibilidade do patrimônio público e a segurança jurídica, com a eficiência e a simplificação fiscal, não serão suficientes” (FUSO, 2017, p. 284)

<sup>491</sup>Rafael Correia Fuso sustenta que a cessão do crédito tributário – materializada na transferência da certidão de dívida ativa – de maneira definitiva e irrevogável para uma securitizadora ou em um FIDC é questionável. Qual o fundamento? O já relatado anteriormente: a natureza do crédito tributário. O autor sustenta que, mesmo com a cessão, a natureza persiste, em que pese alteração das partes envolvidas (artigo 349 do Código Civil). E aqui encontra-se o problema: o crédito tributário nasce como indisponível, em um regime jurídico de direito público. Ao realizar a cessão, até é possível sustentar a extinção do débito perante a Fazenda Pública. Mas, o questionamento que Correia Fuso se faz é simples: haveria a transformação do crédito ou seria possível a FIDC assumir o papel que era anterior do Estado, com todas as suas prerrogativas? (FUSO, 2017, p. 287-288).

Para o referido autor, portanto, não é possível securitizar créditos tributários porque representam “bens públicos indisponíveis”.<sup>492</sup>

A natureza jurídica de “bem público indisponível”<sup>493</sup>, de acordo com o posicionamento do Rafael Correia Fuso, assenta-se nos seguintes elementos jurídicos e doutrinários a seguir resumidos: (i) artigo 7º do Código Tributário Nacional, que determina que é indelegável a competência para a criação de tributos (salvo a competência de arrecadar ou fiscalizar tributos, a qual é passível de delegação à iniciativa privada)<sup>494</sup>; (ii) artigo 2º, parágrafo único, inciso II da Lei n.º 9.784/99 (Lei de Processo Administrativo Federal), o qual determina que, ao longo do processo administrativo, será sempre observado o “atendimento a fins de interesse geral, vedada a renúncia total ou parcial de poderes ou competências, salvo autorização em lei”<sup>495</sup>; (iii) artigo 17 da Lei de nº 8.666/93 (Lei de Licitações), o qual dispõe que os fins da Administração Pública resumem-se a um único objetivo: “o bem comum da coletividade administrada”<sup>496</sup>; (iv) artigo 139 do Código Tributário Nacional que destaca que o “crédito decorre da obrigação principal, tendo o crédito a mesma natureza do tributo”<sup>497</sup>; (v) artigo 141 do Código Tributário Nacional, que, segundo o autor, traz em suas entrelinhas, o princípio da indisponibilidade do interesse público<sup>498</sup>; (vi) conceito de “indisponibilidade de

<sup>492</sup> A única hipótese de securitização possível para o autor refere-se às multas e juros. Para Rafael Correia Fuso, “A securitização da dívida ativa não implica necessariamente a disponibilidade do bem público (tributo), restringe-se às multas e juros devidos. Nesse caso, aparentemente não passa a ser tão interessante essa operação aos investidores visto que o deságio do título será pequeno frente ao risco de ineficácia na cobrança e recebimento do crédito do devedor que já vinha em mora com a Fazenda Pública”. (FUSO, 2017, p. 284).

<sup>493</sup> Rafael Correia Fuso esclarece que: “Contudo, não podemos concordar que o crédito tributário – previsto em lei – pode ser disponível para a Administração Pública ao analisar regras e princípios existentes no sistema jurídico atual, pois a indisponibilidade do crédito tributário, que decorre da relação jurídica formada entre contribuinte e ente político quanto ao seu objeto (tributo), impõe ao Poder Público o objetivo e o dever de arrecadar e receber seu bem tutelado para custear suas expensas.” (FUSO, 2017, p. 286).

<sup>494</sup> Art. 7º A competência tributária é indelegável, salvo atribuição das funções de arrecadar ou fiscalizar tributos, ou de executar leis, serviços, atos ou decisões administrativas em matéria tributária, conferida por uma pessoa jurídica de direito público a outra, nos termos do § 3º do artigo 18 da Constituição. § 1º A atribuição compreende as garantias e os privilégios processuais que competem à pessoa jurídica de direito público que a conferir. § 2º A atribuição pode ser revogada, a qualquer tempo, por ato unilateral da pessoa jurídica de direito público que a tenha conferido. § 3º Não constitui delegação de competência o cometimento, a pessoas de direito privado, do encargo ou da função de arrecadar tributos”.

<sup>495</sup> 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.”

<sup>496</sup> Art. 17. A alienação de bens da Administração Pública, subordinada à existência de interesse público devidamente justificado, será precedida de avaliação e obedecerá às seguintes normas: (...)”

<sup>497</sup> Art. 139. O crédito tributário decorre da obrigação principal e tem a mesma natureza desta.”

<sup>498</sup> Art. 141. O crédito tributário regularmente constituído somente se modifica ou extingue, ou tem sua exigibilidade suspensa ou excluída, nos casos previstos nesta Lei, fora dos quais não podem ser dispensadas, sob pena de responsabilidade funcional na forma da lei, a sua efetivação ou as respectivas garantias.”

bem público”, cunhado a partir da obra de Celso Antônio Bandeira de Mello (FUSO, 2017, pp. 284-287).

Rafael Correia Fuso sustenta, por fim, que a única forma de justificar a securitização dos créditos tributários, perante o ordenamento jurídico nacional, seria por meio do conceito de “parafiscalidade processual”<sup>499</sup>. Porém, ele próprio assume que tal tese é questionável. Isto porque o conceito de parafiscalidade está relacionado ao conceito de “arrecadação em prol da finalidade pública”. Assim o autor concluiu que: “não será parafiscalidade na securitização da dívida ativa, pois a pessoa jurídica de direito privado beneficiária deverá desenvolver atividade de interesse público<sup>500</sup>, e não privado, como ocorre com a securitização feita por meio de sociedade de propósito específica privada ou FIDC-NP” (FUSO, 2017, p. 284-287).

Diante das ponderações acima realizadas, constata-se, portanto, que, para verificar a viabilidade ou não da securitização de créditos tributários, é necessário responder se é possível (i) alienar ou (ii) onerar créditos tributários, ou seja, indicá-los em garantia. Para tanto, alguns pontos essenciais deverão ser aqui tratados. Dentre eles: (i) o que é o crédito tributário; (ii) a natureza jurídica do crédito tributário; e (iii) se seu regime jurídico permite ou não a sua alienação ou oneração (ou seja, se é um bem disponível ou não). Sendo assim, o presente item será dividido em três partes distintas: na primeira, será tratada a natureza jurídica do crédito tributário. Logo após, será verificado o seu regime jurídico. Por fim, haverá a conclusão, a qual responderá se é possível ou não a securitização de créditos tributários.

Geraldo Ataliba menciona que o conceito de tributo deve ser extraído e construído da análise das normas constitucionais. De acordo com ele, a Constituição adota um conceito exato de tributo<sup>501</sup>, que o caracteriza apropriadamente e permite que tenha existência autônoma, enquanto instituto, englobando, como tal, determinados princípios e normas que se

---

<sup>499</sup> Por “parafiscalidade processual” deve-se compreender a “atribuição da atividade de arrecadação (legitimidade na cobrança) do tributo à pessoa de direito privado, no caso em estudo à securitizadora ou ao FIDC-NP, assumindo estes o papel legal de efetivo arrecadador” (FUSO, 2017, p. 290).

<sup>500</sup> O autor, contudo, sustenta que, mesmo que se “a cessão do direito creditório fosse para a empresa pública, criada por meio de lei exclusivamente para atender aos interesses do Estado, visto a necessidade de se perseguir o interesse público na operação, com a inserção no Código Tributário Nacional de regra que preveja esse instituto para sociedades de regime de direito privado sob controle público” (FUSO, 2017, p. 292).

<sup>501</sup> Para o autor, o conceito de tributo é, em verdade, constitucional. Isto porque: “[...] nenhuma lei pode alargá-lo, reduzi-lo ou modificá-lo. É que ele é conceito-chave para demarcação das competências legislativas e balizador do regime tributário, conjunto de princípios e regras constitucionais de proteção do contribuinte contra o chamado ‘poder tributário’, exercido nas respectivas faixas delimitadas de competências, por União, Estados e Municípios. (ATALIBA, 1996, p. 31).

reúnem sob seu conceito (ATALIBA, 1996, p. 31-32). Assim, o doutrinador define tributo como obrigação (relação jurídica). *In verbis*:

Juridicamente define-se tributo como obrigação jurídica pecuniária, *ex lege*, que se não constitui em sanção de ato ilícito, cujo sujeito ativo é uma pessoa pública (ou delegado por lei desta), e cujo sujeito passivo é alguém nessa situação posto pela vontade da lei, obedecidos os desígnios constitucionais (explícitos ou implícitos). (ATALIBA, 1996, p. 32).

A partir da definição acima, o autor esclarece que o tributo é uma obrigação pecuniária *ex lege*, ou seja, que compreende um vínculo jurídico transitório, imposto por lei, com conteúdo econômico e atribuído ao sujeito ativo (destinatário constitucional tributário, indicado por vontade da Lei, materializada na figura de uma pessoa política ou administrativa). Trata-se de um direito subjetivo exigível de um sujeito passivo, o qual possui o dever jurídico de praticar o comportamento exigido (repassar dinheiro). O tributo não corresponde a sanção de um ato ilícito<sup>502</sup>, eis que o dever de levar recursos aos cofres públicos é um fato impositivo (ATALIBA, 1996, p. 33-34).

Mas, não é só. Geraldo Ataliba ainda considera que:

Tributo é a exigência unilateral e coativa de dinheiro, feita pelo estado às pessoas submetidas à lei, com fundamento na Constituição (arts. 145 a 156). O dever de entregar dinheiro aos cofres públicos decorre da incidência da lei tributária – material e formalmente conforme à Constituição – e de sua aplicação, segundo procedimentos de direito administrativo tributário. (ATALIBA, 1996, p. 103-104).

Referido autor ainda esclarece que a norma jurídica tributária (conteúdo da lei tributária) é estruturada da mesma forma que as demais normas jurídicas, isto é, possui uma (i) hipótese, um (ii) mandamento e (iii) uma sanção<sup>503</sup>, que decorre do descumprimento do respectivo mandamento integrante da norma (ATALIBA, 1978, p. 38). Geraldo Ataliba

<sup>502</sup> Afirma ainda Geraldo Ataliba que para o reconhecimento do tributo há que diferenciá-lo de outras três situações nas quais alguém se encontra na contingência de ter o comportamento de dar dinheiro ao Estado. São elas: a) multa – caso em que a obrigação de pagamento de dinheiro ao estado nasce da prática anterior de um ato ilícito, caracterizando-se a multa, portanto, como uma sanção por ato ilícito, diferentemente do tributo, que não é sanção; b) obrigação convencional – caso em que se deve observar o modo de nascimento da obrigação, pois diferentemente do tributo, a obrigação convencional nasce da vontade entre as partes, já o tributo é compulsório; c) indenização por ato ilícito – neste caso, diferentemente do tributo que seria definido como “obrigação jurídica legal, pecuniária que não se constitui em sanção de ato ilícito, em favor de uma pessoa pública”, na hipótese de indenização por ato ilícito, a obrigação deriva, como o nome sugere, da ocorrência de ato ilícito (ATALIBA, 1978, p. 35).

<sup>503</sup> No direito tributário, segundo o autor, a sanção “é a ação executiva, a executoriedade daquela pretensão estatal, acrescida de correção monetária, juros, multa, de forma que o Estado fique compensado pelo trabalho que vai ter, de proceder à execução do que o sujeito deveria ter executado por si” (ATALIBA, 1978, p. 38-39).

esclarece que a estrutura da norma jurídica tributária de incidência caracteriza-se pelas seguintes qualidades: a) aspecto pessoal<sup>504</sup>; b) aspecto material<sup>505</sup>; c) aspecto temporal<sup>506</sup>; e d) aspecto espacial<sup>507</sup> (ATALIBA, 1996, p. 70).

Segundo o autor, a perspectiva dimensional da hipótese de incidência, por outro lado, é designada por base de cálculo<sup>508</sup>, base tributável ou base imponible<sup>509</sup>, sendo que esta é atributo essencial da hipótese de incidência e está sempre presente. Geraldo Ataliba afirma também que “todo tributo tem base de cálculo, por exigência constitucional, eis que é justamente referido critério que determina o *quantum* tributário” (ATALIBA, 1996, p. 96-97). Logo, na sua concepção: “A aplicação da lei fixa e qualifica uma grandeza da coisa e permite estabelecer a base calculada. Sobre esta aplica-se outra grandeza, exterior a ela, a alíquota<sup>510</sup>, número fixado na lei. A combinação das duas permite a individualização do débito, ou seja, fixação do *quantum* devido em cada caso concreto” (ATALIBA, 1996, p. 105).

Compartilhando a noção de tributo como obrigação encontra-se Sacha Calmon Navarro Coêlho, o qual afirma que “a obrigação tributária que já se continha *in abstracto* no mandamento da norma de tributação instala-se no mundo fático com a realização do fato jurígeno previsto na hipótese da norma. O estudo do tributo como norma é o estudo mesmo da obrigação tributária, sua estrutura e sua incidência (...)” (COÊLHO, 2003. p. 110).

Outro autor que trata de tributo é Paulo de Barros Carvalho. Segundo ele, a norma, responsável por modelar a obrigação tributária, que define a incidência fiscal, é dita norma

---

<sup>504</sup> O aspecto pessoal, segundo o autor, refere-se à “determinação dos sujeitos da relação tributária (...)” (ATALIBA, 1996, p. 95).

<sup>505</sup> O aspecto material, por sua vez, corresponde: “a descrição dos dados substanciais que servem de suporte à h.i.” (ATALIBA, 1996, p. 95).

<sup>506</sup> Sobre o aspecto temporal, afirma que: “a lei continente da h.i. tributária traz a indicação das circunstâncias de tempo, importantes para a configuração dos fatos impositivos” (ATALIBA, 1996, p. 84).

<sup>507</sup> Já o aspecto espacial, por sua vez, indica as circunstâncias de lugar relevantes para a configuração do fato impositivo. (ATALIBA, 1996, p. 84).

<sup>508</sup> Acerca da base de cálculo, indica o jurista que “a base de cálculo é um conceito legal de tamanho; base calculada é magnitude concreta, é a precisa medida de um fato”, vez que “resulta da aplicação concreta da base impositiva”. (ATALIBA, 1996, p. 101).

<sup>509</sup> Conceituando base impositiva, Ataliba indica que esta “é uma perspectiva dimensional do aspecto material da h.i. que a lei qualifica, com a finalidade de fixar critério para a determinação, em cada obrigação concreta, do *quantum debeat*”. (...) “pela circunstância de ser impossível que um tributo, sem se desnaturar, tenha por base impositiva uma grandeza que não seja ínsita na materialidade de sua hipótese de incidência” (ATALIBA, 1996, pp. 97-99). Por fim, é importante esclarecer que de acordo com o autor, apenas a indicação legal da base impositiva não é suficiente para a fixação do *quantum debeat*, “cada obrigação tributária se caracteriza por ter certo valor, que só pode ser determinado mediante a combinação de dois critérios numéricos: a base impositiva e a alíquota” (ATALIBA, 1996, p. 102).

<sup>510</sup> Na definição do autor, alíquota é a quota, a fração, “contida no fato impositivo que o estado se atribui”. (ATALIBA, 1996, p. 102).

tributária em sentido estrito, apresentando-se com compostura hipotético-condicional. Isto é, há uma hipótese, que corresponde a um suposto ou um antecedente. A este antecedente será conjugado um mandamento. Logo após, será definido uma consequência ou estatuição. Ainda, de acordo com o autor, tais elementos se associam de forma deôntica, ou seja, caracterizada pelo “dever-ser”. Para Paulo de Barros Carvalho, na hipótese haverá a descrição da previsão de um fato, enquanto na consequência estará prescrita a relação jurídica, a ser formada (obrigação tributária) em determinado tempo e lugar (efeitos jurídicos). A relação jurídica obrigacional tributária é decorrente do fato previsto na norma (CARVALHO, 2012, p. 298). Destaca-se: tributo caracteriza-se como uma “relação jurídica obrigacional”, decorrente de uma norma jurídica. (CARVALHO, 2019, p. 63).

O autor afirma que na hipótese serão encontrados: critério material, critério espacial e critério temporal; na consequência, por sua vez, estarão presentes: critério pessoal (no qual será definido o sujeito passivo e o ativo) e critério quantitativo (base de cálculo e alíquota) (CARVALHO, 2019, pp. 298-299). Por fim, referido autor destaca que a conjunção desses dados indicativos nos oferece a possibilidade de exhibir, na sua plenitude, o núcleo lógico-estrutural da norma-padrão de incidência tributária (CARVALHO, 2019, p. 299).

Em suma: enquanto que para Geraldo Ataliba, a norma tributária pode ser representada por três partes (hipótese, mandamento e sanção), sendo que a hipótese de incidência tributária, na perspectiva dimensional, é marcada por um lado pelos aspectos (i) pessoal; (ii) material; (iii) temporal e (iv) espacial; e por outro pela (i) base de cálculo e (ii) base impositiva; para Paulo de Barros Carvalho a regra matriz de incidência tributária caracteriza-se pela divisão apenas entre hipótese (situação necessária para o nascimento da obrigação tributária) e consequente; sendo que na hipótese encontram-se os critérios material, espacial e temporal ao passo que na consequência estão o critério pessoal (sujeitos) e o critério quantitativo formado pela base de cálculo e alíquota.

Não cabe aqui a discussão a respeito das teorias da norma tributária (para tanto seria necessária uma tese). O que, de fato importa, são traços coincidentes para os autores, ou sejam de que o tributo corresponde a uma relação jurídica obrigacional, derivada de lei (norma), que possui caráter econômico (pecuniário), cujos sujeitos da relação também são definidos por lei.

Mas qual a relação da obrigação tributária (acima descrita) com o crédito tributário (objeto da securitização)?

Para responder a questão, basta analisar o artigo 139 do Código Tributário Nacional (CTN)<sup>511</sup> que trata, justamente, do crédito tributário. Há dois momentos distintos que devem ser compreendidos: (i) o primeiro é materializado pela relação obrigacional tributária (anteriormente mencionada) e o (ii) segundo é o objeto da prestação em si. Há, assim, uma distinção, feita pelo CTN, entre o objeto da obrigação, que seria a “a conduta prestacional de entregar uma porção de moeda”; e “o objeto da prestação, representado aqui pelo valor pecuniário pago ao credor ou por ele exigido”. Trata-se, portanto, de duas etapas, ou seja, “o CTN separa a obrigação tributária como pretensão e responsabilidade (*Haftung*) do crédito já como dívida (*Schuld*)” (HARADA, 2017, p. 394). Nesse sentido, Kiyoshi Harada:

De fato, ocorrida, concretamente, a situação legislativa, surge a obrigação tributária. A ocorrência do fato gerador instaura o vínculo jurídico entre os sujeitos ativo e passivo, cabendo ao primeiro a apuração do *quantum* da prestação devida, através do lançamento fiscal previsto no art. 142 do CTN.

**O crédito tributário nada mais é do que a própria obrigação tributária principal formalizada pelo lançamento, ou seja, tornada líquida e certa pelo lançamento.** A obrigação tributária principal, como já vimos, consiste no pagamento de tributo ou de pena pecuniária. O crédito tributário nada mais é do que a conversão dessa obrigação ilíquida em líquida e certa, exigível no prazo estatuído na legislação tributária. Do ponto de vista material, obrigação e crédito se confundem. As partes são as mesmas, o objeto é idêntico e o vínculo jurídico, idem. Surgida a obrigação, deve a Fazenda declarar sua existência, através do lançamento, apurando o *quantum* e identificando o sujeito passivo, quando então, aquela obrigação passará a existir sob a denominação de crédito tributário. Disso resulta que pode existir obrigação tributária sem o crédito tributário, mas o contrário não poderá ocorrer. Entretanto, o CTN, em seu art. 140 estabelece a autonomia da obrigação tributária principal ao prescrever que as circunstâncias que modificam o crédito tributário não afetam a obrigação tributária que lhe deu origem. Disto resulta, anulado o lançamento, a obrigação tributária principal subsiste. (HARADA, 2017, p. 394-395). (g.f.)

Crédito tributário é definido como “o direito subjetivo de que é portador o sujeito ativo de uma obrigação tributária e que lhe permite exigir o objeto prestacional, representado por uma importância em dinheiro” (CARVALHO, 2019, p. 448). O crédito tributário é constituído por meio do lançamento<sup>512</sup>, em que o agente público formaliza a obrigação tributária, ao aplicar a lei ao caso concreto. Por crédito regularmente constituído deve-se compreender “o

<sup>511</sup> “Art. 139. O crédito tributário decorre da obrigação principal e tem a mesma natureza desta”.

<sup>512</sup> O lançamento é, assim, “um procedimento administrativo no sentido de que um agente capaz procede a averiguação da subsunção do fato concreto à hipótese legal (ocorrência do fato gerador), a valoração dos elementos que integram o fato concreto (base de cálculo), a aplicação da alíquota prevista na lei para a apuração do montante do tributo devido, a identificação do sujeito passivo, e, sendo o caso, a propositura de penalidade cabível” (HARADA, 2017, p. 395).



crédito líquido, já devidamente determinado no seu *quantum*, estando, portanto, em condições de ser reclamado do devedor” (CARVALHO, 2019, p. 451).

A Lei nº 5.172/66 contempla o crédito tributário no Título III, consagrando-lhe seis capítulos.

Em suma: do ponto de vista jurídico, constatou-se que o tributo é, de forma geral, uma relação obrigacional pecuniária decorrente de lei. O crédito tributário, por sua vez, é o valor obrigacional líquido, passível de ser exigido. Portanto, o que quer verificar-se, ao longo da presente tese, é se o crédito tributário, decorrente de uma relação tributária, é ou não um bem público indisponível. Uma vez definida a natureza jurídica, será possível analisar se o crédito tributário é, ou não, passível de alienação ou de oneração.

Certo é que os tributos compõem a denominada receita pública. Mas, e a receita pública, pode ser considerada patrimônio público? Um bem público indisponível?

O posicionamento da presente tese é claro: adotando como marco teórico Floriano de Azevedo Marques Neto, o crédito tributário, diferente do que Rafael Correia Fuso sustenta, não é caracterizado como um bem público indisponível. Em verdade, o crédito tributário integra o patrimônio público, mas na qualidade de ativo econômico/financeiro. Floriano de Azevedo Marques Neto esclarece que a receita pública – do qual faz parte o crédito tributário – corresponde a “ativos econômicos, os quais são exauridos no curso das atividades administrativas” (MARQUES NETO, 2009, p. 58). Para compreender o acima exposto, portanto, três conceitos passam a ser de extrema importância. São eles: (i) patrimônio público; (ii) bem público; e (iii) ativo econômico/financeiro.

Por patrimônio público compreende-se “conjunto de bens materiais e imateriais, inclusive direitos e receitas, de propriedade das pessoas de direito público” (MARQUES NETO, 2009, p. 55). Trata-se de um conceito com dimensão tríade (o que pode influenciar o regime jurídico ao qual é submetido), eis que a patrimonialidade deve ser compreendida como nacional, pública e bens públicos<sup>513</sup>,

---

<sup>513</sup> Há a diferença entre patrimônio público e patrimônio nacional. O patrimônio nacional deve ser compreendido como “tudo que possua valor para a coletividade no âmbito do país, independente de pertencer ou não ao domínio dos entes públicos” (MARQUES NETO, 2009, p. 58). Floriano Azevedo Marques Neto explica que a Constituição Federal de 1988 utiliza-se da expressão patrimônio para designar o “conjunto de riquezas (bens e receitas) submetido à propriedade dos entes estatais, ora para se referir a uma parcela de objetos passível de valoração que não pertence a ninguém individualmente, nem aos privados (...) nem aos entes estatais. É o que ocorre, por exemplo, com o mercado nacional (CF, artigo 129). Essa dicotomia (...) revela duas concepções de patrimonialidade. A primeira reporta ao caráter necessariamente excludente da propriedade (se um bem integra a propriedade de alguém, está consequentemente excluído da propriedade de outro). A segunda não contempla o caráter de exclusão, podendo a coisa pertencer a alguém e, ao mesmo tempo, sua utilidade integrar o patrimônio de todos. É o que ocorre, a nosso ver, com o patrimônio cultural (CF, artigo 216), pelo qual, sem descuidar do fato

Trata-se, então, de um conceito abrangente, eis que não se resume ao conceito do bem material, mas também, dos bens imateriais e das disponibilidades financeiras, decorrentes das finanças públicas (créditos tributários, por exemplo). Nota-se, portanto, a partir do conceito acima de patrimônio público que (i) bens compõe uma categoria distinta de (ii) disponibilidades financeiras (ativos). Contudo, ambos, estão submetidos a uma relação de propriedade, condicionada ao atendimento do interesse público<sup>514</sup>.

Ponto essencial é verificar a caracterização do regime jurídico ao qual os bens públicos estão submetidos (eis que distintos, por exemplo, do patrimônio nacional ou cultural – os quais não fazem parte do presente estudo) e se referido regime é aplicado aos ativos financeiros.

Para a caracterização de um bem<sup>515</sup> como público, Floriano Azevedo Marques Neto esclarece a necessidade de existir, ao mesmo tempo, três características. São elas: (i) utilidade<sup>516</sup>, (ii) essencialidade<sup>517</sup> e, por fim, (iii) infungibilidade<sup>518</sup>, o qual relaciona-se diretamente com o conceito de afetação (vetor central da concepção funcionalista dos bens públicos) (MARQUES NETO, 2009, p. 235). Por outro lado, o regime jurídico dos bens públicos deve ser tratado em três planos: (i) aquisição, (ii) gestão e (iii) disposição dos bens<sup>519</sup>. As características tradicionalmente indicadas – impenhorabilidade, inalienabilidade, não

---

de que os bens prenes de referência à identidade, à ação e à memória dos grupos constituintes da sociedade brasileira possam ser objeto de direito de propriedade pelos indivíduos, reconhece que a sua imanência cultural integra o patrimônio nacional (de todos). Este segundo sentido de patrimônio, portanto, não remete à noção de propriedade (entendida como apropriação exclusiva da titularidade do bem)” (2009, pp. 58-59). Logo, a dimensão tríade do patrimônio público é a seguinte: “Há três dimensões distintas de patrimonialidade: o patrimônio nacional (formado por todos os ativos que possuem valor para a coletividade no âmbito nacional, independentemente de pertencerem ou não ao domínio dos entes públicos); o “patrimônio público” (que corresponde a todos os ativos economicamente valoráveis – bens direitos e receitas – integrantes do domínio dos entes públicos); e os bens públicos (objeto que tem valor econômico atribuíveis aos entes públicos, não incluídas as receitas públicas).”2009, p. 98).

<sup>514</sup> Um elemento importante a ser destacado é que a propriedade, está “condicionada às finalidades públicas que justificam ou obrigam a existência de um domínio estatal, que se sustenta no atingimento de uma função social” (MARQUES NETO, 2009, p. 99). Isto é: todas as relações jurídicas que produzam efeitos econômicos devem estar guiadas para atender o interesse público.

<sup>515</sup> Por “bem” deve-se compreender “objetos que, com ou sem materialidade (é dizer sem ser propriamente coisas), são dotados de utilidades suscetíveis de valoração econômica” (MARQUES NETO, 2009, p. 98).

<sup>516</sup> Por utilidade deve-se compreender: “uma atividade expressamente cometida pelo poder público” (MARQUES NETO, 2009, p. 235).

<sup>517</sup> Por essencialidade, trata-se de um elemento “caracterizado como necessário para um determinado fim” (MARQUES NETO, 2009, p. 235).

<sup>518</sup> A infungibilidade é clara: o bem deve ser insubstituível (MARQUES NETO, 2009, p. 235).

<sup>519</sup> A etapa “disposição de bens” será tratada em conjunto com o elemento inalienabilidade.

oneração e, por fim, imprescritibilidade – devem ser analisados sob a ótica da gestão de bens (MARQUES NETO, 2009, p. 248).

A aquisição de bens públicos caracteriza-se, de forma geral, pela existência de mecanismos de aquisição originária (derivados de ato de soberania) e outros de aquisição derivada (decorrentes de algum instrumento de direito público – desapropriação<sup>520</sup>- ou privado, tais como contrato de compra e venda, doação, permuta, dação em pagamento ou adjudicação<sup>521</sup>).

Ponto essencial, contudo, para a presente tese é compreender as regras de gestão do bem público (até mesmo para verificar se tais elementos poderão ou não ser aplicados à noção de ativo econômico/financeiro). Para Floriano Azevedo Marques Neto, a gestão dos bens públicos envolve dois aspectos inter-relacionados:

(...) a gestão patrimonial, entendida como a otimização do emprego do patrimônio público, com vistas a obter a maior racionalidade econômica, e a disciplina do uso, voltada a assegurar que este emprego seja consentâneo com as finalidades do interesse geral aos quais o bem está consagrado. É da combinação destes dois aspectos que se dá a adequada gestão dos bens públicos (MARQUES NETO, 2009, p. 270).

---

<sup>520</sup> Trata-se do instrumento de direito público mais utilizado para aquisição de bens. Não há acordo entre o vendedor e o comprador. O pressuposto para a sua aquisição é a finalidade pública. Tanto é que a não utilização pode ensejar a anulação da desapropriação (MARQUES NETO, 2009, p.257).

<sup>521</sup> A aquisição derivada de bens submete-se a uma série de regras, dentre as quais o (i) artigo 37, inciso XXI da CF e (ii) Lei de nº 8666/93. Tais regras dizem respeito, em especial, a compra de bens móveis e imóveis. As regras específicas contidas na lei de licitação são: “(i) precisa definição do objeto sem preferências de marcas (artigo 15, parágrafo 7º, inciso I); (ii) observância de condições habitualmente praticadas no mercado (artigo 15, III); (iii) existência de recursos orçamentários (artigo 14); (iv) observação de preços praticados pela Administração (artigo 15, V); (v) subdivisão das compras em lotes para evitar perda de economias de escala (artigo 15, IV); e (vi) utilização de ata de registro de preços, sempre que possível. No caso de bens comuns, a licitação poderá seguir o regramento do pregão (artigo 1º, Lei de nº 10.520/2002). Ademais, aplicam-se às compras de bens móveis (consumíveis ou não) as hipóteses de dispensa de licitação arroladas no artigo 24 ou de inexigibilidade, previstas no artigo 25, *caput* e inciso I, ambos da Lei de Licitações. (...) a aquisição de bens imóveis por compra e venda exige licitação pública e observância dos mesmos requisitos previstos no artigo 16 da Lei de licitações. Há, contudo, a possibilidade de esta transação prescindir de licitação, como determina o inciso X do artigo 24 da Lei nº 8666/93. (...) A exigência de prévia avaliação do bem a ser adquirido por compra e venda se aplica tanto para as aquisições precedidas de licitação, como nas hipóteses de sua dispensa ou inexigibilidade. No primeiro caso, por força do dever de orçamentação e das regras constantes da Lei Complementar nº 101/2000 (artigo 16, I, e parágrafo 4º, I) e da Lei de Licitações (artigo 14, *caput*). No segundo, por expressa prescrição da Lei de Licitações (artigo 24, X e artigo 26)” (MARQUES NETO, 2009 p. 252).

É certo que a gestão dos bens públicos está submetida ao regime jurídico de direito administrativo, o qual é composto pelos princípios da (i) legalidade<sup>522</sup>; (ii) impessoalidade<sup>523</sup>; (iii) moralidade<sup>524</sup>; (iv) publicidade<sup>525</sup>, (v) eficiência<sup>526</sup>, o qual, por sua vez, relaciona-se diretamente a dois princípios (a) ao da finalidade (afetação)<sup>527</sup> e (b) ao da economicidade<sup>528</sup>.

Já o uso dos bens públicos deve ser realizado a partir de dois aspectos: (i) instituto da afetação e (ii) indisponibilidade, a qual é marcada pelos elementos caracterizadores do regime de bens públicos, ou seja, (a) a inalienabilidade, (b) a não oneração, (c) a impenhorabilidade e (d) a imprescritibilidade. Na presente tese, a afetação e a indisponibilidade (leia-se inalienabilidade e não oneração) são pontos chaves.

---

<sup>522</sup> Floriano Azevedo Marques Neto esclarece que “a gestão dos bens públicos há de ser feita em compatibilidade com a Lei, o que não significa dizer que qualquer ato de gestão deste patrimônio tenha de ser, sempre e expressamente, objeto de autorização legal. Por mais que não fosse, este entendimento decorre do fato de que a atividade de gestão patrimonial é típica atividade administrativa para o exercício do qual, se exigida sempre e necessariamente específica autorização legal, teríamos uma intrusão do Legislativo em fazeres precipuamente Executivos, o que feriria o princípio constitucional da tripartição de poderes” (MARQUES NETO, 2009, p. 271).

<sup>523</sup> No tocante ao princípio da impessoalidade e a gestão de bens públicos, destaca-se a aplicação dos princípios da isonomia e da igualdade. Isto é: o princípio da impessoalidade veda “o tratamento imotivadamente diferenciado (...) e a promoção pessoal no exercício da atividade administrativa” (MARQUES NETO, 2009, p. 272).

<sup>524</sup> A moral administrativa deve ser compreendida como todo o plexo de princípios de direito administrativo e como a proibição de desvio de poder ou desvio de finalidade (MARQUES NETO, 2009, pp. 274-275).

<sup>525</sup> Refere-se a obediência a todas as regras aplicáveis à publicidade nos demais entes estatais e as restrições de uso pelo ente público (MARQUES NETO, 2009, p. 272).

<sup>526</sup> Para Floriano Azevedo Marques Neto, a eficiência deve ser compreendida “não na lógica de ganhar clientes ou sobrepujar concorrentes. A eficiência aqui deve ser vista como o dever de agir prontamente para suprir as demandas dos administrados, a obrigação de organização administrativa que homenageie sempre o bom exercício da função pública no interesse geral do cidadão. (...) A bem da verdade, o princípio da eficiência se desdobra em três aspectos: prestacional, organizacional e de gestão. A prestação da atividade administrativa segue o princípio da eficiência quando ela lograr agir de modo rápido, eficaz, preciso e cordato, satisfazendo as necessidades da coletividade. No campo da organização administrativa, a eficiência estará alcançada se a estrutura da Administração for enxuta, racional, transparente e permeável à participação do administrado e a defesa dos seus direitos. Por fim, no campo da gestão, a eficiência interdita o desperdício de recursos públicos, seja impedindo os gastos irrazoáveis ou inúteis, seja proscovendo o desperdício de oportunidades de aferição de receitas públicas legalmente autorizadas” (2009, p. 280).

<sup>527</sup> O princípio da eficiência, segundo Floriano Azevedo Marques Neto, remete “a um dever da Administração de sempre potencializar o emprego do bem na prestação das utilidades coletivas ao qual ele, bem, é serviente” (2009, p. 281).

<sup>528</sup> “A gestão dos bens públicos não deve descurar do fato de que, quaisquer que sejam as finalidades às quais estão consagrados estes bens, eles constituem patrimônio (público), ou seja, ativos econômicos titularizados pelo poder público e que, portanto, devem ser geridos ao lume da racionalidade econômica, o que não implica dizer que em prejuízo das finalidades coletivas as quais são destinados, nem que tal gestão possa ser feita à margem da Lei. Por isso, nosso entendimento de que a existência de bens públicos dominicais não empregados na geração de receitas para o poder público (para além de representar desatenção ao dever de observância da função social) importa em violação ao princípio constitucional da eficiência. Como também ocorrerá com a descuidada administração destes bens que acarrete a sua depreciação ou facilite o uso não retribuído dos mesmos por alguns indivíduos” (MARQUES NETO, 2009, p. 282).

A afetação, seja legal ou decorrente de um fato jurídico, corresponde a um instituto chave na análise do uso dos bens públicos. Isto porque está relacionada com a (i) delimitação da “finalidade”<sup>529</sup> do bem – a qual pode ser única ou múltipla (usos distintos permanentes e compatíveis entre si) (MARQUES NETO, 2009, p. 287), bem como (ii) a incidência (intensa ou não) do regime jurídico de direito público. Trata-se, em poucas palavras, da destinação de um bem para o exercício de uma determinada função atribuída ao Estado. A afetação, portanto, representa a incorporação de um bem ao cumprimento de uma função de interesse geral. Trata-se da utilização dos recursos estatais para o atendimento dos interesses da sociedade (MARQUES NETO, 2009, p. 283).

Mas uma vez afetado o bem, a situação torna-se imutável? Não, eis que há o processo de desafetação. A desafetação<sup>530</sup>, por sua vez, corresponde a “retirada desta predisposição”, tornando o bem público passível de ser reafetado a outros usos ou mesmo possibilitando a sua retirada do domínio público” (MARQUES NETO, 2009, pp. 286-287). Ou seja: uma vez afastada a finalidade pública, pode ser alienado. Para Marçal Justen Filho, a desafetação é

“ato estatal unilateral, cuja formalização depende de autorização legislativa, por meio do qual o Estado altera o regime jurídico aplicável ao bem público, produzindo sua submissão ao regime de bem dominial. (...) É o desligamento do bem da estrutura institucional e organizacional do Estado. O bem continua a ser público, mas deixa de ser aplicado para o desempenho das funções próprias do Estado” (JUSTEN FILHO, 2014, pp. 1132-1133).

Ponto não pacífico na doutrina é saber se todos os bens são passíveis ou não de desafetação. Para Floriano Azevedo Marques Neto, por exemplo, “qualquer bem pode ser desafetado, embora algumas hipóteses de desafetação sejam extremamente difíceis e incompatíveis com o interesse público. Muitas vezes a desafetação importará em promulgação de emenda constitucional” (MARQUES NETO, 2009, p. 288). Marçal Justen Filho, por outro lado, sustenta que “há bens de uso público e de uso especial que são, por natureza, insuscetíveis de desafetação, o que significa a impossibilidade absoluta de sua alienação” (JUSTEN FILHO, 2014, p. 1133). Os dois autores concordam que, com o passar dos anos e

<sup>529</sup>A respeito da finalidade, a afetação pode ser (i) própria ou (ii) imprópria. Por afetação própria compreende-se a predisposição de um bem a um uso específico, seja como interesse geral (uso comum), seja como uma atividade de interesse geral (uso especial). Por afetação imprópria compreende-se a destinação de um bem a uma finalidade de interesse público, não qualificada como uso específico (MARQUES NETO, 2009, p. 284).

<sup>530</sup> Trata-se de um ato formal, o qual pressupõe a autorização legislativa. Além disso, é importante esclarecer que este ato poderá ter efeitos (i) constitutivos negativos (quando há um ato legal que transforme o bem em dominial, inclusive para alienação) e (ii) declaratórios (quando apenas constata-se a perda da finalidade). (In JUSTEN, 2014, p. 1134 e MARQUES NETO, 2009, p. 288).

em decorrência de diversos fatores, pode ocorrer a desafetação fática (JUSTEN FILHO, 2014, p.1134/1135 e MARQUES NETO, 2009, p. 288).

Já, em relação à disponibilidade, Floriano Azevedo Marques Neto alerta que: “a indisponibilidade há de ser vista com alguma relatividade, pois há de distinguir a indisponibilidade da função para o exercício da qual o bem serve como suporte da disponibilidade condicionada do próprio bem” (MARQUES NETO, 2009, p. 290). E mais: que indisponibilidade não está centrada no bem. Para Floriano Azevedo Marques Neto, o que é “indisponível é a função para a qual o bem está consagrado” (MARQUES NETO, 2009, p. 293).

Quatro são os elementos da indisponibilidade: inalienabilidade, impenhorabilidade<sup>531</sup>, não oneração e imprescritibilidade<sup>532</sup>. Alienação e onerosidade são dois temas que circulam o tema da securitização. Daí a importância de analisá-los de forma mais verticalizada.

A inalienabilidade é forte na doutrina. Contudo, deve restar claro que a inalienabilidade não é absoluta (mesmo porque a própria Lei de Licitações prevê a possibilidade de alienação – artigo 17). Floriano de Azevedo Marques Neto ensina que, na verdade, a alienabilidade é condicionada. E o que isso quer dizer? Simples: que todos os bens em tese podem ser alienados, desde que cumpridas determinadas condições. E quais são as condições? São duas: “A primeira diz com a natureza de titularidade pública e envolve o cumprimento de formalidades como autorização legal, avaliação prévia e sujeição, em regra, a certame licitatório (...). A segunda se relaciona com um aspecto mais funcional e se refere à necessidade, para alienação, a que o bem não esteja destinado a suportar uma dada finalidade pública” (MARQUES NETO, 2009, p. 293).

A não oneração, por sua vez, é outro traço a ser ponderado. Trata-se da “impossibilidade de o gestor dos bens públicos gravá-los livremente por qualquer uma das modalidades de garantia”. Os fundamentos impeditivos apresentados pela doutrina em geral

<sup>531</sup> São dois os fundamentos jurídicos que sustentam a impenhorabilidade: o primeiro é a inalienabilidade. Ora se o bem não pode ser alienado, ele não pode ser penhorado. O segundo fundamento, por sua vez, refere-se à opção constitucional que dispõe sobre a forma pela qual serão executadas as sentenças perante a Fazenda Pública (regime de precatório – artigo 100 da CF). Nenhum dos fundamentos é absoluto. Os bens possuem alienabilidade condicionada. Por outro lado, a própria constituição prevê exceção ao regime de precatórios (hipótese de sequestro). O que está em jogo é a finalidade. (MARQUES NETO, 2009, pp. 297-298).

<sup>532</sup> Trata-se da impossibilidade de que os bens públicos estejam sujeitos à prescrição aquisitiva. A imprescritibilidade impede que um particular venha adquirir um bem por uma ocupação pacífica do bem. Contudo, Floriano Azevedo Marques Neto esclarece que tal característica não pode ser usada como uma desculpa para que o Estado mantenha no seu patrimônio um enorme acervo de bens ociosos. (MARQUES NETO, 2009, pp. 303-304).



são dois: (i) inalienabilidade (já tratada) e a (ii) impossibilidade de indicar como garantia um bem que não pode sofrer penhora (decorre da impenhorabilidade) (MARQUES NETO, 2009, p. 300). Tais argumentos, segundo Floriano Azevedo Marques Neto, contudo, não podem ser acolhidos. Isto porque, conforme destaca o autor, “a disponibilização do bem em garantia, pressupõe-se, é antecedida por uma decisão do poder público (e não do credor), amparada em lei permissiva”. O bem, portanto, está consagrado para uma determinada finalidade: ou seja, a de garantia. Por outro lado, é importante deixar claro que a oneração não acarretaria problemas para as finanças públicas. Isto porque todos os débitos originários de operações de crédito devem estar previstos ou consolidados na lei orçamentária. Logo, não haveria surpresas, eis que tudo estaria contabilizado (MARQUES NETO, 2009, p. 300).

Bem, ultrapassados os tópicos acima, certo é que o conceito de receita pública integra o conceito de patrimônio público. Contudo, não integra o conceito de bem, que é colocado em paralelo. Questiona-se então: o que são receitas públicas? O regime jurídico dos bens públicos a elas se aplica?

É importante consignar que os tributos integram a receita pública. O conceito de receita pública, por sua vez, está atrelado às Ciências das Finanças. E qual o ponto de ligação? De acordo com Régis Fernandes de Oliveira: “o ponto central das ciências das finanças incide sobre a atividade fiscal, ou seja, a desempenhada com o propósito de obter recursos para o custeio das atividades estatais” (OLIVEIRA, 2014, p. 176).

A respeito do ingresso nos cofres públicos, Régis Fernandes de Oliveira esclarece que são os inúmeros caminhos para o ingresso de recursos nos cofres públicos. Neste sentido, destaca-se: “Sinteticamente, pode-se dizer que a receita é a entrada definitiva de dinheiro e bens nos cofres públicos”. De forma mais específica o autor comenta:

Existe o ingresso através do uso de bens públicos, como, por exemplo, o que se paga a título de concessão de uso de box de mercado público ou de estacionamento em via pública, de rendas que ingressam pela exploração de estabelecimentos comerciais, industriais ou agrícolas do poder público. Da mesma forma, pode haver ingresso de dinheiro através da cobrança de multas pecuniárias, bem como pela cobrança de tributos (OLIVEIRA, 2014, p. 236).

Segundo Domingos Pereira de Souza, “os impostos são um meio de financiamento específico do Estado, onde se revela, de forma especial, o caráter coactivo da sua actividade”. Isto porque: “a atividade fiscal do Estado assenta-se na utilização, pelo Estado, das “suas prerrogativas, da sua autoridade, do seu poder sobre os cidadãos, do “seu poder de império”



(SOUZA, 1992. pp. 24-25). Trata-se, sem dúvida, de uma relação jurídica obrigacional, *ex lege*, pecuniária, como já tratado, cujo pilar está assentando em elementos coativos<sup>533</sup>, que ocorre em dois momentos distintos: (i) o primeiro da relação em si e o (ii) crédito (ou seja, quando já possui exigibilidade plena). O crédito tributário não é uma renda, eis que a noção de rendas decorre de exploração de bens (receita patrimonial). O crédito tributário corresponde, portanto, a um ativo financeiro.

Por ativos pode-se entender, segundo Renato Nunes:

“(...) recursos controlados pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que resultem futuros benefícios econômicos para entidade, pouco importando se o item correspondente seria ou não capaz de lhe gerar benefícios futuros.

(...)

O benefício econômico esperado de um ativo é essencialmente que este contribua com o fluxo de caixa da entidade, incrementando-o ou impedindo a sua redução, o que permite classificar como ativo o recurso controlado por aquela, que, de alguma maneira, possa contribuir com a geração de receitas.

(...)

Os Ativos necessariamente resultam de eventos passados, de modo que as expectativas de recursos que possam gerar benefícios futuros, mesmo que dotadas de alta probabilidade de concretização, não podem ser classificadas como tais”. (NUNES, 2013, P. 171)

Floriano Azevedo Marques Neto sustenta a tese de que as receitas são ativos econômicos. Isto porque, para ele, o artigo 106<sup>534</sup> da Lei de nº 4320/64 separa os créditos,

<sup>533</sup> Por um lado, há coação para a iniciativa privada, por outro, é imposto ao administrador público. Sobre a impossibilidade de o funcionário da Administração dispensar a efetivação do crédito ou as respectivas garantias, sob pena de responsabilidade funcional, referida no artigo 141 do CTN, afirma Paulo Barros de Carvalho: Na implicitude dessa mensagem prescritiva, vemos o magno princípio da indisponibilidade dos interesses públicos, um dos fundamentos do direito administrativo. É bom enfatizar que a dispensa de créditos ou de suas garantias e privilégios não se inscreve apenas àqueles que tiverem sido formalizados pela via do ato de lançamento, como veremos mais adiante. Todavia, aquilo que o legislador pretendeu exprimir, nessa parte do dispositivo, é que à margem das autorizações expressas na legislação tributária, o funcionário, em qualquer hipótese, não está autorizado a abrir mão da exigência. Por defeito de estilo, a porção final do mandamento ficou obscura. A cláusula intercalada – sob pena de responsabilidade funcional na forma da lei – devia ter sido deixada para o fim, ganhando o período maior clareza e precisão. Além disso, foi esquecida a partícula reflexiva *se*, anteposta ao verbo *extingue*. Mantendo as palavras que o preceptivo contém, ficaria melhor desta maneira: “O crédito tributário regularmente constituído somente se modifica ou se extingue, ou tem sua exigibilidade suspensa ou excluída, nos casos previstos nesta Lei, fora dos quais não podem ser dispensadas a sua efetivação ou as respectivas garantias, sob pena de responsabilidade funcional, na forma da lei” (CARVALHO, 2019, pp. 451-452).

<sup>534</sup> Art. 106. A avaliação dos elementos patrimoniais obedecerá às normas seguintes: I - os débitos e créditos, bem como os títulos de renda, pelo seu valor nominal, feita a conversão, quando em moeda estrangeira, à taxa de câmbio vigente na data do balanço; II - os bens móveis e imóveis, pelo valor de aquisição ou pelo custo de produção ou de construção; III - os bens de almoxarifado, pelo preço médio ponderado das compras. § 1º Os valores em espécie, assim como os débitos e créditos, quando em moeda estrangeira, deverão figurar ao lado das correspondentes importâncias em moeda nacional. § 2º As variações resultantes da conversão dos débitos,

débitos e disponibilidades financeiras dos bens móveis e imóveis. Para o autor é ainda é certo afirmar que a Lei de nº 4.320/64 segrega a contabilidade orçamentária e financeira (artigos 90-93) da contabilidade patrimonial (artigo 94-100). Tal separação, contudo, não afasta o “ativo econômico”, que compõe a receita pública, do conceito de “patrimônio público”, conceito, diga-se de passagem, mais abrangente do que bem. A prova da afirmação é realizada a partir dos artigos 104 e 105 da Lei n. 4320/64, os quais incluem o conceito de ativo econômico como um patrimônio público. Segundo referido Marques Neto,

é fato que a mesma Lei nº 4320/64 segrega a contabilidade orçamentária e financeira (artigo 90 a 93) da contabilidade patrimonial (artigo 94 a 100), o que poderia levar a se entender que receitas orçamentárias não integram o patrimônio público. Porém, essa leitura mais apressada é afastada quando observamos no artigo 104, o conceito de variações patrimoniais, que se refere às alterações “verificadas no patrimônio, resultantes ou independentes da execução orçamentária e indicará o resultado patrimonial do exercício”, e quando nos deparamos com o artigo 105 com a previsão do Balanço Patrimonial conterá os ativos financeiros (créditos e valores e inclusive numerários) e permanentes (bens, créditos e valores cuja mobilização e alienação dependam de autorização legislativa) (MARQUES NETO, 2009, p. 58).

Mas, qual seria a diferença entre um ativo financeiro e um bem? Questiona-se, por fim, se a um ativo econômico/financeiro é aplicado o mesmo regime jurídico dos bens públicos?

Bens são valores materiais ou imateriais que podem ser objeto de uma relação jurídica. Podem ser móveis ou imóveis; fungíveis ou infungíveis, divisíveis ou indivisíveis, consumíveis ou inconsumíveis, coletivos ou individuais. O ativo econômico, por sua vez, corresponde a um recurso, derivado de fato passado, que gera renda, a qual, por sua vez, contribuiu com o fluxo de caixa, eis que consumível por essência.

Em que pese as distinções, não há dúvida de que é possível aplicar o mesmo regime jurídico aos bens e ativos financeiros.

Helena Taveira Torres caracteriza o princípio da indisponibilidade do patrimônio público, no caso, do crédito tributário, desde a ocorrência do fato jurídico tributário, como “dogma quase absoluto do direito de estados ocidentais, indiscutível e absoluto na sua formulação, a tal ponto que sequer a própria legalidade, seu fundamento, poderia dispor em contrário”. Complementa o autor:

---

Porquanto “tributo” e “indisponibilidade” não sejam conceitos lógicos, mas, sim, créditos e valores em espécie serão levadas à conta patrimonial. § 3º Poderão ser feitas reavaliações dos bens móveis e imóveis.

conceitos de direito positivo, variáveis segundo a cultura de cada nação, próprios de cada ordenamento. Será o direito positivo a dar os contornos do que queira denominar de “direito indisponível”, inclusive suas exceções (direito inalienável inter vivos, direito intransmissível mortis causa, direito irrenunciável, direito não penhorável, etc). Tome-se como premissa a inexistência, no direito de todos os povos, de um tal princípio universal de “indisponibilidade do tributo. (TORRES, 2013)

Diante do acima exposto, verifica-se que ao tratar de alienação de crédito tributário não está a se tratar de competência legislativa, lançamento tributário ou obrigação tributária. Fala-se, tão somente, no benefício econômico que deve ser auferido. Conforme exaustivamente demonstrado, o crédito tributário e os valores decorrentes de parcelamento caracterizam-se como ativos econômicos/financeiros do Estado, os quais são, por sua vez, compõe o patrimônio público. Como patrimônio público, o ativo está submetido a um regime próprio de aquisição, gestão e disposição dos bens. A gestão do patrimônio público, por sua vez, deve ser analisada a partir da (i) impenhorabilidade, (ii) inalienabilidade, (iii) não oneração e (iv) imprescritibilidade.

Ocorre, contudo, que diante do caso concreto, não há dúvidas a respeito da possibilidade da incidência da regra da alienabilidade condicionada, ou seja, de um processo de autorização de alienação ou ainda da permissão para a oneração. E quais seriam as exigências? Autorização legal (lei ordinária específica) e avaliação prévia (o que será realizado pelas leis orçamentárias, em especial a Lei de Diretrizes Orçamentárias, como já tratado). Não há que se preocupar com a afetação. Isto porque há, por outro lado, um processo de reafetação, mediante processo legislativo. Isto é: há a transformação da dívida ativa, por exemplo, de uma receita corrente para uma receita de capital ou, ainda, em uma garantia. Trata-se de uma opção política, desde que respeitadas as exigências legais.

#### **4.2 Execução orçamentária e fluxo de recebíveis: ligação entre orçamento e patrimônio e a possibilidade de alienação**

O que, de fato, seria alienado ou cedido pela Administração Pública com o instrumento de securitização? Conforme será demonstrado a seguir, pela análise verticalizada

a respeito das legislações estaduais e municipais<sup>535</sup>, trata-se, de forma geral, da “cessão do fluxo financeiro decorrente de créditos inscritos em dívida ativa”. Neste sentido, a Procuradoria da Fazenda Nacional, em seu parecer de n. 1579/2014, deixa claro que:

Um complicador, em relação a esse entendimento básico, é o caso da chamada cessão do fluxo financeiro decorrente de créditos inscritos em dívida ativa. Isto porque, nesse caso, a titularidade do crédito não é propriamente transferida pelo cedente ao cessionário, permanecendo, pois, no ativo do primeiro; mas tão somente o fluxo financeiro decorrente dos pagamentos efetuados pelos devedores ao credor (PROCURADORIA, 2014, p.4).

Não se fala, portanto, com a securitização, na alienação das obrigações tributárias, cujo fato gerador ocorre de forma contemporânea ao lançamento e a arrecadação. Fala-se dos ativos resultantes da cobrança dos créditos em dívida ativa e parcelamento, isto é, créditos derivados das relações obrigacionais tributárias passadas, marcadas pelo inadimplemento. Certo é, portanto, que o nome “dívida ativa” demonstra-se inadequado. Em verdade, como já tratado, as obrigações econômicas não pagas deveriam ser caracterizadas como “resíduos ativos” ou ainda como “restos a receber” (GIACOMONI, 2017, p. 339).

Logo, como não há a cessão da titularidade da obrigação e do crédito, mas apenas do fluxo de recursos que ingressa nos cofres diariamente na referida rubrica, há, com a securitização, apenas uma “obrigação de fazer” por parte da Administração Pública (se tal tema corresponde ou não a operação de crédito ver capítulo 3). Em outras palavras: o Estado passa a alienar o produto da cobrança da dívida ativa e dos parcelamentos tributários. Há, portanto, uma reafetação das receitas derivadas dos “resíduos ativos” em relação ao fluxo decorrente das obrigações tributárias, cujo fato gerador ocorreu de forma contemporânea à arrecadação (para a Procuradoria da Fazenda Nacional a receita da dívida ativa não pode ser caracterizada como uma receita futura<sup>536</sup>).

A receita pública decorrente das obrigações tributárias, digamos, contemporâneas à arrecadação, não são securitizadas. A proposta da securitização, portanto, recai para um momento posterior: quando o débito não foi saldado, o que acarreta a transformação de um

---

<sup>535</sup> Serão tratadas adiante as seguintes leis: Lei Municipal de nº 4266/2013 de Nova Iguaçu-RJ; Lei Municipal de nº 13.003/2010 de Belo Horizonte-MG; Lei Estadual de nº 7.040/2015 do Rio de Janeiro; Lei Estadual 18.873/2015 de Goiás; Lei Estadual 13.720/2009 de São Paulo; Lei Municipal 14.934/2009 e Lei Municipal 15.969/2014 de São Paulo.

<sup>536</sup> A respeito, a Procuradoria da Fazenda Nacional explica que: “Não obstante, o entendimento desta PGFN é que, desde que inexistente no caso concreto, por parte do cedente, obrigação de garantir eventual crédito inadimplido pelo devedor – seja em dinheiro, seja substituindo-o por outro crédito –, não há que se falar em operação de crédito; já que, inexistiria obrigação de pagar por parte do cedente, mas, apenas obrigação de fazer, no caso, repassar ao cessionário o numerário entregue ao credor pelo devedor inscrito em dívida ativa”

ativo circulante (créditos tributários a receber) em um ativo não circulante (ativo realizado a longo prazo). É certo que créditos em dívida ativa representam uma expectativa de receita futura, assim como os créditos parcelados. Ambos, contudo, estão presos ao passado, eis que o fato gerador já ocorreu<sup>537</sup>.

Por que ao se falar em resíduos ativos e parcelamento torna-se importante falar em ativo circulante e não circulante? Para melhor compreender o acima indicado, torna-se útil a análise da diferença entre balanço orçamentário e balanço patrimonial do Estado para que se possa compreender ainda mais a figura do crédito e do seu fluxo.

A contabilidade pública é organizada a partir de subsistemas de informação, os quais conversam entre si e convergem para oferecimento de informações a respeito do patrimônio público. Os subsistemas, segundo o artigo 101 da Lei de n. 4320/64<sup>538</sup>: (i) balanço orçamentário; (ii) balanço financeiro e (iii) balanço patrimonial. Dois deverão ser aqui trabalhados: subsistema orçamentário e o patrimonial.

O subsistema orçamentário tem como fim:

---

<sup>537</sup> A respeito da matéria, a Procuradoria da Fazenda Nacional decidiu: “Primeiramente, cabe registrar o nosso estranhamento diante do posicionamento que considera créditos inscritos em dívida ativa como ‘receita futura’, no sentido dado acima. Trata-se, obviamente, de imprecisão, pois, a condição para qualquer crédito ser inscrito em dívida ativa é seu inadimplemento no prazo, ou seja, trata-se de crédito que deveria ter sido recebido e não o foi, portanto, que deveria ter impactado, para usar a terminologia do parecer supra transcrito, a receita passada do ente e que, por isso mesmo, é devido no presente, tanto assim que sobre ele incidem juros de mora. É verdade que, em muitos casos de cessão de direitos creditórios, os créditos cedidos foram parcelados, o que, entretanto, para o fim de caracterizar um julgamento de mérito sobre a conduta do administrador não deveria ser incluído no conceito de ‘receita futura’, no mesmo sentido em que, por exemplo, são as receitas de fatos geradores de tributos ainda não ocorridos. De qualquer modo, tal imprecisão é irrelevante, dado que, como dito acima, tal tipo de julgamento de mérito sobre a conduta do administrador extrapola, a nosso ver, a competência do Ministério da Fazenda, tal como definida no art. 32 da LRF. Vamos então à questão da antecipação de recursos como condição suficiente para a conceituação da operação respectiva como operação de crédito. 15. Discordamos de tal entendimento pelo fato de que, fosse ele verdadeiro, toda e qualquer alienação de ativo deveria ser considerada operação de crédito. De fato, quando se aliena um ativo, nada mais se faz do que transformar em ‘receita presente’ uma receita futura, real ou potencial. Senão vejamos. Digamos que um determinado ente público seja proprietário de um prédio de salas comerciais de oito andares com seis salas em cada andar, cujo prazo de depreciação seja de vinte anos. Digamos ainda que o valor médio do aluguel de uma sala comercial semelhante no mesmo bairro seja de mil reais por mês. Ora, a preços atuais, então, o ente público poderia receber uma receita anual em aluguéis equivalente a quinhentos e setenta e seis mil reais durante vinte anos. Ora, se o ente resolve vender o referido imóvel por, digamos, cinco milhões de reais a vista, ele estaria abdicando de uma receita futura de onze milhões e quinhentos e vinte mil reais, equivalentes à receita total de vinte anos de aluguéis, em troca de uma receita presente de cinco milhões de reais. Qualquer que seja nossa opinião sobre a sabedoria ou falta de sabedoria fiscal em realizar tal venda, o fato é que, apesar de ser claramente, como demonstrado, uma ‘antecipação de recursos futuros’, não se pode chamar tal operação de venda de um ativo imobiliário de operação de crédito no sentido da Lei de Responsabilidade Fiscal.” (PROCURADORIA, 2014, p.6-7).

<sup>538</sup> Art. 101. Os resultados gerais do exercício serão demonstrados no Balanço Orçamentário, no Balanço Financeiro, no Balanço Patrimonial, na Demonstração das Variações Patrimoniais, segundo os Anexos números 12, 13, 14 e 15 e os quadros demonstrativos constantes dos Anexos números 1, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 16 e 17.

“registrar, processar e evidenciar os atos e fatos relacionados ao planejamento e à execução orçamentária, compreendendo o montante de créditos orçamentários e adicionais, a despesa empenhada à conta desses créditos, o saldo disponível em cada dotação, os restos a pagar processados e não processados do exercício e o resultado orçamentário, dentre outros” (DINIZ; LIMA, 2016, p. 16).

O subsistema patrimonial, por sua vez, tem como objetivo:

“registrar, processar e evidenciar os atos e fatos relacionados às operações financeiras e não financeiras. As operações financeiras compreendem a entrada e saída de recursos, demonstrando informações a respeito dos fluxos de caixa da entidade e do resultado financeiro. As operações não financeiras são relacionadas com as variações qualitativas e quantitativas do patrimônio público” (DINIZ; LIMA, 2016, p. 16).

E por que tais subsistemas são importantes para a compreensão do presente estudo? Porque auxiliam a representação dos diversos grupos de recursos que compõe o patrimônio do Estado, permitindo, desta forma, a definição do regime jurídico aplicável. A receita pública é um conceito econômico que comporta duas espécies: correntes e de capital.

As receitas correntes representam a soma de todos estes valores que ingressam diariamente nos cofres públicos. É função do subsistema orçamentário descrever de forma pormenorizadas os recursos que fluem pelas contas dos Estados. Isto é: a origem e a natureza dos recursos que saem da iniciativa privada, ou da sociedade, e ingressam nos cofres do Estado e são devolvidos para a sociedade mediante a prestação de serviços ou bens públicos (despesas públicas). Insiste-se: a noção de fluxos decorre da ideia de que a arrecadação do Estado é contínua no tempo e sem qualquer interrupção. E mais: que tais recursos são consumidos ao longo de um exercício financeiro.

Já o subsistema patrimonial, por sua vez, tem como fim o registro do patrimônio ativo e do patrimônio passivo do Estado, dos bens do Estado. Elemento importante é a análise da integração entre o subsistema orçamentário e subsistema patrimonial. Severino Cesário de Lima e Josedilton Alves Diniz sustentam que:

a integração do orçamento com o patrimônio ocorre, basicamente, com o registro das transações financeiras ou orçamentárias no sistema patrimonial, com o impacto direto nos ativos e passivos financeiros. Contudo, essa integração não implica o uso da mesma base de reconhecimento das transações orçamentárias e patrimoniais. Por conseguinte, o resultado orçamentário e o resultado patrimonial são divergentes. O tamanho dessa diferença depende do valor dos accruals, ou seja, do grau no qual o regime de competência é utilizado no reconhecimento das transações no sistema

patrimonial (DINIZ, LIMA, 2016, p. 25).

Ora, o que diz o balanço patrimonial? Trata-se de uma fotografia do patrimônio do Estado. Mostra, de forma estática, a posição patrimonial, em especial, ao final do exercício financeiro. É responsável por demonstrar qualitativa e quantitativamente a situação patrimonial da entidade pública. Utiliza-se das seguintes definições:

- “- ativo: são recursos controlados pela entidade como resultado de eventos passados e dos quais se espera que resultem para a entidade benefícios econômicos futuros ou potencial de serviços;
- passivo: são obrigações presentes da entidade, derivados de eventos passados, cujos pagamentos se espera que resultem para a entidade saídas de recursos capazes de gerar benefícios econômicos ou potencial de serviços;
- patrimônio líquido: é o valor residual dos ativos de entidade depois de deduzir todos os passivos;
- contas de compensação: compreendem os atos que possam vir ou não a afetar o patrimônio”. (DINIZ; LIMA, 2016, p. 38)

No balanço patrimonial a receita de capital ficará ainda mais clara. Mas não é só. Os “resíduos ativos” ou “dívida ativa” serão representados como um ativo econômico/financeiro. Mas cabe uma segunda pergunta: este ativo é circulante ou não? Trata-se de um ativo circulante, realizável a longo prazo. O que isso significa? Ultrapassada a compreensão de ativo, deve-se entender o que é circulante. Por circulante, as regras de contabilidade tratam no requisito conversibilidade. Ou seja: um bem torna-se líquido de forma imediata. Para compreender o que é um ativo circulante, os seguintes critérios devem ser levados em consideração: “a. encontram-se disponíveis para a realização imediata; b. tiverem a expectativa de realização até o término do exercício seguinte; c. os demais ativos devem ser classificados como não circulantes” (DINIZ; LIMA, 2016, p. 38).

A dívida ativa, portanto, é uma fotografia do que o Estado deixou de auferir em decorrência do inadimplemento de um sujeito passivo (relação tributária). Trata-se de uma perda de receita orçamentária, uma perda de fluxo de recursos, cujo principal prejudicado é o Estado que necessita de tais receitas. O não pagamento tributário prejudica o fluxo orçamentário daquele período. Ou seja, o Estado possui prejuízo duplo: o primeiro é o não recebimento do tributo; o segundo é o prejuízo decorrente da perda da receita na realização das despesas correntes.



Os valores em atraso podem ser convertidos em dívida ativa, a qual só será realizada a longo prazo, eis que recebimento ocorrerá (i) por via judicial e (ii) diferido no tempo, por meio de parcelamento. Insiste-se: o Estado, infelizmente, apesar do patrimônio positivo (créditos a receber), não consegue realizá-lo. Logo, é prejudicado pela (i) quebra do seu fluxo orçamentário e (ii) pelo recebimento parcelado ao longo dos anos, o que reduz, sem dúvida, a sua capacidade de investimento. Tais fatos são narrados ainda sem contar o “efeito Tanzi (no tocante à defasagem existente entre o recolhimento tributário quando do fator gerador e o efetivo recolhimento)”<sup>539</sup>.

O que, portanto, pretende-se alienar por meio da securitização? Como é possível verificar, não é o fluxo da receita tributária que compõe a receita corrente e registrada por meio dos balanços orçamentários e financeiro. Trata-se dos valores recebidos pela alienação (cessão *pro soluto*) ou oneração (cessão *pro solvendo*) de um ativo econômico não circulante (decorrente de um fato gerador passado), descrito no balanço patrimonial. Trata-se de uma parcela menor, parcial do fluxo contínuo de recursos auferidos pelo Estado. Tais recursos, em verdade, são reafetados, ou seja, deixam de ser uma receita corrente e passam a ser receita de capital. Daí a razão pela qual as exigências Constitucionais e da Lei de Responsabilidade Fiscal no tocante ao endividamento devem ser observadas, bem como as regras relacionadas ao planejamento (já tratado no capítulo 03). O deságio, por exemplo, do valor de “alienação do fluxo” dos resíduos ativos e do parcelamento, por meio da securitização, deverá ser calculado levando em conta elementos tais como: o prejuízo dos cofres brasileiros diante da não arrecadação, custos da administração tributária.

---

<sup>539</sup> Vito Tanzi, economista do FMI, ao analisar a Argentina na década de 1970, verificou que existia uma perda do valor real da arrecadação tributária eis que a mesma era efetivada depois da ocorrência do fato gerador. Em poucas palavras é possível afirmar que a conclusão de Tanzi era de que existe uma relação direta entre inflação e déficit público, uma vez que: “aumentos na taxa de inflação que determinam aumento do déficit público, via redução do valor real das receitas” (MODENESI, 2005, p. 299). É certo que a inflação, no Brasil, demonstrou-se baixa nos últimos anos (quando da institucionalização do Plano Real, Edmar Bacha foi o responsável por criar a teoria de que no Brasil ocorria o “efeito Tanzi as avessas”, o que ficou conhecido como “Efeito Bacha”). Contudo, o que se questiona aqui é simples: a perda de recursos em razão da não arrecadação imediata é de alguma forma calculada como prejuízo? Se for, qual o valor para os cofres públicos?

### 4.3 A cobrança judicial da Dívida Ativa ou Ativos Residuais: impossibilidade de delegação pelo Estado

A cobrança da Dívida Ativa é uma atividade típica estatal, função do Poder Executivo. Cabe à Fazenda Pública o dever de exercer o controle de legalidade do crédito tributário. A Procuradoria, em verdade, não examina o mérito da formação do crédito, realizando apenas a análise jurídico-formal do processo administrativo, com o objetivo de dar prosseguimento à cobrança de créditos formalmente consistentes (JARDIM, 2019, e-book). Inclusive, a representação judicial da União Federal é única e exclusiva da Procuradoria da Fazenda Nacional, conforme determina o parágrafo terceiro do artigo 131 da Constituição Federal<sup>540</sup>.

Ao realizar o controle de legalidade, a Procuradoria da Fazenda tem duas opções: ou constata alguma ilegalidade formal no feito e o anula, cabendo, então, ao órgão incumbido da fiscalização editar um novo ato administrativo – auto de infração ou notificação de lançamento –, observando o não exaurimento do prazo prescricional ou decadencial, conforme o caso; ou atesta a legalidade formal do crédito tributário e dá prosseguimento ao seu curso procedimental, que seria o registro do crédito no livro da dívida ativa, pelo que se opera a chamada inscrição da dívida (JARDIM, 2019, e-book).

Uma vez instaurado o procedimento administrativo, o devedor será notificado para pagar o valor devido ou apresentar sua defesa. Caso o pagamento não seja efetuado, a defesa não seja apresentada, ou, se for rejeitada, o valor devido será inscrito na dívida ativa, por meio de ato administrativo, sendo emitida uma certidão que atesta a certeza e a liquidez do débito.

Insiste-se: toda execução deve ser fundada em título executivo que represente uma obrigação líquida, certa e exigível. A certidão de dívida ativa da Fazenda Pública é um título extrajudicial, relacionado no artigo 784, IX, do Código de Processo Civil (CPC)<sup>541</sup>, e

---

<sup>540</sup> “Art. 131. A Advocacia-Geral da União é a instituição que, diretamente ou através de órgão vinculado, representa a União, judicial e extrajudicialmente, cabendo-lhe, nos termos da lei complementar que dispuser sobre sua organização e funcionamento, as atividades de consultoria e assessoramento jurídico do Poder Executivo. (...) § 3º - Na execução da dívida ativa de natureza tributária, a representação da União cabe à Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, observado o disposto em lei”.

<sup>541</sup> “Art. 784. São títulos executivos extrajudiciais: IX - a certidão de dívida ativa da Fazenda Pública da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, correspondente aos créditos inscritos na forma da lei;”

corresponde aos créditos inscritos na forma da lei (CUNHA, 2012, p. 398). Tal certidão, denominada de certidão de dívida ativa, é imprescindível para legitimar a propositura da execução fiscal (CUNHA, 2012, p. 399). Sob esse aspecto, destaca Leonardo Carneiro da Cunha:

Se a Fazenda Pública dispõe de outro título que não seja a certidão de dívida ativa, não caberá execução fiscal. Assim, havendo, por exemplo, condenação, por sentença judicial, de honorários de advogado em favor da Fazenda Pública, esta deverá valer-se do cumprimento da sentença, e não da execução fiscal. Não lhe cabe, nesse caso, inscrever em dívida e lavrar uma certidão de dívida ativa para, então, propor a execução fiscal. Deverá, isto sim, executar a própria sentença, mediante o procedimento do cumprimento da sentença previsto a partir do art. 523 do CPC. O título executivo que autoriza a propositura da execução fiscal é, enfim, a certidão de dívida ativa. E, como todo e qualquer título executivo, contém os atributos da certeza, liquidez e exigibilidade. (CUNHA, 2012, p. 399).

A certidão de dívida ativa é um título formal, cujos elementos devem ser bem caracterizados para que se assegure a ampla defesa do executado (JARDIM, 2019, e-book).

E quais seriam os elementos? Segundo o art. 202, da Lei n.º 5.172 de 25 de outubro de 1966 (CTN), que determina que no termo de inscrição da dívida ativa, autenticado pela autoridade competente, determina a indicação obrigatoriamente: a) o nome do devedor e, sendo caso, o dos corresponsáveis, bem como, sempre que possível, o domicílio ou a residência de um e de outros; b) a quantia devida e a maneira de calcular os juros de mora acrescidos; c) a origem e natureza do crédito, mencionada especificamente a disposição da lei em que seja fundado; d) a data em que foi inscrita; e) sendo caso, o número do processo administrativo de que se originar o crédito; f) a indicação do livro e da folha da inscrição.

Sobre outra particularidade da certidão de dívida ativa, preleciona Eduardo Marcial Ferreira Jardim:

Quadra observar que a dívida regularmente inscrita desfruta da presunção de certeza e liquidez e, por conseguinte, arroga o efeito de prova pré-constituída. O cumprimento dessa formalidade possibilita à Fazenda extrair a certidão da dívida ativa, a qual representa o documento que lastreia a exordial no processo de execução fiscal. O referido título goza de presunção juris tantum, sendo, portanto, susceptível de ser infirmada pelo sujeito passivo ou por terceiro interessado (JARDIM, 2019, e-book).

Mas qual a relação entre o estudo do processo de execução de dívida ativa e a Securitização? A quantidade excessiva de execuções fiscais que tramitam, atualmente, no Poder Judiciário revelam problemas do sistema regulado pela Lei de nº 6.830, de 22 de

setembro de 1980. Referida falência, por sua vez, atinge diretamente a composição do *pool* de ativos subjacentes. Ora, diante dos dados apresentados, será que existirão investidores interessados em compartilhar referido mercado? Por outro lado, será que a securitização não pode contribuir para uma nova forma de gestão e controle?

Aldo Bertolucci e Diogo Toledo do Nascimento, após examinarem os dados referentes aos custos da administração tributária de diversos países, tais como Estados Unidos, Canadá, Suécia, França, Japão, Israel e etc., demonstraram que o Brasil<sup>542</sup> é um dos países com o custo de arrecadação mais alto dentre aqueles analisados, chegando a destinar cerca de 1,37% do valor recolhido para cobrir despesas de administração<sup>543</sup>, enquanto os demais governos citados gastam de 0,16% a 1,02% (BERTOLUCCI; NASCIMENTO, 2006)<sup>544</sup>.

Outro aspecto importante, apontado pela pesquisa em comento, é o impacto causado pelos processos tributários no Poder Judiciário, visto que, conforme estatística dos Tribunais Regionais da 1ª e 3ª Região para o exercício de 2005, mais da metade dos processos em andamento é de natureza tributária, podendo ser, inclusive, a morosidade dos tribunais atribuída, em grande medida, ao atual sistema de arrecadação fiscal.

Deste modo, após a pesquisa, restou evidente que o Brasil, em termos de arrecadação fiscal, possui um sistema de cobrança tributária que custa um valor extremamente alto aos cofres públicos se comparado à sua capacidade de recuperar os créditos devidos pelos contribuintes, de modo que a manutenção do atual método de arrecadação fiscal se tornará cada vez mais insustentável e ineficiente.

O estudo demonstrou, ainda, que o trâmite dos processos, que, não raras vezes, apresentam resultados insatisfatórios, possui um tempo médio de duração de 8 anos, 2 meses e 9 dias, lapso este que influencia diretamente na segunda maior causa de arquivamento dos processos, qual seja, a extinção em razão da prescrição e decadência do crédito tributário.

Em relação ao tempo do processo, o CNJ, em conjunto com o IPEA, realizou novo estudo no ano de 2010 (quatro anos após a pesquisa anterior) intitulado ‘Custo unitário do

---

<sup>542</sup> Salienta-se, novamente, que tais dados dizem respeito tão somente aos tributos federais, de modo que não foram, portanto, levados em consideração os custos estaduais e municipais.

<sup>543</sup> O elevado gasto arrecadatário brasileiro é atribuído, pelos autores, principalmente, ao procedimento judicial de cobrança, uma vez que, para atender a demanda das ações de execução fiscal, o Estado precisa manter diversos órgãos em funcionamento, como, por exemplo, a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional. Os autores chegam a computar o Poder Judiciário, visto a demanda realizada em razão do número de executivos fiscais.

<sup>544</sup> Cf. os dados da pesquisa analisada, o custo de arrecadação dos estados foi de: Estados Unidos – 0,44%, Canadá – 0,85%, Suécia – 1,02%, França – 0,83%, Japão – 0,26% e Israel – 0,16%.

processo de execução fiscal na Justiça Federal'. A referida pesquisa utilizou como parâmetro o universo de 176.122 autos findos com baixa definitiva na Justiça Federal em 2009. Deste total, foi analisada uma amostra representativa total de 1.510 processos de execução fiscal, referentes às cinco regiões judiciárias do País – com exceção das seções judiciárias do estado de Mato Grosso do Sul, que não prestaram informações. Tal amostra contemplou ao todo um quantitativo de 181 varas federais, distribuídas entre 124 cidades brasileiras (IPEA, 2013, p.42). Por esse estudo se concluiu que o tempo médio total de uma ação de execução fiscal movida pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional é de *nove anos, nove meses e 16 dias*, ou seja, maior que o estudo anterior.

Outro problema diz respeito ao custo. Um dado relevante desse levantamento foi o cálculo do custo unitário da execução fiscal, que alcançou o montante de R\$ 5.606,67, sendo que o *breaking even point*, ou seja, o ponto a partir do qual é economicamente justificável promover-se judicialmente o executivo fiscal foi fixado em R\$ 21.731,45 (SOUZA; SILVA, 2019, p. 43)

E mais: referida pesquisa apontou que apenas três quintos dos processos em trâmite passam da fase de citação, sendo que, destes, o índice de arquivamento em razão do pagamento integral da dívida é de 33%, subindo para 45% quando há a citação pessoal do devedor. Nos demais casos, somente 15% dos processos resultam em penhora de bens, sendo que, das penhoras realizadas, apenas 2,6% seguem até a fase de leilão judicial e, deste pregão, tão somente 0,2% geram recursos suficientes para satisfazer o crédito tributário.

Diante de todas as dificuldades acima mencionadas, questiona-se: a cobrança da dívida ativa poderia ser delegada? Será que a terceirização não poderia contribuir?

Para tratar da possibilidade ou não da delegação da cobrança do crédito tributário, dois artigos do Código Tributário Nacional merecem destaque. São eles: terceiro<sup>545</sup> e o sétimo<sup>546</sup>. A razão de destaque em relação aos artigos é simples: há cuidado em delimitar alguns pontos

---

<sup>545</sup> Art. 3º 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”.

<sup>546</sup> Art. 7º A competência tributária é indelegável, salvo atribuição das funções de arrecadar ou fiscalizar tributos, ou de executar leis, serviços, atos ou decisões administrativas em matéria tributária, conferida por uma pessoa jurídica de direito público a outra, nos termos do § 3º do artigo 18 da Constituição. § 1º A atribuição compreende as garantias e os privilégios processuais que competem à pessoa jurídica de direito público que a conferir. § 2º A atribuição pode ser revogada, a qualquer tempo, por ato unilateral da pessoa jurídica de direito público que a tenha conferido. § 3º Não constitui delegação de competência o cometimento, a pessoas de direito privado, do encargo ou da função de arrecadar tributos”.

chaves para a problemática apresentada. São eles: (i) atividade administrativa vinculada; (ii) delegabilidade e indelegabilidade da competência tributária.

Inicialmente, o tema a ser abordado é a atividade administrativa vinculada em matéria tributária. Para tanto, parte-se dos estudos já realizados por Régis Fernandes de Oliveira<sup>547</sup>, o qual divide o quadro tributário em dois momentos distintos, muito bem delimitados: o (i) primeiro corresponde à constituição do débito tributário, na qual o sujeito privado está inserido na qualidade de sujeito passivo da obrigação tributária; o (ii) segundo momento, por sua vez, refere-se à constituição do crédito tributário (neste momento, após a titularização, o sujeito torna-se inadimplente) (OLIVEIRA, 2014, p. 659).

O primeiro momento, na visão do referido autor, caracteriza-se como “uma atividade vinculada e obrigatória, absolutamente necessária para a Constituição do crédito” (OLIVEIRA, 2014, p. 659). Trata-se, em poucas palavras, de uma fase constitutiva, eis que está centrada no poder de tributação do Estado, ou seja, na capacidade que o Estado detém, por força constitucional, de ingressar na esfera patrimonial do particular”. A respeito da constituição do crédito tributário, destacam-se os artigos 145<sup>548</sup> e 146<sup>549</sup>, ambos da Constituição Federal.

<sup>547</sup> Os estudos são importantes, em especial de forma a interpretar o artigo 131, parágrafo 3o. da CF.

<sup>548</sup> “Art. 145. A União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderão instituir os seguintes tributos: I – impostos; II - taxas, em razão do exercício do poder de polícia ou pela utilização, efetiva ou potencial, de serviços públicos específicos e divisíveis, prestados ao contribuinte ou postos a sua disposição; III - contribuição de melhoria, decorrente de obras públicas. § 1º Sempre que possível, os impostos terão caráter pessoal e serão graduados segundo a capacidade econômica do contribuinte, facultado à administração tributária, especialmente para conferir efetividade a esses objetivos, identificar, respeitados os direitos individuais e nos termos da lei, o patrimônio, os rendimentos e as atividades econômicas do contribuinte. § 2º As taxas não poderão ter base de cálculo própria de impostos”.

<sup>549</sup> “Art. 146. Cabe à lei complementar: I - dispor sobre conflitos de competência, em matéria tributária, entre a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios; II - regular as limitações constitucionais ao poder de tributar; III - estabelecer normas gerais em matéria de legislação tributária, especialmente sobre: a) definição de tributos e de suas espécies, bem como, em relação aos impostos discriminados nesta Constituição, a dos respectivos fatos geradores, bases de cálculo e contribuintes; b) obrigação, lançamento, crédito, prescrição e decadência tributários; c) adequado tratamento tributário ao ato cooperativo praticado pelas sociedades cooperativas; d) definição de tratamento diferenciado e favorecido para as microempresas e para as empresas de pequeno porte, inclusive regimes especiais ou simplificados no caso do imposto previsto no art. 155, II, das contribuições previstas no art. 195, I e §§ 12 e 13, e da contribuição a que se refere o art. 239. Parágrafo único. A lei complementar de que trata o inciso III, ‘d’, também poderá instituir um regime único de arrecadação dos impostos e contribuições da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, observado que: I - será opcional para o contribuinte; II - poderão ser estabelecidas condições de enquadramento diferenciadas por Estado; III - o recolhimento será unificado e centralizado e a distribuição da parcela de recursos pertencentes aos respectivos entes federados será imediata, vedada qualquer retenção ou condicionamento; IV - a arrecadação, a fiscalização e a cobrança poderão ser compartilhadas pelos entes federados, adotado cadastro nacional único de contribuintes. Art. 146-A. Lei complementar poderá estabelecer critérios especiais de tributação, com o objetivo de prevenir desequilíbrios da concorrência, sem prejuízo da competência de a União, por lei, estabelecer normas de igual objetivo”.

Em outras palavras: pode-se afirmar que a primeira fase está atrelada a noção de Administração Tributária, a qual está prevista no artigo 37, inciso XXII da CF<sup>550</sup>, assim como nos artigos 194-200 do CTN. A atuação da administração tributária relaciona-se à análise da ocorrência do “fato gerador, a possível exclusão do crédito tributário. (...) A atividade administrativa plenamente vinculada da origem a um título, fazendo cessar a atribuição da administração fazendária, dando origem a um título de crédito. Para que exista este título de crédito, é necessário que exista o ato de constituição do crédito, o qual nasce a partir do seu lançamento” (artigo 142 do Código Tributário Nacional<sup>551</sup>).

O segundo momento, por sua vez, o particular deixa de ser “sujeito passivo da obrigação tributária” para tornar-se um sujeito meramente inadimplente. Logo, “uma vez inscrito o crédito tributário na dívida ativa, adquire ele eficácia executiva, pois se trata de mera execução judicial” (OLIVEIRA, 2014, p. 659). Sobre a matéria, de forma específica, Regis Fernandes de Oliveira esclarece que:

“Diz-se da impossibilidade com fundamento primeiro no parágrafo 3º do art. 131 da CF que estabelece: (...). Não parece que este seja um argumento decisivo. É que o artigo 131 está cuidando de dois órgãos que representam a Fazenda Pública Federal em juízo e cabia-lhe, como era devido, ainda que de matéria constitucional não se cuide, apartar as atribuições, o que evitaria confrontos posteriores. Está aí a chamada norma de organização, isto é, que apenas fixa atribuições, não dispendo sobre providências posteriores. Fica claro que não cabe à Advocacia-Geral da União sua representação em juízo quando se cuidar da cobrança da dívida ativa de caráter tributário. O dispositivo, ao lado de ser anômalo para figurar em uma Constituição, é mera norma atributiva de competência, o que exclui as atribuições de outros órgãos. A matéria poderia ser estabelecida em lei” (OLIVEIRA, 2014, p. 659).

Para o autor, portanto:

“parece-nos que a atividade de constituição do crédito nada tem a ver com a sua cobrança, tendo ele sido instituído. São atividades diversas. Uma inicia-se com o lançamento e termina quando esgotados os meios de defesa, outra inicia-se com a inscrição na dívida ativa, o que enseja a cobrança executiva judicial. Fases distintas com diferentes efeitos: a primeira, atividade típica do Estado, conforme demonstrado, porque, basicamente, invade a esfera jurídica do administrador; a

---

<sup>550</sup> “ (...)XXII - as administrações tributárias da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, atividades essenciais ao funcionamento do Estado, exercidas por servidores de carreiras específicas, terão recursos prioritários para a realização de suas atividades e atuarão de forma integrada, inclusive com o compartilhamento de cadastros e de informações fiscais, na forma da lei ou convênio”.

<sup>551</sup> “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”.



segunda mera operação jurídica de cobrança, que decorre da consolidação do crédito” (OLIVEIRA, 2014, p. 659).

De acordo com Régis Fernandes de Oliveira, o:

“fato de ser o crédito tributário cobrado mediante atividade administrativa plenamente vinculada, tal como prevista no artigo 3º do CTN, não tem o caráter de que seja ele cobrado apenas por integrantes do Poder Público. A vinculação aí aludida diz respeito à indelegabilidade da ação de constituição do crédito tributário e o dispositivo está tão somente definindo o que seja o tributo” ( OLIVEIRA, 2014, p. 656).

Ora, os dados revelados no início do presente capítulos demonstram que a “dívida ativa” está longe de ser um ponto positivo para o Estado brasileiro.

Por um lado, a securitização é vista como uma saída para a realização do capital imobilizado na dívida ativa. Contudo, a dívida ativa, por outro, pode, sem dúvidas, representar um grave problema para a securitização e, diante da modalidade da operação, para o próprio Estado (garantias). Ora, a dívida ativa, no modelo de securitização a ser adotado no Brasil, compõe a formação do *pool* de ativos subjacentes. Questiona-se, desta forma, quais investidores terão interesse em dispor seus recursos se o grau de recuperação é tão baixo? Quem teria o interesse em investir em uma atividade de custo elevado e baixa recuperação? E mais: a indicação de mecanismos para implementar melhorias na execução encontram obstáculos jurídicos, como o artigo 131, parágrafo 3o. da CF, o qual proíbe a atuação de terceiros - que não a Procuradoria - na cobrança de tais valores. Ora, em que pese as ponderações de Regis Fernandes de Oliveira, no atual contexto jurídico, não há a possibilidade de alterar os mecanismos existentes no tocante às formas de cobrança de tais montantes.

Enfim, uma certeza é clara: a securitização introduz pontos importantes, inclusive, no que diz respeito à gestão da dívida ativa. Um deles é a necessidade de implementação de objetivos, diretrizes e metas para a arrecadação da dívida ativa, os quais deverão estar claros, em especial, na Lei de Diretrizes Orçamentárias, conforme tratado no capítulo 03. O estabelecimento de tais critérios demanda, sem dúvida a atividade de planejamento por parte dos Entes da Federação. Diante da necessidade de elaboração do prospecto, da publicidade e transparência em relação ao *pool* de ativos subjacentes, o Estado passará a tomar uma postura

mais ativa em relação a tais débitos, mapeando-os (*rating*). E não só isso: além tornar públicos tais dados, de forma compreensível, de criar metas de arrecadação, os custos da Administração Tributária também deverão estar claros, de forma a contribuir com o levantamento de valores relacionados à operação de securitização.

Não há dúvida, portanto, que a securitização aumentará o controle da dívida ativa não apenas pelo Tribunal de Contas da União, no âmbito federal, mas, também, pelos Tribunais de Contas Estaduais. E mais: quando os entes da Federação divulgarem o *rating*, o qual deverá compor o prospecto da operação, haverá, por um lado, um aumento do controle da União Federal em relação aos entes subnacionais e, por outro, um aumento do controle social. O aumento do controle da União Federal em relação aos entes da Federação ocorrerá por meio do próprio Ministério da Fazenda (MF), o qual deverá autorizar a operação (eis que operação de crédito), bem como pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM – que controlará a operação em si. Por fim, haverá um aumento do controle social. Isto porque a operação só será efetivada se atraente para investidores. Tais investidores passarão a exigir dados claros de forma a evitar qualquer prejuízo.

Vale salientar que os dados aqui demonstrados, referem-se aos números da União Federal. Ora, se há dificuldades de cobrança existem por parte da União, há grandes chances de tais problemas repetirem-se no âmbito subnacional. A securitização deve servir como um gatilho para que os entes subnacionais, de fato, desenvolvam (i) uma estrutura de controle de dados (mapeamento) - muito mais viável, diante do desenvolvimento tecnológico -, (ii) de criação de instrumentos de cobrança e, por fim, (iii) de atuação perante o Poder Judiciário. Ou seja: a securitização demanda uma nova gestão por parte dos entes da Federação no tocante aos seus resíduos ativos.

#### **4.4 Parcelamento tributário: características gerais e formação do *pool* de ativos subjacentes**

O parcelamento de créditos tributários é, na definição de Kiyoshi Harada, “uma espécie de moratória consistente na consolidação da dívida tributária, abarcando o principal, juros, multas e outros acréscimos, seguida de divisão do montante encontrado em várias

parcelas a serem pagas de maneira periódica, em geral mensalmente” (HARADA, 2017, p. 400).

Para confirmar que o parcelamento é mais uma espécie, do gênero moratória, como vêm proclamando, entre outros, Sacha Calmon Navarro Coêlho, Misabel Derzi e Leonor Leite Vieira (CARVALHO, 2019, p.534) há que se destacar que o legislador fez questão de sublinhar que o parcelamento também suspende a exigibilidade do crédito tributário, a ele se aplicando também as disposições próprias do instituto da moratória.

Kiyoshi Harada destaca que, “ultimamente, o instituto vem sendo utilizado de forma inapropriada, combinando o parcelamento com anistia total ou parcial, com o fito de obter rápida arrecadação para assegurar o fluxo de caixa desejado pelo governante. Periodicamente, vêm sendo editadas leis nesse sentido” (HARADA, 2017, p. 400).

Os programas de parcelamento incentivado estabelecidos sucessivamente no âmbito federal têm como principal objetivo estimular a adimplência tributária e a regularidade fiscal dos contribuintes, aumentando a arrecadação real e reduzindo os estoques de crédito, além de induzir uma postura sustentável entre o setor econômico e as instituições arrecadatórias na formação de uma política fiscal colaborativa (SCAFF, 2019).

O parcelamento tributário é um instituto previsto no art. 151 do Código Tributário Nacional (CTN). Na esfera da Secretaria da Receita Federal do Brasil (RFB), pode ser dividido em 2 grupos: o parcelamento convencional e os parcelamentos especiais (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 1). O parcelamento convencional, está regulamentado nos arts. 10 a 14-F da Lei nº 10.522, de 19 de julho de 2002. Tal espécie de parcelamento objetiva atender as situações de normalidade institucional, estando sempre à disposição do contribuinte: “Assim, tal parcelamento se prolonga no tempo para adesão e permite o parcelamento de débitos vencidos sem delimitar períodos de vencimento” (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 1). Os parcelamentos especiais, por sua vez, determinam regras excepcionais àquelas previstas para o parcelamento convencional, ou seja, seu objetivo é abranger situações que fogem da normalidade institucional. Nessa espécie de parcelamento, geralmente são fixados prazos determinados para a adesão e restrições quanto aos débitos que podem ser objeto do parcelamento (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 1).

Um estudo realizado pela Receita Federal analisou os diversos programas de parcelamentos especiais de débitos tributários no âmbito Federal e seus efeitos no

comportamento dos contribuintes na arrecadação espontânea. A despeito do caráter excepcional atribuído aos programas de parcelamento especial, nos últimos 16 anos, foram criados cerca de 30 deles, relacionados pelo estudo mencionado, cuja menção de alguns exemplos merece destaque (por ordem cronológica):

1 **“Programa de Recuperação Fiscal (REFIS), instituído pela Lei nº 9.964, de 10 de abril de 2000:** destinado somente a pessoas jurídicas; o valor da parcela é calculado pela aplicação de um percentual da receita bruta mensal (0,3% a 1,5%), com prazo ilimitado para pagamento e possibilidade de amortizar multas e juros com créditos de prejuízos fiscais e de base de cálculo negativa da CSLL - Contribuição Social sobre o Lucro Líquido. **Houve a adesão de 129 mil contribuintes;**

2. **Parcelamento Especial (PAES), instituído pela Lei nº 10.684, de 30 de maio de 2003:** destinado a pessoas físicas e jurídicas, estabeleceu o prazo de 180 meses para pagamentos das dívidas e redução de 50% das multas. **Neste programa houve a adesão de 374 mil contribuintes, sendo 282 mil pessoas jurídicas e 92 mil pessoas físicas.**

3. **Parcelamento Excepcional (PAEX), instituído pela Medida Provisória nº 303, de 29 de junho de 2006:** destinado somente a pessoas jurídicas, estabeleceu 3 (três) modalidades de parcelamento: em 6, 120 e 130 parcelas, com redução de 50% a 80% das multas e de 30% dos juros de mora. **No PAEX houve a adesão de 244.722 contribuintes.**

4. **Programa “REFIS da Crise”, instituído pela Medida Provisória nº 449, de 3 de dezembro de 2008, e pela Lei nº 11.941, 27 de maio de 2009:** nesse programa foram criadas 14 modalidades entre pagamento à vista e parcelamento de dívidas, com redução de 60% a 100% das multas e de 45% a 25% dos juros de mora, com a possibilidade de utilização de prejuízo fiscal e base de cálculo negativa da CSLL para pagamento desses acréscimos (saldos após as reduções). **Este programa teve a adesão de 886.353 contribuintes, sendo 717.761 pessoas jurídicas e 168.592 pessoas físicas.**

4.1. **Primeira reabertura do prazo de adesão ao REFIS da Crise: a Lei nº 12.865, de 9 de outubro de 2013,** permitiu que os contribuintes pudessem, até 31 de dezembro de 2013, incluir no parcelamento especial os débitos vencidos até 30 de novembro de 2008;

4.2. **Segunda reabertura do prazo de adesão ao REFIS da Crise: a Lei nº 12.973, de 13 de maio de 2014,** alterou o art. 17 da Lei nº 12.865, de 2013, reabrindo o prazo para adesão ao parcelamento especial até o dia 31 de julho de 2014.

Obs: devido à similaridade e à proximidade entre essas 2 (duas) reaberturas, os programas foram unificados. **No total 102.176 contribuintes aderiram ao programa, sendo 71.435 pessoas jurídicas e 30.741 pessoas físicas.**

4.3. **Terceira reabertura do prazo de adesão ao REFIS da Crise: A Lei nº 12.996, de 18 de junho de 2014,** trouxe nova reabertura dos parcelamentos da Lei nº 11.941, de 2009. Essa reabertura possibilitou a inclusão de débitos vencidos até dezembro de 2013 e exigiu pagamento inicial de percentual de 5%, 10%, 15% ou 20% do valor da dívida, dependendo do montante a ser parcelado, que poderiam ser pagos em 5 parcelas nos primeiros 5 (cinco) meses do parcelamento.

4.4. **Quarta reabertura do prazo de adesão ao REFIS da Crise: Por último, a Lei nº 13.043, de 13 de novembro de 2014,** alterou o art. 2º da Lei nº 12.996, de 2014, reabrindo o prazo para adesão ao parcelamento especial até o dia 1º de dezembro de 2014.

Obs: da mesma forma, como os programas foram idênticos e em prazos muito próximos, a adesão foi unificada. **Foram registrados 326.948 contribuintes optantes, sendo 222.960 pessoas jurídicas e 103.988 pessoas físicas.**

Programas de parcelamentos especiais setoriais:

**5. Parcelamento do PIS - Programa de Integração Social e da COFINS - Contribuição para o Financiamento para Seguridade Social das Instituições Financeiras: a Lei nº 12.865, de 2013**, instituiu e a Lei nº 12.973, de 2014, reabriu o prazo para parcelamento em até 60 (sessenta) meses de débitos de PIS e COFINS devidos por instituições financeiras e companhias seguradoras, vencidos até 31 de dezembro de 2013, com redução de 80% das multas e de 40% dos juros de mora. Ao todo, foram registrados 41 optantes no Programa.

**6. Parcelamento de débitos do IRPJ - Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas e da CSLL - Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido** - decorrentes da Tributação sobre Bases Universais (TBU): a Lei nº 12.865, de 2013, instituiu e a Lei nº 12.973, de 2014, reabriu o prazo para parcelamento em até 180 meses de débitos de IRPJ e CSLL, decorrentes da aplicação do art. 74 da MP nº 2.15835, de 24 de agosto de 2001, vencidos até 31 de dezembro de 2013, com redução de 80% das multas e de 50%. **O Programa teve a adesão de 33 contribuintes.**

**PROFUT - Programa de Modernização da Gestão e de Responsabilidade Fiscal do Futebol Brasileiro:** a Lei nº 13.155, de 4 de agosto de 2015, concedeu às entidades desportivas profissionais de futebol a possibilidade de parcelamento, em até 240 prestações mensais, dos débitos cujos fatos geradores tenham ocorrido até publicação da lei. As reduções concedidas foram de 70% das multas e 40% dos juros. **Após o prazo final de adesão, foram contabilizados 111 contribuintes optantes**". (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 2-4)

O estudo revelou que o índice de quitação dos parcelamentos realizados é muito baixo. Foi possível verificar que o grande número de parcelamentos especiais ofertados nos últimos anos gerou uma expectativa de criação de novos programas supervenientes com condições especiais para pagamento, ensejando uma cultura de inadimplência, ante a possibilidade de refinanciamento, com descontos, da dívida parcelada e não paga. Assim, a maioria dos contribuintes acabou sendo excluído do programa, por inadimplência, ou, em razão de optar por incluir a dívida em outro programa posteriormente ofertado (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 4-5).

O estudo afirma que é perceptível a estratégia dos devedores ao realizarem a rolagem de suas dívidas a partir da migração do valor devido para um programa de parcelamento subsequente, o que se observa, em especial estimando-se que “R\$ 18,6 bilhões deixaram de ser arrecadados de obrigações tributárias correntes por ano em decorrência da publicação de parcelamentos especiais” (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 5).

Além disso, o estudo revelou também que no REFIS da Crise do ano de 2009, vários optantes realizaram, até a ocorrência da etapa de consolidação dos débitos, que ocorreu em julho de 2011, pagamentos de parcela mínima de R\$ 100,00, obtendo, nesse período, Certidão Positiva com efeitos de Negativa perante a Fazenda Nacional. Então, na mencionada etapa de consolidação dos débitos:

metade das opções foram canceladas por irregularidade desses pagamentos mínimos, evidenciando que o parcelamento, além de ineficaz, ainda trouxe como consequência concorrência desleal e efeitos contrários aos interesses públicos, uma vez que grandes devedores conseguiram nesse período atestar uma falsa regularidade fiscal, com o pagamento de valores inexpressivos (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 5).

Comportamento semelhante foi observado após a consolidação das dívidas de acordo com as regras oferecidas pelas reaberturas do REFIS da Crise (Leis nº 12.996, de 2014, e 13.043, de 2014). Neste sentido, destaca-se:

“ou seja, mais da metade das opções foram canceladas ou por falta de pagamento do saldo devedor (rejeitados na consolidação), ou por falta de comparecimento do contribuinte (na internet) para prestar as informações necessárias à consolidação, como por exemplo, quais os débitos pretendia parcelar (omissos). Vale registrar que para não ter o parcelamento cancelado, o contribuinte tinha que estar regular com o pagamento das prestações vencidas até o mês anterior ao da prestação das informações para consolidação” (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 5).

A título exemplificativo, destacam-se as tabelas mencionadas:

**Tabela 4. Carteira Negociação não-previdenciária Lei 12.996/2014 (RFB e PGFN)**

	Optantes	Percentual	Dívida sem Redução	Dívida com Redução
Consolidados	144.229	44%	R\$ 61.012.083.482,86	R\$ 39.252.350.763,16
Rejeitados na Consolidação	55.039	17%	R\$ 30.188.821.850,70	R\$ 19.735.469.528,60
Omissos	127.680	39%	N/A	N/A
	<b>326.948</b>	<b>100%</b>		

\*Fonte: RECEITA FEDERAL, 2017, p. 7.

Tabela 5. Carteira Negociação não-previdenciária Lei 12.996/2014 (RFB e PGFN)

	TOTAL
<b>Valor total potencial sem redução</b>	<b>R\$ 395.270.314.271,83</b>
Valor total negociado sem redução	R\$ 91.200.905.333,56
Valor total das reduções	R\$ 25.484.840.401,01
Valor total negociado após as reduções	R\$ 65.716.064.932,55
Valor total das amortizações PF e BCN	R\$ 6.728.244.640,79
<b>Saldo total negociado após deduções</b>	<b>R\$ 58.987.820.291,76</b>
Total saldo devedor gerado	R\$ 4.976.165.352,05
<b>Número de modalidades negociadas</b>	<b>262.584</b>

\* Fonte: RECEITA FEDERAL, 2017, p. 8.

Por fim, outra conclusão apontada pelo estudo ressalta que:

“o reflexo negativo desse comportamento na arrecadação é latente. Com a consolidação, o saldo devedor gerado e que deveria ser pago para efetivação da negociação foi de aproximadamente R\$ 5 bilhões, ao passo que a arrecadação do período foi de pouco mais de R\$ 1,3 bilhão. Além disso, historicamente tem-se que cerca de 20% dos contribuintes que consolidam as contas nesses programas são excluídos por inadimplência logo nos primeiros processamentos de exclusão. Nem mesmo o alto valor das reduções concedidas pelos programas de parcelamento, que montou R\$ 21.7 bilhão foi capaz de convencer os contribuintes a regularizarem suas dívidas para com a Fazenda Nacional. A certeza do próximo programa e a consequente possibilidade de rolar a dívida é mais atrativa do que qualquer redução oferecida” (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 6)..

Um estudo realizado pela OCDE (*Working Smarter in Tax Debt Management*), publicado em 24 de julho de 2014 e mencionado pela Receita Federal, reuniu as condições de parcelamentos oferecidas em 26 países (quadro abaixo). O período máximo de parcelamento varia, para a maioria, entre 12 e 24 meses, sendo alongado apenas em casos especiais, nos quais se exige garantia (RECEITA FEDERAL, 2017, p. 9) Observe:



Comparação das modalidades de parcelamento entre diversos países

País	Prazo	Critério/Condição
Áustria	12 meses	Somente em situações justificadas e considerando o histórico de regularidade do contribuinte.
Austrália	em regra, 12 meses. Prazo maior somente em casos excepcionais.	Pode ser solicitado o pagamento de uma importância maior de entrada e o contribuinte ser obrigados a fazer pagamentos por débito direto em contas-correntes.
Armênia	De 2 a 6 meses	
Azerbaijão	De 1 a 9 meses	Com apresentação de garantia
Bélgica	n/c	Somente no interesse da Administração Tributária e mediante análise da capacidade de pagamento e com apresentação de garantia.
Bulgária	n/c	Somente no interesse da Administração Tributária e mediante análise da capacidade de pagamento e com apresentação de garantia.
Estônia	Variável	Mediante análise da capacidade de pagamento e com apresentação de garantia.
Finlândia	24 meses	Somente em caso de dificuldades temporárias. Ampliação de prazo somente com apresentação de garantia.
França	6 meses. 24 a 26 somente em casos específicos	Não concedido a devedor contumaz. Com apresentação de garantia.
Itália	72 meses a 10 anos	Somente em casos excepcionais, devido a causas involuntárias.
Cazaquistão	n/c	Mediante análise situação econômica e apresentação de garantia
Coreia	12 meses	Apresentação de garantia, salvo exceção se comprovar capacidade de pagamento.
Holanda	3 anos	Somente em casos excepcionais, devido a causas involuntárias e para pequenas dívidas. Exige-se garantia.
Nova Zelândia	n/c	Permite parcelamento apenas de parte da dívida.
Polônia	n/c	Apresentação de garantia
Portugal	24 meses ou mais	Mediante análise da capacidade de pagamento e apresentação de garantia.
Romênia	De 5 a 7 anos	Somente em razões de dificuldades e mediante análise da capacidade de pagamento e apresentação de garantia.
Federação Russa	12 meses	Somente no interesse da Administração Tributária e apresentação de garantia
Cingapura	n/c	Condição de débito direto na conta do contribuinte
Eslovenia	24 meses	Somente no interesse da administração e mediante comprovação de ausência de liquidez.
Eslováquia	n/c	Somente no interesse da Administração Tributária e mediante análise da capacidade de pagamento e com apresentação de garantia.
Bósnia e Herzegovina	De 12 a 60 meses	Mediante apresentação de garantia
Espanha	De 6 a 24 meses	Mediante apresentação de garantia, exceto para dívidas pequena monta
Suíça	Variável	Somente se comprovadas dificuldades excepcionais
Suécia	De 1 a 2 meses (PF) 3 meses (PJ)	Somente por razões excepcionais fora do controle do contribuinte. Exige-se garantia, exceto para dívidas pequena monta.
Reino Unido	n/c	Somente em casos especiais e mediante análise da capacidade de pagamento.
Estados Unidos	n/c	Débito direto online

Fonte: OCDE - disponível em <http://www.oecd.org/ctp/administration/working-smarter-in-tax-debt-management-9789264223257-en.htm>

\*\*Fonte: RECEITA FEDERAL, 2017, p. 9

De acordo com o estudo:

“os parcelamentos não são instrumentos eficazes para a recuperação do crédito tributário, além de causar efeitos deletérios na arrecadação tributária corrente, posto que o contribuinte protela o recolhimento dos tributos na espera de um novo parcelamento especial. Frise-se que as regras oferecidas nesses programas tornam muito mais vantajoso para o contribuinte deixar de pagar os tributos para aplicar os recursos no mercado financeiro, já que num futuro próximo poderão parcelar os débitos com grandes descontos e outras vantagens. Caso opte por aplicar os recursos em títulos públicos, por exemplo, que são remunerados pelo Governo Federal pela taxa Selic (os mesmos juros cobrados sobre os débitos em atraso), essa opção será muito vantajosa para o contribuinte, pois ele poderá, num futuro próximo, resgatar

esses títulos públicos e pagar à vista seus débitos, obtendo grande ganho devido aos descontos, inclusive dos mesmos juros adquiridos com a aplicação (que poderão até mesmo serem liquidados integralmente com PF/BCN), além das outras vantagens” RECEITA FEDERAL, 2017, p. 10-11 .

No tocante aos entes Federados que estão procurando o instrumento da securitização, destaca-se o Estado de São Paulo, em especial, seus programas de parcelamento.

No ano de 2007, por meio do Decreto de n.º 51.960<sup>552</sup>, o Poder Executivo do Estado de São Paulo promoveu um programa denominado Programa de Parcelamento Incentivado (PPI), com o objetivo de estimular a quitação do débito fiscal relacionado ao Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS), por meio da dispensa de recolhimento dos juros e das multas punitivas e moratórias, decorrentes da inadimplência do tributo.

Anos depois, houve a instauração do Programa Especial de Parcelamento (PEP), atualizado por meio do Decreto n.º 62.709/2017<sup>553</sup>. O PEP é um programa de parcelamento oferecido pelo Estado de São Paulo para promover a regularização dos créditos do Estado, também decorrentes de débitos de ICMS, constituídos ou não, inclusive os inscritos em dívida ativa, ajuizados ou a ajuizar, em razão de fatos geradores ocorridos, pela última atualização, até 31 de dezembro de 2016.

Assim, por meio do PEP e por meio do Decreto mencionado de n.º 62.709/2017 seria possível a liquidação de débitos fiscais que decorressem de fatos geradores ocorridos até 31/12/2016, com redução de 75% (setenta e cinco por cento) do valor atualizado da multa moratória e da multa punitiva, e 60% (sessenta por cento) do valor dos juros incidentes sobre o imposto e sobre a multa punitiva – se pagos em parcela única; ou com redução de 50% (cinquenta por cento) do valor atualizado da multa moratória e da multa punitiva e 40% (quarenta por cento) do valor dos juros incidentes sobre o imposto e sobre a multa punitiva – se pagos parceladamente, em até 120 parcelas mensais consecutivas; ou, ainda, com redução

---

<sup>552</sup>ESTADO DE SÃO PAULO. **Decreto n.º 51.960, de 04 de julho de 2017**. Institui o Programa de Parcelamento Incentivado - PPI ICM/ICMS no Estado de São Paulo, para a liquidação de débitos fiscais relacionados com o ICM e com o ICMS. São Paulo, 05 jul. 2017. Disponível em: <https://www.al.sp.gov.br/norma/72782>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>553</sup>ESTADO DE SÃO PAULO. **Decreto n.º 62.709, de 19 de julho de 2017**. Institui o Programa Especial de Parcelamento - PEP do ICMS. São Paulo, 19 jul. 2017. Disponível em: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/DiarioOficial/Paginas/Decreto-n%C2%BA-62-709,-de-19-de-julho-de-2017.aspx>. Acesso em: 1 mar. 2019.

de 50% (cinquenta por cento) do valor atualizado da multa moratória e da multa punitiva e 40% (quarenta por cento) do valor dos juros incidentes sobre o imposto e sobre a multa punitiva – se pagos em até 180 parcelas mensais e consecutivas, ou seja, 15 anos

Ou seja: tais decretos demonstram que o Estado de São Paulo, assim como a União Federal, editam, de forma constante, programas de parcelamento.

Para o instrumento da securitização, estudos como o acima descrito são, de fato, importantíssimos. Ora, como será possível manter uma operação de securitização se o fluxo de recebimentos e a gestão dos parcelamentos apresentam tantos problemas? Pela análise até aqui elaborada, nota-se que a securitização pode ser sim recepcionada pelo direito financeiro, desde que atendidos os limites e requisitos, conforme exaustivamente já tratados no capítulo 03. Contudo, tal recepção deverá estar acompanhada de estudo econômico de forma a comprovar a viabilidade da operação. Neste estudo jurídico, deverá constar uma análise da efetividade dos parcelamentos tributários, de forma a contribuir com o planejamento da operação e também com a transparência do *pool* de ativos subjacentes. Caberá aos entes da Federação, a criação de instrumentos jurídicos para reforçar as técnicas de cobrança e gerenciamento de informações, de forma a permitir que o fluxo onerado/cedido continue constante. Tal necessidade de estudo é mantida com o advento da MP 899/2019 (Portaria de nº 11.956/2019), responsável por regulamentar o artigo 171 CTN, ou seja, por regular a transação tributária, a qual representa nas palavras de Fernando Facury Scaff, a criação de um REFIS permanente (SCAFF, 2019).

#### **4.5 O problema da repartição das receitas públicas e a securitização: fluxo de recebíveis que envolvem dois entes da Federação (Estados-membros e Municípios)**

O sistema tributário, previsto no texto constitucional de 1988, foi dividido entre os entes da Federação: (a) União; (b) Estados e Distrito Federal e (c) Municípios. Isto porque a Carta Magna distribuiu as competências político-administrativas para cada um dos entes. Sendo assim, para garantir a autonomia de cada um, o texto Constitucional atribuiu os recursos necessários para que possam cumprir a sua finalidade (OLIVEIRA, 2014, p. 187). A captação direta de receitas corresponde à competência impositiva atribuída a cada esfera de

poder, por meio do qual cada ente federativo pode, no exercício de suas competências tributárias, instituir e arrecadar as suas próprias receitas (GAMA, 2004, p.143). O Constituinte optou por atribuir a cada pessoa jurídica de direito público (i) a criação, (ii) o lançamento e, por fim, (iii) a cobrança de tributos.

A divisão adotada corresponde à competência privativa dos entes da Federação e foi realizada de forma exaustiva, integral e completa (GUTIERREZ, 2004, p. 42). Houve o cuidado do Constituinte para impedir qualquer tipo de desarmonia, ou seja, impedir as chamadas bitribuições verticais (GUTIERREZ, 2004, p. 48) A discriminação das competências tributárias em cada um dos membros federativos está nos artigos 153, 155 e 156 da Constituição Federal.

No artigo 153 da Carta Magna, o Constituinte regulou a competência da União, a qual poderá instituir os seguintes impostos: (a) importação de produtos estrangeiros; (b) exportação de produtos nacionais ou nacionalizados; (c) rendas e proventos de qualquer natureza (IR); (d) produtos industrializados (IPI); (e) operações de crédito, câmbio e seguro (IOF); (f) propriedade territorial rural (ITR) e (g) grandes fortunas, o qual, ainda, não foi regulamentado. Mas, vale salientar que outro mecanismo importante, no que diz respeito à arrecadação da União, são as denominadas “Contribuições Sociais”, as quais estão reguladas nos artigos 149, 195 e 240, todos da Constituição Federal de 1988. Vale salientar, por fim, que a competência residual é da União Federal e está regulada no artigo 154 da Constituição Federal<sup>554</sup>, assim como de competência extraordinária<sup>555</sup>.

O artigo 155, por sua vez, da Constituição, dispõe que os Estados-membros da Federação podem instituir impostos sobre: (a) transmissão *causa mortis* e doação (ITCMD) (b) operações relativas à circulação de mercadorias e sobre a prestação de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação (ICMS); (c) propriedade de veículos automotores (IPVA). Sobre os impostos estaduais, como será demonstrado nos tópicos a seguir recai, principalmente, a questão da “guerra fiscal”, um dos principais desafios do Federalismo Fiscal Brasileiro.

---

<sup>554</sup> A titularidade de competência da União deverá ser exercida por meio de lei complementar, respeitando o artigo 69 da Constituição Federal de 1988, respeitados os limites fixados nas normas constitucionais (não cumulatividade e não respeitar os fatos geradores).

<sup>555</sup> A competência extraordinária está prevista no artigo 154, II da Constituição Federal. Os tributos de competência extraordinária só podem ser instituídos quando a ocorrência das causas. “na iminência ou no caso de guerra externa”.

Por fim, o artigo 156 é responsável por regular a competência municipal. Ora, compete ao Município criar impostos sobre: (a) propriedade territorial e predial urbana (IPTU); (b) transmissão intervivos, a qualquer título, por ato oneroso, de bens imóveis, por natureza ou acessão física e direitos reais sobre imóveis, exceto os de garantia, bem como cessão de direitos à sua aquisição (ITBI) e (c) serviços de qualquer natureza (ISS).

A segunda forma, ou seja, a discriminação da renda pelo produto refere-se ao recebimento por ente da Federação do produto recebido por outro. Mencionada distribuição dar-se-á por meio das transferências intergovernamentais de caráter obrigatório. O constituinte, portanto, além de fixar, no âmbito da competência privativa, determinados impostos, optou por uma forma de repartição tributária do maior ente Federativo para o menor. Tais mecanismos encontram-se regulados nos artigos 157 a 162 do texto Constitucional (OLIVEIRA, 2014, p. 187) e podem ser divididos em repartição direta (que ocorre entre os entes da Federação) e repartição indireta (que ocorre mediante fórmulas, materializadas em fundos).

A opção da Constituição Federal de 1988 deve-se ao fato da sua opção relacionada a um Federalismo de cooperação. Isto porque se preocupou com a divisão do "produto de arrecadação" (expressão, que conforme será a seguir demonstrado, já gerou muita controvérsia no âmbito do STF). Conforme afirma Juliano Di Pietro, “as transferências intergovernamentais que têm por objetivo promover um equilíbrio financeiro adequado nas distintas esferas de governo e possibilitar Ações intergovernamentais. Em decorrência disso, essas transferências alteram significativamente as receitas disponíveis dos tesouros nacionais e subnacionais” (DI PIETRO, 2004, p. 82). Em suma: o objetivo das referidas transferências é de “reduzir desigualdades e promover o equilíbrio socioeconômico entre os entes da Federação” (BALTHAZAR, 2004, p. 106).

E como se dão tais transferências? A resposta é fácil.

Segundo os critérios fixados pela Constituição Federal, o Municípios, de forma direta, além dos impostos de competência privativa, devem receber da União, parte do produto da arrecadação dos seguintes impostos: (a) todo o Imposto de Renda decorrente da incidência sobre rendimentos pagos, a qualquer título, por eles, suas autarquias e fundações que instituírem ou mantiverem; (b) 50% do Imposto Territorial Rural dos imóveis nele situados; (c) 70% do IOF/Ouro dele originário. Em relação aos Estados, os Municípios devem receber: (a) parcela de 25% do quanto recebido pelos Estados do IPI oriundo do repasse proporcional

às exportações de produtos industrializados nele ocorridas, a qual deve ser calculada da mesma forma que o ICMS; (b) 50% do IPVA dos veículos automotores neles licenciados; (c) parcela de 25% do ICMS, da qual  $\frac{3}{4}$  decorrem do valor ocorrida no território e  $\frac{1}{4}$  de acordo com o definido em lei estadual – g.n.-

Em relação aos Estados-Membros, além dos impostos de competência privativa, são distribuídos os produtos de arrecadação dos seguintes impostos da União: (a) todo o imposto de renda decorrente da incidência sobre rendimentos pagos, a qualquer título, por eles, suas autarquias e fundações; (b) 20% da arrecadação de impostos instituídos com base na competência do artigo 154, inciso I da CF/88; (c) 30% do IOF/Ouro dele originado; (d) parcela de 10% do IPI arrecadado pela União, não superior a 20%, calculada proporcionalmente às exportações de produtos industrializados ocorridas no Estado ou Distrito Federal.

Ora, o objeto da tese é a possibilidade de securitização de créditos tributários por Estados-membros da Federação e os possíveis impactos em relação ao Federalismo Fiscal. **Logo, portanto, questiona-se se a parcela a que os Municípios possuem direito em relação ao 25% do quanto recebido pelos Estados derivado do ICMS e do 50% do IPVA dos veículos automotores neles licenciados poderiam ser securitizados também – g.n.**

Para a análise deste questionamento deve-se retomar as teses do Supremo Tribunal Federal em relação à súmula nº 578 (datada do ano de 1977, ou seja, antes da CF/88) e as teses derivadas dos temas de nº 42 e 653. As três situações abordaram a matéria em contextos distintos. Observe:

Súmula 578 <sup>556</sup> – RE nº 75.042,	Tema 42 – RE nº 572.762 <sup>557</sup>	Tema 653 – RE nº 705.423 <sup>558</sup>
Súmula nº 578: “Não podem os Estados, a título de ressarcimento de despesas, reduzir a parcela de	“A retenção da parcela do ICMS constitucionalmente devida aos municípios, a pretexto de concessão	“É constitucional a concessão regular de incentivos, benefícios e isenções fiscais relativos ao

<sup>556</sup>BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **Súmula nº 578.** Disponível em: <http://www.stf.jus.br/portal/jurisprudencia/listarJurisprudencia.asp?s1=578.NUME.%20NAO%20S.FLSV.&base=baseSumulas>. Acesso em: 08 mar 2019.

<sup>557</sup>BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **RE 572762 - Repercussão Geral Tema n. 42.** Tribunal Pleno. Relator: Ricardo Lewandowski. Sessão de 18 jun. 2008. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=546141>. Acesso em: 17 dez. 2019.

<sup>558</sup>BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **RE 705423 - Repercussão Geral Tema n. 653.** Tribunal Pleno. Relator: Edson Fachib. Sessão de 23 nov. 2016. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=14291555>. Acesso em: 17 dez. 2019.



20% do produto da arrecadação do imposto de circulação de mercadorias, atribuída aos municípios pelo art. 23, § 8º, da Constituição Federal.”	de incentivos fiscais, configura indevida interferência do Estado no sistema constitucional de repartição de receitas tributárias.[-]	Imposto de Renda e Imposto sobre Produtos Industrializados por parte da União em relação ao Fundo de Participação de Municípios e respectivas quotas devidas às Municipalidades.”
Discute-se se o Estado poderia repassar parte dos seus custos administrativos para o Município. A Corte entendeu que o valor que deveria ser repassado ao ente municipal não poderia sofrer qualquer desconto, a menos que houvesse previsão constitucional nesse sentido. Essa análise, reafirmada em julgados anteriores da Primeira Turma, restou consolidada no Enunciado da	O ponto essencial aqui discutido refere-se: “a natureza compulsória ou voluntária das transferências intergovernamentais.”	O ponto essencial diz respeito “diferenciação entre participação direta e indireta na arrecadação tributária”.

E o que tais teses querem dizer?

A Súmula, ainda de 1977, é direta: não é possível repassar os custos de administração dos tributos. Sem dúvida, as questões mais próximas da presente tese são as relacionadas aos temas 42 e 653.

Tanto a transferências do ICMS, como do IPVA são de caráter obrigatório, devendo ser repassadas mensalmente para o ente subnacional. Ocorre, contudo, que tais impostos são essenciais para a política econômica. Sendo assim, muitas vezes os Estados utilizam da sua competência privativa para legislar a respeito de determinado imposto, sem pensar no ente da federação que depende da sua cota-parte (no caso, os Municípios). O caso mais conhecido ficou conhecido como PRODEC - Programa de Desenvolvimento da Empresa Catarinense<sup>559</sup>,

O acórdão paradigma é o derivado do Recurso Extraordinário nº 572.762-9, interposto pelo Estado de Santa Catarina contra o acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça de Santa Catarina, o qual favoreceu o Município de Timbó. A situação fática é simples: por meio da Lei

<sup>559</sup>Sobre a matéria, destaca-se o seguinte julgado: CONSTITUCIONAL. ICMS. REPARTIÇÃO DE RENDAS TRIBUTÁRIAS. PRODEC. PROGRAMA DE INCENTIVO FISCAL DE SANTA CATARINA. RETENÇÃO, PELO ESTADO, DE PARTE DA PARCELA PERTENCENTE AOS MUNICÍPIOS. INCONSTITUCIONALIDADE. RE DESPROVIDO. I - A parcela do imposto estadual sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação, a que se refere o art. 158, IV, da Carta Magna pertence de pleno direito aos Municípios. II - O repasse da quota constitucionalmente devida aos Municípios não pode sujeitar-se à condição prevista em programa de benefício fiscal de âmbito estadual. III - Limitação que configura indevida interferência do Estado no sistema constitucional de repartição de receitas tributárias. IV - Recurso extraordinário desprovido. (RE 572.762, Relator(a): Min. RICARDO LEWANDOWSKI, Tribunal Pleno, julgado em 18/06/2008, REPERCUSSÃO GERAL - MÉRITO DJe-167 DIVULG 04-09-2008 PUBLIC 05-09-2008 EMENT VOL-02331-04 PP-00737). Outros julgados: RE 482067; RE 485541; RE 485553; RE 499656; RE 509517; RE 526831 e, por fim, RE 550518.



Estadual de nº 11.345/2000, o Estado de Santa Catarina determinava o diferimento do ICMS, o que podia atingir 75% do imposto devido. Logo, era escriturado apenas 25% do ICMS. Sendo assim, os Municípios deixavam de receber os 25% fixados constitucionalmente para receber em torno de 6,25% do produto da arrecadação. Ou seja: uma perda de  $\frac{3}{4}$  do que era devido. Consta da fundamentação do acórdão que:

“Trata-se de recurso extraordinário interposto pelo Estado de Santa Catarina contra acórdão do Tribunal de Justiça Local, que deu provimento à apelação do Município de Timbó ao fundamento de que viola a Constituição Federal a retenção de parcela do ICMS pertencente à quele ente federado em razão da concessão de incentivos fiscais.

(...)

A questão debatida neste recurso extraordinário consiste em saber se é lícito ao Estado postergar o repasse de parcela do ICMS devida aos Municípios, nos termos do art 158, IV da Carta Magna, a pretexto de que o seu recolhimento foi adiado em virtude da concessão de incentivos fiscais a particulares.

(...)

Não merece acolhida, data venia, a alegação de que o direito do Município estaria condicionado ao efetivo ingresso do tributo no erário estadual, porque apenas nesse momento é que passaria a existir como receita pública.

Ora, mesmo que se faça transite ao largo da assertiva estampada no acórdão recorrido a qual “não há postergação do pagamento do ICMS, mas sim repasse do produto da arrecadação aos agentes financeiros do FADESC (fl. 76), ainda assim não assistiria razão ao recorrente.

É que, segundo a clássica lição de Aliomar Baleeiro, receita pública “é a entrada que, integrando-se no patrimônio público sem quaisquer reservas, condições ou correspondência no passivo, vem crescer o seu vulto, como elemento novo e positivo”.

Isso é exatamente o que se ocorre com a parcela do imposto a que se refere o art. 158, inciso IV, da Lei Maior, a qual não constituiu receita do Estado, mas, sim, dos Municípios, aos quais pertencem de pleno direito.

(...)

É o caso da parcela do ICMS mencionada no art. 158, inciso IV da Carta Magna, que, embora arrecadada pelo Estado, integra de jure o patrimônio do Município, **não podendo o ente maior dela dispor a seu talante**, sob pena de grave ofensa ao pacto federativo, de resto, sanável, mediante o emprego da *ultima ratio* do sistema, qual seja, o instituto da intervenção federal, prevista, para tais hipóteses, no art 34, V, b, da Carta Magna”. - g.n -

Isto é: havia o lançamento do tributo, mas a arrecadação era postergada nos anos seguintes. A época, a conduta foi considerada inconstitucional, justamente, por atingir parcela a que o Município tinha direito sobre o produto da arrecadação.

O STF, por meio do voto do Ministro Luiz Edson Fachin, nos autos de Recurso Extraordinário nº 705.423, abordou novamente o tema. Segundo Ministro Luiz Edson Fachin, a questão colocada no acórdão é a seguinte: “*cumpre-se perquirir o seguinte: é constitucional*

*a redução do produto da arrecadação que lastreia o FPM e respectivas quotas devidas às Municipalidades, em razão da concessão regular de incentivos, benefícios e isenções fiscais relativos aos Impostos de Renda e Sobre Produtos Industrializados por parte da União?”*

Segundo o Ministro Luiz Edson Fachin, as situações (PRODEC e do caso concreto) são distintas. Isto porque:

“Posta a matéria nesses termos, não assiste razão à parte Recorrente, quando afirma divergência entre o acórdão recorrido e o decidido pelo STF no Tema 42 da sistemática da repercussão geral, cujo recurso paradigma é RE-RG 572.762, de relatoria do Ministro Ricardo Lewandowski, Tribunal Pleno, julgado em 18.06.2008, DJe 05.09.2008 (...)

A rigor, consistem em controvérsias substancialmente distintas, porquanto são díspares os contextos fático-normativos subjacentes aos litígios. No julgamento supracitado, o STF assentou que o repasse das receitas públicas tributárias transferidas, via fundo de participação, não podem sujeitar-se às técnicas e condicionantes previstos em programa estadual de benefício fiscal. **Portanto, é inviável a retenção de parcela do produto da arrecadação do ICMS. Como já visto, não é disso que trata a presente demanda.**

**Assim sendo, sob as luzes do léxico próprio do Direito Financeiro, a discussão do Tema 42 centrou-se na natureza compulsória ou voluntária das transferências intergovernamentais, ao passo que o cerne do debate a ser levado a cabo neste Tema 653 da sistemática da repercussão geral reside na diferenciação entre participação direta e indireta na arrecadação tributária do Estado Fiscal por parte de ente federativo**

(...)

Constata-se, ainda, que o discrimen proposto encontra guarida em entendimento iterativo da Presidência do Supremo Tribunal Federal, segundo o qual as especificidades do precedente formado no RE-RG 572.762 não permitem sua aplicação para casos gerais de concessão de benefícios e isenções fiscais.

Converge-se, portanto, ao entendimento de Sua Excelência no sentido de que o nó górdio desta demanda traduz-se na conciliação interpretativa em termos constitucionais entre a competência tributária da União e a autonomia financeira dos Municípios. Adota-se como expediente argumentativo neste voto três eixos de raciocínio: (i) pré-compreensões e premissas a respeito dos municípios no federalismo fiscal brasileiro; (ii) o arquétipo constitucional das competências e autonomias financeiras dos entes federativos; e (iii) os reflexos jurídicos desse paradigma fiscal no conteúdo e no cálculo do Fundo de Participação dos Municípios.

Logo, portanto, ao tratar de repartição em fundos, para o Ministro Luiz Edson Fachin:

“Verifica-se, a propósito, que a repartição de receitas correntes tributárias no Sistema Tributário Nacional conjuga duas espécies de financiamento dos governos locais: uma pelo critério da fonte (cobrança de tributos de competência própria) e outra pelo produto, o qual se traduz em participação no bolo tributário de competência do governo central. Nessa segunda hipótese, não há direito a uma participação referente a uma arrecadação potencial máxima em que se incluiria os incentivos e as renúncias fiscais, sob pena de subversão da decisão do Poder Constituinte em momento constitucional no que diz respeito ao modelo de federalismo fiscal”

Enfim: o Supremo Tribunal Federal entendeu, de forma não unânime<sup>560</sup>, que quando tratar-se da divisão do “produto de arrecadação”, mediante fundos, ou seja, de forma indireta, a normatividade constitucional vigente não permite conclusão diversa da supracitada, ou seja, de que os Municípios devem arcar, em conjunto com a União Federal, com eventuais perdas decorrentes de políticas públicas (renúncias fiscais).

Nota-se, portanto, que, nos dois casos acima, a definição do conceito da expressão “produto da arrecadação” é fundamental. Mas, não só isso. Outro ponto diz respeito à arrecadação. O Ministro Luiz Edson Fachin é claro ao sustentar que na hipótese do PRODEC, o Estado de Santa Catarina recebia os valores do ICMS e realizava a retenção (daí a razão pela qual afirmou que o objeto do tema de no. 42 dizia respeito à natureza compulsória ou voluntária das transferências intergovernamentais”). No caso dos fundos, ou seja, em relação ao tema n. 653 a arrecadação sequer existe!

E neste contexto como fica a securitização?

Aqui reside um ponto fundamental: independente da modalidade de securitização a ser realizada, certo é que há uma alienação (cessão) ou oneração de ativos (operação de crédito), mediante um processo de desafetação e reafetação (os ativos financeiros – créditos - são transformadas em receitas de capital - daí a necessidade da lei complementar para tratar da securitização). Quando há a cessão, há uma transformação do ativo financeiro de um determinado Estado em receitas de capital, eis que o "produto da arrecadação", decorrente da dívida ativa e do parcelamento, é alienado para investidores, mediante VPE. Nota-se que a situação é distinta das situações anteriores. Isto porque não se trata da cobrança pela administração dos recursos e tampouco refere-se à compulsoriedade ou não das transferências. No caso concreto, os recursos são arrecadados, contudo, o fluxo é alienado para terceiro (investidor), sem que os Municípios recebam por tais valores. Logo, a securitização, neste ponto, pode ter a sua constitucionalidade questionada, em razão do pacto

---

<sup>560</sup> O Ministro Luiz Fux abriu a divergência. Para referido Ministro: "Daí porque o distinguishing entre o precedente firmado no RE 572.762 e o presente caso, conforme defendem alguns, revela verdadeira tentativa de alteração da jurisprudência desta Suprema Corte, aniquilando a tese que, por diversas vezes, foi e vem sendo aplicada pela jurisprudência deste Tribunal. Nesse ponto, cabe rememorar a advertência feita por Richard A. Posner, membro da magistratura norte-americana, de acordo com o qual o distinguishing é uma ferramenta pragmática útil quando não é simplesmente um eufemismo para o overruling. Os juizes, muitas vezes, reduzem um precedente à morte decidindo o novo caso no sentido oposto, quando a única diferença entre os dois casos – diferença que o Tribunal escolhe como a base para o distinguishing – é algo irrelevante para a holding do primeiro caso. (POSNER, Richard A. How judges think. Cambridge: Havard University Press, 2010, p. 184)"

federativo.

Se os Estados-membros, após a aprovação de Lei Complementar Nacional, que trate da Securitização, poderão, mediante lei específica (e aqui pode ser ordinária), desafetar e alienar o fluxo de recebíveis de créditos tributários, o Município perderá uma das suas fontes de receita para um terceiro particular, uma vez que o direito de receber os créditos tributários passa a ser do VPE - que recebe a cessão dos fluxos - e, em última análise, dos investidores, mediante a compra de valores mobiliários. Haverá, portanto, uma violação do pacto federativo.

O tema é delicado. Tanto é que o Legislador Pátrio já apresentou uma alternativa. Ao PL de n. 204/2016 (atual 459/2017<sup>561</sup>), foram acrescentados os seguintes parágrafos:

Art. 39-A. A União, o Estado, o Distrito Federal ou o Município poderá ceder onerosamente, nos termos desta Lei e de Lei específica que o autorize, direitos originados de créditos tributários e não tributários, inclusive quando inscritos em dívida ativa, a pessoas jurídicas de direito privado ou a fundos de investimento regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

(...)

**Parágrafo 2º. A cessão de direitos creditórios preservará a base de cálculo das vinculações constitucionais no exercício financeiro em que o contribuinte efetuar o pagamento.**

**Parágrafo 3º. A cessão de direitos creditórios não poderá abranger percentuais do crédito que, por força de regras constitucionais, pertençam a outros entes da Federação”.**

Contudo, o parágrafo terceiro do projeto acima mencionado não é claro, pois fica a dúvida entre três caminhos: (i) o Município não pode ceder a sua parcela, (ii) o Município não poderá securitizar ou (iii) o Município pode ceder ou securitizar e poderá ter direito à parcela do rateamento? O parágrafo segundo do referido projeto responde a questão: “(...) base de cálculo das vinculações constitucionais no exercício financeiro em que o contribuinte efetuar o pagamento” deverão ser preservadas. Logo, portanto, o Estado-membro deverá preservar parcela dos valores auferidos para o repasse aos Municípios. Daí a importância de que todas as receitas públicas, os valores em dívidas ativas, e os parcelamentos e, em especial, às transferências constitucionais obrigatórias, estejam devidamente descritos ao longo da LDO e da LOA.

<sup>561</sup>BRASIL. Senado Federal. Projeto de Lei n. 459/2017. Altera a Lei n. 4.320, de 17 de março de 1964, para dispor sobre a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação, e a Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966 (Código Tributário Nacional), para prever o protesto extrajudicial como causa de interrupção da prescrição e para autorizar a administração tributária a requisitar informações a entidades e órgãos públicos ou privados. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2166464>. Acesso em: 08 mar 2019.

## 4.6 Exemplos de securitização de créditos tributários

### 4.6.1 Município de Nova Iguaçu (Lei Municipal de nº 4.266/2013<sup>562</sup>)

Em 19 de abril de 2013, a Prefeitura do Município de Nova Iguaçu publicou a Lei Municipal n.º 4.266/2013<sup>563</sup>, instituindo o Fundo Especial de Dívida Ativa - FEDA, estabelecendo que tal fundo orçamentário especial deteria como ativo todos os créditos inadimplidos (vencidos e não pagos no vencimento), inscritos ou não em dívida ativa, de natureza tributária ou não, em fase de cobrança administrativa ou judicial, que estejam com parcelamento em vigor ou não, nos termos do art. 71<sup>564</sup> da Lei 4.320/1964<sup>565</sup>.

O artigo 3º<sup>566</sup> da referida lei autoriza a cessão do fluxo financeiro decorrente da recuperação dos créditos, estabelecendo, em seu parágrafo 1º, que tal cessão não extingue ou altera a obrigação tributária ou o crédito tributário, mantendo-se inalterada sua natureza e preservadas todas as garantias e privilégios. O mesmo artigo determina, também, que em

---

<sup>562</sup> 1º. Fica autorizada a constituição do fundo orçamentário especial denominado Fundo Especial de Dívida Ativa – FEDA. Art. 2º. O FEDA deterá como ativo permanente, todos os créditos inadimplidos, inscritos ou não em dívida ativa, de natureza tributária ou não, que estejam com parcelamento em vigor ou não. §1º. O ativo do FEDA se limita a tributos e dívidas vencidos e não pagos nos respectivos vencimentos. §2º. O patrimônio do FEDA não compreende os valores referentes aos honorários advocatícios, devidos na forma da legislação municipal, que deverão observar o disposto na Lei Complementar 12/2005.

<sup>563</sup> MUNICÍPIO DE NOVA IGUAÇU. **Lei nº 4.266, de 18 de abril de 2013**. Institui o Fundo Especial de Dívida Ativa e dá outras providências. Nova Iguaçu, 19 abr. 2013. Disponível em: <http://receita.novaiaguacu.rj.gov.br:8080/pc/downloads/leisOrdinarias/4.266.pdf> Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>564</sup> Art. 71. Constitui fundo especial o produto de receitas especificadas que por lei se vinculam à realização de determinados objetivos ou serviços, facultada a adoção de normas peculiares de aplicação.

<sup>565</sup> Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal.

<sup>566</sup> Art. 3º. Fica o Município autorizado a ceder o fluxo financeiro decorrente da recuperação dos créditos tributários e não tributários, parcelados ou não, em fase de cobrança administrativa ou judicial, que componham o ativo do FEDA, nos termos do art. 2º. §1º. A cessão autorizada não extingue ou altera a obrigação tributária, assim como não extingue o crédito tributário, nem modifica sua natureza, ficando preservadas todas as suas garantias e privilégios. §2º. Permanecerão sob exclusiva responsabilidade da Administração Municipal, especialmente da Secretaria Municipal de Economia e Finanças, no caso de créditos inscritos em dívida administrativa, e da Procuradoria Geral do Município, no caso de créditos inscritos em dívida ativa, todos os atos e procedimentos relacionados à cobrança dos créditos inadimplidos; §3º. Fica autorizada a cessão de créditos inadimplidos que surjam após a publicação da presente lei, o que deverão ser realizado por meio de procedimento próprio. §4º. Em nenhuma hipótese a referida cessão poderá acarretar qualquer tipo de compromisso financeiro que crie para o Município qualquer obrigação ou responsabilidade financeira futura.

nenhuma hipótese a cessão dos créditos acarretará qualquer tipo de compromisso financeiro que crie para o Município obrigação ou responsabilidade financeira futura.<sup>567</sup>

Estabelece a Lei, ainda, que o procedimento de cobrança dos Direitos Creditórios integrantes da carteira do Fundo deverá observar os procedimentos legais e regulamentares, aos quais estão sujeitas a Secretaria Municipal de Economia e Finanças e a Procuradoria-Geral do Município. Fica, também, autorizado ao Cedente contratar assessoria especializada das Instituições Cobradoras com o fim de auxiliar a cobrança extrajudicial dos Direitos Creditórios cedidos ao fundo, bem como racionalizar e tornar mais eficiente a recuperação dos Direitos Creditórios.<sup>568</sup>

Conforme previsto no art. 4º, § 2º, da Lei Municipal 4.266/2013<sup>569</sup>, foi constituído o denominado Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC) – Dívida Ativa Nova Iguaçu, inscrito no CNPJ/MF sob o nº 17.327.766/0001-88, devidamente registrado no 1º Ofício de Registro de Títulos e Documentos do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, sob o nº 3711865-1840798, em 30 de agosto de 2013. Cuida-se de condomínio fechado, nos termos da Instrução CVM 356 e da Instrução CVM 444.

O objetivo do FIDC é proporcionar a seus quotistas a valorização de suas cotas por meio da aquisição, pelo Fundo, do fluxo financeiro decorrente da recuperação de direitos creditórios decorrentes de créditos, tributários ou não tributários, vencidos e não pagos, inscritos em dívida ativa ou objeto de parcelamento, em fase de cobrança administrativa ou judicial, cedidos pelo Município de Nova Iguaçu e/ou por Fundo orçamentário especial criado por esse Município (FEDA<sup>570</sup>), através de Contrato de Cessão, sem coobrigação do cedente,

<sup>567</sup> TC-043.416/2012-8, p. 27.

<sup>568</sup> TC-043.416/2012-8, p. 27.

<sup>569</sup> Art. 4º. Fica o Município autorizado a contratar Instituição Financeira para realização de operação de securitização dos ativos do FEDA, nos moldes estipulados pela legislação federal, sobretudo o disposto na Resolução CVM 444/01. §1º. A securitização não poderá envolver qualquer tipo de compromisso financeiro do Município com terceiros, nem tampouco poderá colocar o Município na condição de garantidor dos ativos securitizados. §2º. Caso seja realizada a operação de securitização, fica autorizada a cessão, nos moldes estabelecidos no art. 3º, da totalidade dos direitos creditórios referente à recuperação dos ativos do FEDA a um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios instituído segundo as normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários. §3º. Em contraprestação pela cessão dos direitos creditórios o FEDA poderá receber quotas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios e os recursos advindos da negociação de tais quotas no mercado financeiro.

<sup>570</sup> Art. 5º. Constitui receita do FEDA: I – os recursos obtidos em virtude da cobrança dos créditos inscritos ou não em dívida ativa, observado o disposto no art. 2º desta lei; II – os recursos obtidos em virtude da venda das quotas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios mencionado no art. 4º desta lei; III – rendimentos e frutos decorrentes da aplicação de tais recursos. Art. 6º. Com a finalidade de garantir a transparência na gestão do FEDA, os recursos deverão ser depositados em duas contas distintas: I – os recursos oriundos da recuperação dos créditos inscritos em dívida ativa e administrativa serão depositados em conta denominada Conta de

juntamente com todos os direitos, garantias, privilégios, preferências, prerrogativas e ações relacionados aos direitos creditórios; e/ou de outros ativos financeiros cuja aplicação também é admitida pelo regulamento<sup>571</sup>.

Como contrapartida pela cessão do fluxo financeiro dos Direitos Creditórios, o FIDC fica obrigado a emitir cotas mezanino e subordinadas em favor do Município e efetuar pagamento em dinheiro. A parcela do pagamento em dinheiro pelo FIDC terá como origem a captação feita de recursos no mercado, por meio da emissão de cotas seniores<sup>572</sup>.

A CVM entendeu<sup>573</sup> que, através dessa operação acima descrita, o Município de Nova Iguaçu assumiria a obrigação de entregar a integralidade dos valores arrecadados a título de Dívida Ativa em troca da antecipação de uma quantia previamente fixada, comprometendo, portanto, parte de sua receita futura. Ou seja, que ocorreria cessão do fluxo financeiro dos direitos creditórios com a finalidade de antecipar recursos que somente poderiam ser utilizados após a realização dos créditos tributários, mediante a promessa de entregar, em

---

Recuperação; II – os recursos oriundos da venda das quotas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, em conta denominada Conta de Resultado. §1º. Em caso de realização de operação de securitização, o fluxo financeiro decorrente da recuperação dos créditos que compõem o patrimônio do FEDA deverá ser transferido ao Fundo de Investimento, no prazo máximo de dois dias úteis. §2º. A movimentação da Conta de Recuperação, para a finalidade definida no §1º, caberá à própria Instituição Financeira responsável pela operação de securitização. §3º. Até a estruturação da operação de securitização, com a efetiva custódia das quotas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios em nome do FEDA, os recursos oriundos da recuperação dos créditos inscritos em dívida ativa e administrativa poderão, a critério do Município, ser depositados regularmente em conta do Tesouro Municipal. Art. 7º. Os recursos depositados no FEDA ficam vinculados às seguintes finalidades: §1º. No caso dos recursos depositados na Conta de Recuperação: I – ao resgate das quotas emitidas, em caso de securitização dos ativos do FEDA; II – ao pagamento dos custos e despesas para realização da operação de securitização e para constituição e administração do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. §2º. No caso dos recursos depositados na Conta de Resultado: I – investimentos municipais para realização de obras e serviços públicos municipais. II – capitalização do Regime Próprio de Previdência Social – RPPS; III – pagamento dos custos e despesas para realização da operação de securitização e para constituição e administração do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. Art. 8º. O Fundo Especial de Dívida Ativa – FEDA fica vinculado à Secretaria Municipal de Economia e Finanças e será gerido por Comissão de Gestão do FEDA composta por: I – um membro da Secretaria Municipal de Economia e Finanças, que a presidirá; II – um membro da Procuradoria Geral do Município; e III – um membro da Secretaria Municipal de Planejamento e Despesa. §1º. A movimentação da Conta de Recuperação, para a finalidade definida no §1º caberá à própria Instituição Financeira contratada para a estruturação da operação de securitização, que deverá prestar contas à Comissão de Gestão do FEDA. §2º. A Comissão de Gestão do FEDA poderá editar Regimento Interno.

<sup>571</sup>Art. 9º. A aplicação das receitas orçamentárias vinculadas ao FEDA far-se-á por meio de dotação consignada na Lei de Orçamento ou em créditos adicionais. Parágrafo único. Fica o Poder Executivo autorizado a abrir crédito especial de até 50% (cinquenta por cento) do patrimônio total do FEDA.

<sup>572</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>573</sup> Idem.



momento futuro, a arrecadação da dívida ativa do município, o que se caracterizaria como uma operação de crédito. Além disso, entendeu que haveria compromisso financeiro do Município, já que este é o titular dos direitos creditórios que seriam cedidos ao Fundo e essa operação geraria, em tese, a diminuição de suas receitas futuras, afirmando, outrossim, “ainda que as verbas oriundas da Dívida Ativa não tenham data certa de ingresso nos cofres públicos”, o que poderia impactar nas futuras administrações e se enquadraria no conceito previsto no art. 29, inciso III, da Lei de Responsabilidade Fiscal. Entendeu, em suma, que, pela essência da operação, o município de Nova Iguaçu assumiria a obrigação de entregar os valores arrecadados a título de dívida ativa em troca da antecipação de uma quantia previamente fixada, comprometendo, portanto, parte de sua receita futura.

Após a análise do instrumento da securitização, uma crítica deve ser realizada. Houve a adoção da modalidade FIDC. Contudo, como já tratado, a atividade econômica em sentido estrito só pode ser prestada mediante sociedades de economia mista ou empresa pública. Tal fato, sem dúvida, a carreta a nulidade completa da operação, diante do artigo 173 da Constituição Federal. Deve-se, portanto, analisar a viabilidade da operação em si.

#### **4.6.2 Município de Belo Horizonte – PBH Ativos (Lei Municipal nº13.003/2010<sup>574</sup>)**

Em 1999, o Município de Belo Horizonte teve uma primeira experiência com a securitização de ativos, por meio da Lei n.º 7.932/1999<sup>575</sup>, que autorizou o Executivo a associar o Município a outras entidades, visando à criação de associação civil comunitária, sem fins lucrativos, com a finalidade de desenvolver ações buscando a recuperação da Bacia da Pampulha.

Nos termos da referida Lei, o Executivo ficou autorizado a efetuar cessão, a título oneroso, de crédito tributário parcelado, inscrito ou não em dívida ativa, mediante prévia

---

<sup>574</sup> Autoriza a criação de sociedade sob o controle acionário do município de Belo Horizonte e estabelece outras disposições relativas à atuação da entidade.

<sup>575</sup> MUNICÍPIO DE BELO HORIZONTE. **Lei nº 10.003, de 25 de novembro de 2010.** Autoriza a criação de sociedade sob o controle acionário do Município de Belo Horizonte e estabelece outras disposições relativas à atuação da entidade. Belo Horizonte, 26 ago. 2010. Disponível em: <http://portal6.pbh.gov.br/dom/iniciaEdicao.do?method=DetalheArtigo&pk=1047868> Acesso em: 1 mar. 2019

avaliação e procedimento de alienação legalmente previsto, inclusive leilão em bolsa de valores.

Já em 29 de dezembro de 2008, o Município de Belo Horizonte/MG, a Tributos BH FIDC-NP, a Oliveira *Trust* DTVM (instituição administradora) e o Banco do Brasil S. A. (custodiante ou agente arrecadador), celebraram Contrato de Cessão de Direitos Creditórios e Outras Avenças, em que o Município ficou obrigado a ceder e transferir ao Fundo, que adquire de acordo com os termos, condições e limitações previstos no Contrato, todos os direitos decorrentes dos créditos tributários de titularidade do Município, de sua competência e inscritos em sua Dívida Ativa, inclusive seus acessórios, parcelados ou não, e existentes na data-base, que totalizavam, na ocasião, R\$ 4.886.507.469,00 – estoque disponível em 30/4/2008.

Em relação a Belo Horizonte/MG, a cessão envolveu, portanto, os direitos creditórios decorrentes do fluxo de caixa do adimplemento dos parcelamentos de dívidas, inscritas ou não em dívida ativa, confessadas pelos contribuintes.

A operação se dava da seguinte maneira: num primeiro momento, o Município inscrevia contribuintes em Dívida Ativa Tributária, após, integralizava o patrimônio do FIDC-NP BH com a assunção de uma obrigação, ou seja, de um compromisso financeiro junto ao Fundo. A integralização não era efetuada com a cessão do ativo “dívida ativa tributária”, pois este permanecia de titularidade do Município.

Na sequência, o FIDC emitia cotas para o Município: no caso, emitiu 100 cotas, no valor de R\$ 1 milhão cada, diretamente ao município de Belo Horizonte, num total de R\$ 100 milhões, que passaram a integrar o patrimônio municipalidade.

Depois, o Município, com auxílio do Custodiante (Banco do Brasil), venderia as cotas aos investidores, alienando-as no mercado secundário de balcão. Dessa forma, as cotas sairiam do patrimônio do município e iriam para o patrimônio dos investidores. Em troca, a municipalidade obteria “receita de capital alienação de bens”.

Os contribuintes pagariam suas dívidas ao município, ainda titular dos direitos creditórios. Nada obstante, o agente arrecadador (Banco do Brasil), por força contratual – dando quitação ao município de parcela da obrigação assumida – não recolheria referidos valores aos cofres do município, transferindo-os diretamente à “conta transitória de

arrecadação”, ou seja, diretamente ao FIDC, que por sua vez amortizaria ou resgataria as cotas junto aos investidores.<sup>576</sup>

Diante de tal operação, o Ministério Público de Contas do TCU<sup>577</sup> concluiu ser falacioso afirmar que nenhum risco seria assumido pelo município de Belo Horizonte, sendo transferido na totalidade para o Fundo, porquanto, no seu entendimento, não haveria risco algum de não recebimento de valores suficientes para satisfazer o cronograma financeiro esperado pelo fundo. Assim, segundo o parecer, a cessão do fluxo de caixa seria uma operação de crédito, realizada com o objetivo de antecipar para o município recursos financeiros que somente estariam disponíveis com a posterior realização dos créditos fazendários.

A mesma crítica pode ser aqui tecida: uso da figura do fundo para o exercício de atividade econômica em sentido estrito.

#### **4.6.3 Estado do Rio de Janeiro e a Companhia Fluminense de Securitização (Lei Estadual de nº 7040/2015<sup>578</sup>)**

A Companhia Fluminense de Securitização S.A. (CFSEC)<sup>579</sup>, inscrita no CNPJ nº 23.592.981/0001-09, é um Órgão da Administração Indireta do Poder Executivo – Sociedade

<sup>576</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>577</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>578</sup> ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Lei nº 7.040, de 09 de julho de 2015**. Autoriza o estado a ceder, a título oneroso, direitos creditórios na forma que especifica, autoriza a criação de sociedade de propósito específico e dá outras providências. Rio de Janeiro, 09 jul. 2015. Disponível em: <http://alerjln1.alerj.rj.gov.br/contlei.nsf/c8aa0900025feef6032564ec0060dfff/d263db8a4bf5892283257e89006b0493?OpenDocument&Highlight=0,7040> Acesso em: 1 mar. 2019

<sup>579</sup> ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Companhia Fluminense de Securitização S.A.** Rio de Janeiro, 27 fev. 2018. Disponível em: [http://www.age.fazenda.rj.gov.br/age/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/navigation-renderer.jspx?\\_afLoop=25480759174301071&datasource=UCMServer%23dDocName%3AWCC209029&\\_adf.ctrl-state=5skhxzyck\\_9](http://www.age.fazenda.rj.gov.br/age/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/navigation-renderer.jspx?_afLoop=25480759174301071&datasource=UCMServer%23dDocName%3AWCC209029&_adf.ctrl-state=5skhxzyck_9). Acesso em: 1 mar. 2019

Anônima de Economia Mista de Capital Fechado, vinculada à Secretaria de Estado de Fazenda do Rio de Janeiro, criado pelo Decreto Estadual nº 45.408, de 15 de outubro de 2015.

De acordo com seu Decreto de criação, compete-lhe a estruturação e a implementação de operações que envolvam a emissão e distribuição de valores mobiliários ou outra forma de obtenção de recursos junto ao mercado de capitais, lastreadas nos direitos creditórios consistentes no fluxo financeiro decorrente da cobrança de créditos inadimplidos, dos tributos administrados pela Secretaria de Estado de Fazenda e de créditos de qualquer natureza inscritos em dívida ativa<sup>580</sup>.

Compete também à CFSEC firmar contratos com os municípios do Estado do Rio de Janeiro com intuito de estruturar e implementar operações de interesse desses últimos que envolvam a emissão de valores mobiliários, tais como debêntures, de emissão pública ou privada, ou outra forma de obtenção de recursos junto a mercado de capitais, lastreadas nos direitos creditórios tributários e não tributários, objetos de parcelamentos administrativos ou judiciais, inscritos em dívida ativa do respectivo município a serem cedidos por tais municípios do Estado do Rio de Janeiro à Companhia Fluminense de Securitização S.A. - CFSEC, nos termos do parágrafo 1º do artigo 7º da Lei Estadual nº 7.040/2015 e na legislação municipal aplicável.

A CFSEC tinha como capital social inicial R\$ 210.000,00 (duzentos e dez mil reais), dividido em 210.000 (duzentas e dez mil) ações ordinárias, todas nominativas e sem valor nominal, que pode ser aumentado, nos termos de seu decreto criador, até o limite de R\$ 450.000.000,00 (quatrocentos e cinquenta milhões de reais), mediante deliberação do Conselho de Administração da Companhia, mediante oitiva prévia de seu Conselho Fiscal.

Foi constituída como Sociedade Anônima de Economia Mista, de capital fechado, tendo como sócios apenas o Estado do Rio de Janeiro e a Companhia de Desenvolvimento Industrial do Estado do Rio de Janeiro (CODIN), sendo o primeiro, majoritário, e detentor de 2.050.000 ações ordinárias nominativas (99,51%) e a segunda, detentora e subscritora de 10.000 ações ordinárias nominativas (0,49%).

---

<sup>580</sup> ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Decreto nº 45.408, de 15 de outubro de 2015**. Cria a Companhia Fluminense de Securitização (CFSEC) e dá outras providências. Rio de Janeiro, 16 out. 2015. Disponível em: <http://www.atosdoexecutivo.rj.gov.br/publico/VisaoPublica.aspx?CodAto=88920> . Acesso em: 1 mar. 2019.

Quando da edição da ata da Assembleia Geral que constituiu a CFSEC, em 23 de outubro de 2015, ambos os entes públicos sócios já haviam integralizado 100% do capital social subscrito.

A CODIN é uma outra sociedade de economia mista, de administração indireta do Estado do Rio de Janeiro, vinculada à Secretaria de Estado de Desenvolvimento Econômico, Energia, Indústria e Serviços (SEDEIS).

A despeito de ser seu próprio objeto, a CFSEC, por meio do processo administrativo nº E-04/062/141/2016, procedeu à contratação de uma sociedade empresária, credenciada pela CVM, para a prestação de serviços securitização de recebíveis, mais especificamente, dos recebíveis decorrentes do fluxo de recuperação dos "créditos inadimplidos" do Programa do REFIS Estadual, editado pelo Decreto nº 44.780/2014.

Tal decreto dispôs sobre o parcelamento e redução de multas e demais acréscimos legais de débitos fiscais relacionados com o ICMS de que trata o Convênio ICMS 128/2013, que, por sua vez, autorizou o Estado do Rio de Janeiro a instituir programa de parcelamento de débitos fiscais relacionados a tais tributos e dispensar ou reduzir suas multas e demais acréscimos legais, vencidos até 30 de setembro de 2013, constituídos ou não, inscritos ou não em dívida ativa, inclusive ajuizados, observadas as condições e limites estabelecidos no convênio.

Ou seja, ao autorizar a securitização dos créditos tributários objeto de parcelamento (decorrentes de ICM e ICMS), o que foi securitizado não foram “créditos inadimplidos”, como se previa inicialmente, mas créditos líquidos – cujo adimplemento já estava sendo viabilizado a partir do próprio programa de refinanciamento, se mostrando um uso inadequado do instituto da securitização, uma vez que, de fato, se o objetivo da securitização é compartilhar o risco da operação, obviamente não há nexos em securitizar crédito com grande probabilidade de recebimento, vale dizer, crédito de pequeno risco.

De tal experiência desacertada, resulta uma Companhia deficitária, cujo balanço patrimonial referente ao exercício de 2016 descreveu a total inexistência de receitas e lucros, mas com despesas, com estrutura e pessoal, notadamente supridas através de recursos transferidos da SEFAZ - Secretaria de Fazenda, dando ensejo ao argumento de que se trata de empresa Dependente do Tesouro, nos termos da Lei Complementar Federal nº 101, de 4 de maio de 2000.

Cabível, assim, a mesma conclusão a que chegou o parecer do Ministério Público de Contas do TCU, no caso de Belo Horizonte<sup>581</sup>, *in verbis*:

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. A “cessão do fluxo de caixa” buscou apenas, como é próprio das operações de crédito, antecipar para o município recursos financeiros que, sem essa operação de crédito, somente estariam disponíveis com a posterior realização dos créditos fazendários.

Aqui, neste caso concreto, há a adoção da figura da Sociedade de Economia Mista - o que demonstra a preocupação, com o artigo 173 da Constituição Federal. Contudo, há falhas também na recepção do instrumento em relação ao sistema orçamentário e planejamento. Daí a necessidade de revisão da operação não apenas porque é de crédito, mas sobretudo em razão de destoar da ação estatal.

#### 4.6.4 Estado de Goiás e o “Goiás Parcerias” (Lei Estadual 18.873/2015<sup>582</sup>)

A Lei Estadual nº 14.910, de 11 de agosto de 2004<sup>583</sup>, em seu artigo 16, autorizou o Poder Executivo a constituir pessoa jurídica, denominada Companhia de Investimentos e Parcerias do Estado de Goiás, sociedade de economia mista, para o fim específico de colaborar, apoiar e viabilizar a implementação do Programa de Parcerias Público-Privadas, e

---

<sup>581</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019..

<sup>582</sup>ESTADO DE GOIÁS. **Lei nº 18.873, de 19 de junho de 2015**. Autoriza o Poder Executivo a ceder, a título oneroso, os direitos creditórios originários de créditos tributários, em fase administrativa ou judicial, na forma que especifica, e dá outras providências. Goiânia, 19 jun. 2015. Disponível em: [http://www.gabinetecivil.go.gov.br/pagina\\_leis.php?id=13436](http://www.gabinetecivil.go.gov.br/pagina_leis.php?id=13436) Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>583</sup>ESTADO DE GOIÁS. **Lei nº 14.910, de 11 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a instituição do Programa de Parcerias Público-Privadas, da constituição da Companhia de Investimentos e Parcerias do Estado de Goiás e dá outras providências. Goiânia, 11 ago. 2004. Disponível em: [http://www.gabinetecivil.goias.gov.br/leis\\_ordinarias/2004/lei\\_14910.htm](http://www.gabinetecivil.goias.gov.br/leis_ordinarias/2004/lei_14910.htm) Acesso em: 1 mar. 2019.

outras parcerias de interesse do desenvolvimento econômico e social de Goiás; disponibilizar bens, equipamentos e utilidades para a Administração estadual, mediante pagamento de adequada contrapartida financeira; e gerir os ativos patrimoniais a ela transferidos pelo Estado ou por entidades da administração indireta, ou que tenham sido adquiridos a qualquer título.

Assim, a Goiás Parcerias S.A. é uma sociedade de economia mista, constituída em 11 de agosto de 2004 a partir da Lei 14.910/2004. A empresa é controlada pelo Estado de Goiás e vinculada à Secretaria da Fazenda<sup>584</sup>. É sociedade anônima de capital fechado que pôde, durante a estruturação da operação, ser registrada como companhia de capital aberto, categoria B, conforme definido pela Instrução Normativa da CVM nº 480/2009. Tem capital social autorizado de R\$ 700.000.000,00 (setecentos milhões de reais) e capital integralizado de R\$ 373.929.486,85 (trezentos e setenta e três milhões, novecentos e vinte e nove mil, quatrocentos e oitenta e seis reais e oitenta e cinco centavos), sendo controlada pelo Estado de Goiás que, de modo direto e indireto, detém 100% das ações<sup>585</sup>.

A Lei Estadual n.º 18.873, de 19 de junho de 2015, em seu art. 1º, autorizou o chefe do Poder Executivo a ceder, a título oneroso, à sociedade de propósito específico a que se refere o art. 7º da Lei<sup>586</sup>, ou, ainda, à Companhia de Investimentos e Parcerias do Estado de Goiás (GOIASPARCERIAS), inclusive, sem limitação, a título de aumento de capital, observadas as disposições legais aplicáveis, os direitos creditórios originários de créditos tributários e não tributários, em fase administrativa ou judicial, relacionados ao Imposto sobre Operações Relativas à Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços de Transporte Interestadual e Intermunicipal e de Comunicação (ICMS), ao Imposto de

---

<sup>584</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

<sup>585</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.p. 59

<sup>586</sup> Art. 7º Fica o Chefe do Poder Executivo autorizado a constituir sociedade de propósito específico, sob a forma de sociedade por ações com a maioria absoluta do capital votante detida pelo Estado, jurisdicionada à Secretaria da Fazenda, tendo por objeto social a estruturação e implementação de operações que envolvam a emissão e distribuição de valores mobiliários ou outra forma de obtenção de recursos junto ao mercado financeiro e de capitais, lastreadas nos direitos creditórios a que se refere o art. 1º desta Lei. Parágrafo único. A sociedade de propósito específico a que se refere o *caput* deste artigo não poderá receber do Estado recursos financeiros para pagamento de despesas de pessoal ou de custeio em geral, a fim de não se caracterizar como empresa dependente do Estado, nos termos da Lei Complementar federal nº 101, de 4 de maio de 2000.



Transmissão “Causa Mortis” e Doação de Quaisquer Bens ou Direitos (ITCMD), ao Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), às taxas de qualquer espécie e origem, às multas administrativas não tributárias, às multas contratuais, aos ressarcimentos e às restituições e indenizações.

A legislação estadual estabeleceu, também, que tais direitos creditórios mencionados poderiam ainda ser destinados ao Fundo Especial de Créditos Inadimplidos e Dívida Ativa (FECIDAT)<sup>587</sup>, instituído pelo art. 9º da mesma Lei e composto<sup>588</sup> pelos recursos obtidos em razão da cobrança dos créditos tributários inadimplidos, cuja cessão foi autorizada pela Lei Estadual, bem como pelos recursos obtidos por força de venda de tais ativos lastreados no direito autônomo; e, ainda, pelos rendimentos e frutos deles decorrentes.

Com o objetivo de não caracterizar a GOIASPARCERIAS como uma empresa estatal dependente, a Lei Estadual determinou que a empresa não poderia receber do Estado recursos financeiros para pagamento de despesas de pessoal ou de custeio em geral, nos termos da Lei Complementar federal nº 101, de 4 de maio de 2000.

Também, a Lei Estadual autorizou o chefe do Poder Executivo a proceder à abertura do capital social da sociedade de propósito específico (cuja criação foi autorizada) ou da GOIASPARCERIAS, de acordo com as normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), desde que mantida, em caráter incondicional, a titularidade da maioria absoluta das ações com direito a voto.

De acordo com as informações disponibilizadas acerca das características da estruturação da 1ª emissão de debêntures com garantia real e das emissões de debêntures subordinadas, o volume dos direitos creditórios cedidos à empresa foi de aproximadamente R\$ 700.000.000,00 (setecentos milhões de reais), até a data de emissão.<sup>589</sup>

---

<sup>587</sup> Art. 9º Fica o chefe do Poder Executivo autorizado a proceder à abertura do capital social da sociedade de propósito específico a que se refere o art. 7º desta Lei ou da GOIASPARCERIAS, de acordo com as normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), desde que mantida, em caráter incondicional, a titularidade da maioria absoluta das ações com direito a voto.

<sup>588</sup> Art. 9º Fica instituído o Fundo Especial de Créditos Inadimplidos e Dívida Ativa (FECIDAT), composto pelos: I – recursos obtidos em razão da cobrança dos créditos inadimplidos mencionados no art. 1º desta Lei; - Acrescido pela Lei nº 20.185, de 04-07-2018. II – recursos obtidos por força de venda dos ativos lastreados no direito autônomo a que se refere o § 1º do art. 1º desta Lei; III – rendimentos e frutos decorrentes da aplicação dos recursos previstos nos incisos I e II deste artigo.

<sup>589</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

Consignou-se que o pagamento dos direitos creditórios seria feito com debêntures subordinadas ou outros valores mobiliários, privados ou públicos, com prazo de seis anos, emitidos pela Goiás Parcerias S.A. e cedidos pelo Estado, mediante a cessão dos direitos creditórios autônomos, portanto, sem esforço de venda.<sup>590</sup>

Também, foi estabelecido que, simultaneamente, seria realizada a emissão de debêntures, ou outros valores mobiliários, com garantia real, lastreados pelos direitos creditórios autônomos, objeto da cessão, cuja emissão deveria apresentar um *rating* mínimo AA ou qualidade média em escala local concedido por agência especializada para as debêntures a mercado.<sup>591</sup>

Ainda, a emissão seria no valor de referência igual a R\$ 200.000.000,00 (duzentos milhões de reais), com prazo de 50 meses, tendo por base o *rating* definido nos termos do ajuste realizado, com carência de quatro meses para início dos pagamentos aos debenturistas e seria destinada à distribuição pública restrita ou ampla, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), respectivamente Instruções nºs 476/2009 e 400/2003, sob o regime de garantia firme de colocação.<sup>592</sup>

Outrossim, foi consignado que os recursos oriundos dos direitos creditórios cedidos seriam creditados pela rede arrecadadora diretamente em conta vinculada à operação de titularidade da Goiás Parcerias S.A., mantida no banco centralizador e que os recursos captados no mercado seriam utilizados pela Goiás Parcerias S.A. para amortização das debêntures subordinadas ou pagamento de parte dos direitos creditórios autônomos.<sup>593</sup>

Nos termos do ajuste, a licitante deveria oferecer garantia firme de colocação para o valor de R\$ 200.000.000,00 (duzentos milhões de reais), de debêntures com garantia real, condicionada à obtenção de *rating* mínimo AA em escala local, atribuído por agência de avaliação crédito que emita *rating* em escala global, sendo que a distribuição em regime de melhores esforços, no valor R\$ 350.000.000,00 (trezentos e cinquenta milhões de reais), contemplaria a diferença entre a emissão total pretendida e o lote colocado em regime de garantia firme no valor de R\$ 200.000.000,00 (duzentos milhões de reais). Também, as debêntures com garantia real deveriam ser amortizadas em 50 (cinquenta) parcelas mensais com quatro meses de carência, sendo que a emissora deveria constituir fundo de amortização em montante igual ao somatório das três próximas parcelas mensais de pagamento. Ainda, as

---

<sup>590</sup> Idem, p. 59

<sup>591</sup> Idem, p. 59

<sup>592</sup> Idem, p. 59

<sup>593</sup> Idem, p. 59.

debêntures com garantia real seriam registradas na CVM e/ou na Associação Brasileira de Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA), na forma prevista na Instrução CVM nº 400/2003 ou na Instrução CVM nº 476/2009.<sup>594</sup>

Diante de tal operação o TCU concluiu que:

No caso, como visto, a receita do estado de Goiás, proveniente da cessão, a título oneroso, de direitos creditórios originários de créditos tributários e não tributários, em fase administrativa ou judicial, decorre, na prática, da antecipação de receita futura associada a compromisso financeiro, na intenção de se obterem recursos adicionais para a cobertura de despesas.

Conclui-se, portanto, que a operação a ser realizada pelo estado de Goiás, com fundamento na Lei Estadual 18.873/2015, constitui uma operação de crédito e, como as demais operações de crédito admitidas pela LRF, deve ser considerada para fins de apuração do limite de endividamento deste ente federado.<sup>595</sup>

A título de exemplificação, ainda, apontou:

Segundo o que consta no Relatório sobre as Contas do Governador do Estado de Goiás, relativas ao ano de 2014, “a receita oriunda de dívida ativa, ainda que com sucessivos programas de recuperação fiscal promovidos pelo Governo Estadual, não vem obtendo valores representativos em relação ao saldo dessa dívida” (subitem 2.2.1.11, p. 333), sendo que “o recebimento de créditos oriundos da dívida ativa não chega a 1% do estoque da dívida apurado” (idem, p. 334). (...) Embora os relatores das contas dos exercícios de 2011 e 2012 tenham recomendado “ao Governo do Estado de Goiás que empenhasse esforços no sentido de incrementar o recebimento dos créditos inscritos na dívida ativa, pois a efetiva arrecadação dos tributos de competência do Estado constitui requisito essencial da responsabilidade na gestão fiscal, conforme dispõe o art. 11 da Lei de Responsabilidade Fiscal” (ibidem, p. 334), o que se viu foi um decréscimo no percentual de arrecadação de 1,11% do total da dívida ativa, no ano de 2011, para 0,63% em 2014. (...) Tal quadro indica que ou a Procuradoria Tributária sequer está sugerindo “ao Procurador-Geral do Estado a adoção de providências tendentes ao aprimoramento da cobrança da dívida ativa tributária do Estado” (inciso III do artigo 21 da Lei Complementar Estadual nº 58/2006), ou essas sugestões não têm sido eficazes, ou elas não têm sido acatadas, ou a estrutura da Procuradoria-Geral do Estado chegou ao seu limite ou, ainda, a repetitividade dos programas de recuperação fiscal se tornou inócua e até contraproducente (...) Qualquer seja a razão, o certo é que o percentual de recuperação da dívida ativa estadual tem decrescido. (...) O contínuo decréscimo do percentual de recuperação dos créditos da dívida ativa possui, dentre outros efeitos deletérios, o incremento da taxa de risco de investimento nessa dívida securitizada, resultando daí o aumento do deságio. (...) Conquanto a busca pelo lucro por meio da iniciativa individual seja fundamental para o enriquecimento da nação e da coletividade, essa lucratividade individual não pode ser feita à custa do empobrecimento do Estado. Todavia, é exatamente isso o que irá ocorrer se levada a efeito a pretendida securitização da dívida ativa do Estado de Goiás. (...) Para melhor compreensão, exemplifica-se. O Estado de Goiás possui como dívida ativa um valor de R\$ 100 milhões, oriundos de ICMS; desse valor, 25% (vinte e cinco por

---

<sup>594</sup>Idem, p. 59.

<sup>595</sup>Idem, p. 59

cento) pertencem aos municípios, por força de dispositivo constitucional (inciso IV do artigo 158 da CF/88); recuperado esse crédito (receita derivada), ele deve fazer o repasse aos municípios no percentual constitucional estipulado, na forma disciplinada pela Lei Complementar nº 63/90.(...). Ocorre que, com a securitização, o Estado coloca esse ativo de R\$ 100 milhões em um fundo (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIDC-NP) e recebe um valor com deságio. Imaginando-se um deságio conservador de 20% (vinte por cento), o Estado receberia um valor de R\$ 80 milhões, sem ter de efetuar, em um primeiro momento, qualquer repasse aos municípios, pois esse numerário seria oriundo de uma receita originária de capital, não mais de tributos (receita derivada). (...) Tempos depois, quando o Estado recuperar os créditos dessa dívida ativa, ele terá de entregar aos investidores o valor integral recuperado, ou seja, R\$ 100 milhões, porém, ainda, terá de repassar aos municípios os mesmos 25% incidentes sobre os R\$ 100 milhões arrecadados, o que resultará em um valor líquido para o Estado não de R\$ 80 milhões, como inicialmente recebido, nem de R\$ 75 milhões, como o que originariamente devido, mas de apenas R\$ 55 milhões. (...) Ressalta-se que a operação pretendida pelo Estado envolve R\$ 700 milhões, sendo que 96,31% dela envolve recursos do ICMS, e que o Estado planeja receber entre R\$ 150 e R\$ 300 milhões, isto é, um deságio que varia entre 45% a 75% do montante devido. Assim, no deságio limite superior, o Estado de Goiás, dos R\$ 700 milhões a perceber, receberá apenas R\$ 150 milhões e terá de repassar aos municípios R\$ 175 milhões. Prejuízo inexistente mais claro ao erário! (...). Tal situação faz rememorar lição de quase 400 anos, dada pelo Padre Antônio Vieira, em 1622, no sermão duodécimo da sua proteção: ‘Crescer a grandeza que se não pode sustentar, é enfraquecer’ (in Sermões, Tomo 2, Editora Hedra, página 282). É justamente o caso: embora o montante de recursos passível de ingresso nos cofres públicos possa vir a ser, no curto prazo, maior que o que seria possível pelas vias normais, no longo prazo a situação se inverte radicalmente, frente às obrigações financeiras assumidas pelo Estado, que corroerão fortemente os recursos públicos. (...) Embora seja previsível essa situação, em nenhum momento no projeto de lei, bem assim na correlata exposição de motivos, o Estado de Goiás deu a indicar a adoção de medidas para se prevenirem os riscos capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, como determina o § 1º do art. 1º da LRF, tudo a indicar sua renitência em administrar de forma ad hoc, na contramão do que demandam os princípios da gestão fiscal responsável. (...) Destarte, verifica-se que o Poder Executivo deliberadamente cria riscos à saúde das contas públicas, mas resguarda integralmente o risco dos investidores privados, na contramão do que preceitua o princípio do interesse público. (...)<sup>596</sup>

Em que pese extenso o trecho acima, torna-se interessante salientar porque traduz o que está aqui sendo defendido: necessidade de integração da securitização com o planejamento econômico e financeiro do Estado.

---

<sup>596</sup>BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1712063%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

#### 4.6.5 Companhia Paulista de Securitização (CPSEC) – Lei Estadual nº13.720/2009

No ano de 2007, por meio do Decreto de n.º 51.960<sup>597</sup>, o Poder Executivo do Estado de São Paulo promoveu um programa denominado Programa de Parcelamento Incentivado (PPI, com o objetivo de incentivar a quitação do débito fiscal relacionado ao ICMS, através da dispensa de recolhimento dos juros e das multas punitivas e moratórias, decorrentes da inadimplência do tributo.

Anos depois, houve a instauração do Programa Especial de Parcelamento (PEP), atualizado por meio do Decreto n.º 62.709/2017<sup>2</sup>.

O PEP é um programa de parcelamento oferecido pelo Estado de São Paulo para promover a regularização dos créditos do Estado, também decorrentes de débitos de ICMS, constituídos ou não, inclusive os inscritos em dívida ativa, ajuizados ou a ajuizar, em razão de fatos geradores ocorridos, pela última atualização, até 31 de dezembro de 2016.

Assim, através do PEP e por meio do Decreto mencionado de n.º 62.709/2017 seria possível a liquidação de débitos fiscais que decorressem de fatos geradores ocorridos até 31/12/2016, com redução de 75% (setenta e cinco por cento) do valor atualizado da multa moratória e da multa punitiva e 60% (sessenta por cento) do valor dos juros incidentes sobre o imposto e sobre a multa punitiva – se pagos em parcela única; ou com redução de 50% (cinquenta por cento) do valor atualizado da multas moratória e da multa punitiva e 40% (quarenta por cento) do valor dos juros incidentes sobre o imposto e sobre a multa punitiva – se pagos parceladamente, em até 120 parcelas mensais consecutivas; ou, ainda, com redução de 50% (cinquenta por cento) do valor atualizado da multa moratória e da multa punitiva e 40% (quarenta por cento) do valor dos juros incidentes sobre o imposto e sobre a multa punitiva – se pagos em até 180 parcelas mensais e consecutivas<sup>598</sup>.

---

<sup>597</sup> ESTADO DE SÃO PAULO. **Decreto nº 51.960, de 04 de julho de 2017**. Institui o Programa de Parcelamento Incentivado - PPI ICM/ICMS no Estado de São Paulo, para a liquidação de débitos fiscais relacionados com o ICM e com o ICMS. São Paulo, 05 jul. 2017. Disponível em: <https://www.al.sp.gov.br/norma/72782>. Acesso em: 1 mar. 2019

<sup>598</sup> Artigo 1º do Decreto de n.º 62.709/2017

No ano de 2009, por meio da Lei n.º 13.723<sup>599,600</sup> foi dada a autorização para a criação da Companhia Paulista de Securitização (CPSEC ou Companhia), uma sociedade por ações controlada pelo Estado de São Paulo, e vinculada à Secretaria da Fazenda, que tem como objeto social a aquisição de direitos creditórios de titularidade do Estado de São Paulo, originários de créditos tributários e não tributários, objeto de parcelamentos administrativos ou judiciais, e a estruturação e implementação de operações que envolvam a emissão de valores mobiliários, tais como debêntures, de emissão pública ou privada, ou outra forma de obtenção de recursos junto ao mercado de capitais, lastreadas nos referidos direitos creditórios.<sup>601</sup>

A Companhia é registrada junto à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como Emissora de Valores Mobiliários na categoria B, na forma da Instrução CVM nº 480/2009<sup>602</sup>.

Assim, a CPSEC é uma Sociedade de Propósito Específico, cujas ações são majoritariamente do próprio Estado de São Paulo: mais especificamente, 3.349.000, das 3.350.000 ações. As demais 1.000 pertencem à Companhia Paulista de Parcerias (CPP)<sup>603</sup>, que também é uma sociedade por ações, de capital fechado, controlada pelo Estado de São Paulo, instituída pela Lei Estadual n.º 11.688, de 2004, e que pode, nos termos do art. 15, VIII, do referido diploma legal, “participar do capital de outras empresas controladas por ente público ou privado”.

A Lei n.º 13.723/2009 regulamenta o funcionamento da CPSEC, bem como a da atividade por ela realizada, quais sejam, a compra de direitos creditórios do Estado – sendo os Secretários de Fazenda, nos termos do Decreto Estadual n.º 60.975/2014, as autoridades

<sup>599</sup> ESTADO DE SÃO PAULO. **Lei nº 13.723, de 29 de setembro de 2009.** Autoriza o Poder Executivo a ceder, a título oneroso, os direitos creditórios originários de créditos tributários e não tributários, objeto de parcelamentos administrativos ou judiciais, na forma que especifica. São Paulo, 30 set. 2009. Disponível em: <https://www.al.sp.gov.br/repositorio/legislacao/lei/2009/lei-13723-29.09.2009.html>. Acesso em: 1 mar. 2019

<sup>600</sup> Regulamentação da lei, parcelamento e cessão de créditos pelos Decretos n.º 57.784/2012 e n.º 60.975/2014

<sup>601</sup> ESTADO DE SÃO PAULO. **Companhia Paulista de Securitização - Demonstrações Contábeis do Exercício encerrado em 31 de dezembro de 2018.** São Paulo: 29 mar 2019. Disponível em: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Documents/CPSEC/Balan%C3%A7o%202018.pdf>. Acesso em: 07 out 201<sup>9</sup>.

<sup>602</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 480, de 2009.** Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

<sup>603</sup> Artigo 8º da Lei n.º 13.723/2009 - Fica o Poder Executivo autorizado a constituir sociedade de propósito específico, sob a forma de sociedade por ações com a maioria absoluta do capital votante detida pelo Estado, vinculada à Secretaria da Fazenda, tendo por objeto social a estruturação e implementação de operações que envolvam a emissão e distribuição de valores mobiliários ou outra forma de obtenção de recursos junto ao mercado de capitais, lastreadas nos direitos creditórios a que se refere o artigo 1º desta lei. Parágrafo único - A sociedade de propósito específico a que se refere o *caput* deste artigo não poderá receber, do Estado, recursos financeiros para pagamento de despesas de pessoal ou de custeio em geral, a fim de não se caracterizar como empresa dependente do Tesouro, nos termos da Lei Complementar federal no 101, de 4 de maio de 2000.

competentes para representar o Estado de São Paulo na celebração dos instrumentos jurídicos destinados à formalização da cessão de créditos tributários à Companhia – e a emissão de debêntures – uma vez que foi autorizado ao Poder Executivo proceder à abertura do capital social da sociedade de propósito específico.<sup>604</sup>

Em suma, a legislação autorizou que a CPSEC adquira direitos creditórios, advindos especialmente dos débitos já inscritos em dívida ativa, confessados ou parcelados pelos contribuintes, permitindo ao Estado de São Paulo o recebimento antecipado dos débitos tributários, cuja cobrança é transferida para a empresa que adquiriu o direito creditório, a qual, por sua vez, repassa ao mercado financeiro o risco do não recebimento de tais créditos.

Em 18 de maio de 2015, na cidade de São Paulo/SP, a CPSEC – tendo como Coordenador Líder, o Banco Fator S. A.; como Coordenadores da Oferta, o Banco Fator S.A., o Banco Santander (Brasil) S.A., o Banco ABC Brasil S.A. e o Banco Caixa Geral - Brasil S.A; e como Agente Fiduciária, a Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. – emitiu<sup>605</sup> 74.000 (setenta e quatro mil) debêntures da 3ª emissão, com valor total unitário de R\$ 10.000,00 (dez mil reais), na data de emissão, no valor total de R\$ 740.000.000,00 (setecentos e quarenta milhões de reais).

A quantidade de debêntures da 3ª emissão inicialmente ofertada foi aumentada em 23,34% (vinte e três inteiros e trinta e quatro centésimos por cento), em função da emissão de 9.000 (nove mil) debêntures adicionais e de 5.000 (cinco mil) debêntures do lote suplementar.

De acordo com o prospecto definitivo da referida operação, as debêntures da 3ª emissão são da espécie com garantia real, nos termos do artigo 58 da Lei das Sociedades por Ações, emitidas de forma nominativa e escritural, sem emissão de cautelas e certificados, não

---

<sup>604</sup> “Artigo 9º da Lei n.º 13.723/2009 - Fica o Poder Executivo autorizado a proceder à abertura do capital social da sociedade de propósito específico mencionada no artigo 8º desta lei, de acordo com as normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários, desde que mantida, em caráter incondicional, a maioria absoluta do respectivo capital votante”.

<sup>605</sup> “A 3ª emissão foi aprovada por meio: (i) Assembleia Geral Extraordinária da Emissora, realizada em 14 de maio de 2015, cuja ata foi registrada na JUCESP, em 28 de maio de 2015, sob o nº 227.313/15-0, e publicada na Folha de São Paulo e no DOESP, em 21 de maio de 2015; e (ii) Reuniões do Conselho de Administração da Emissora realizadas em (a) 12 de maio de 2015, cuja ata foi registrada na JUCESP, em 28 de maio de 2015, sob o nº 227.312/15-6, e publicada na Folha de São Paulo e no DOESP, em 21 de maio de 2015; (b) 15 de junho de 2015, cuja ata foi registrada na JUCESP em 22 de junho de 2015, sob o nº 269.807/15-9 e publicada na Folha de São Paulo e no DOESP em 20 de junho de 2015; (c) 17 de junho de 2015, cuja ata foi registrada na JUCESP em 22 de junho de 2015, sob o nº 269.808/15-2, e publicada na Folha de São Paulo e no DOESP em 20 de junho de 2015; e (d) 22 de junho de 2015, cuja ata foi registrada na JUCESP em 26 de junho de 2015, sob o nº 274.997/15-0 e publicada na Folha de São Paulo e no DOESP em 24 de junho de 2015”.



sendo conversíveis em ações da emissora, não havendo, tampouco, qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os debenturistas da 3ª emissão.

A cada debênture da 3ª emissão cabe, conforme descrito na seção "Informações Relativas às Debêntures da 3ª Emissão e à Oferta - Assembleia Geral dos Debenturistas da 3ª Emissão" nas páginas 72 a 73 do Prospecto Definitivo da Operação, um voto nas deliberações da Assembleia Geral de debenturistas da 3ª emissão.

A oferta teve como público alvo “investidores qualificados residentes e domiciliados ou com sede no Brasil, compreendendo, (a) até a entrada em vigor do artigo 1º da Instrução CVM 554, instituições financeiras, pessoas naturais e jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente atestem por escrito sua condição de investidor qualificado, fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus próprios recursos, companhias seguradoras e sociedades e capitalização, entidades abertas e fechadas de previdência complementar e – regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios, ou (b) a partir da entrada em vigor do artigo 1º da Instrução CVM 554, instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN, companhias seguradoras e sociedades de capitalização, fundos de investimento, clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM, agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios, investidores não residentes, investidores profissionais, 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 da Instrução CVM 554, 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 clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados”<sup>606</sup>.

---

<sup>606</sup> ESTADO DE SÃO PAULO. **Companhia Paulista de Securitização** - Prospecto da Operação. São Paulo: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Paginas/CPSEC/CPSEC.aspx>, Acesso em 01 jane 2019, pp. 73-74.

Outrossim, a proposta ressaltou a inadequação do investimento aos “Investidores que: (i) necessitem de liquidez com relação aos títulos adquiridos, uma vez que a negociação de debêntures no mercado secundário brasileiro é restrita; e/ou (ii) não estejam dispostos a correr risco de crédito relacionado à emissora”<sup>607</sup>.

As debêntures da 3ª emissão foram objeto de distribuição pública sob o regime de garantia firme de colocação para 60.000 (sessenta mil) debêntures da 3ª emissão, perfazendo o montante de R\$ 600.000.000,00 (seiscentos milhões de reais), com intermediação dos coordenadores, nos termos do “Contrato de Distribuição Pública, da 3ª (terceira) Emissão de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, da Espécie com Garantia Real, em Série Única, da Companhia Paulista de Securitização, conduzida Sob o Regime de Garantia Firme de Colocação”, celebrado entre a emissora e os coordenadores em 21 de maio de 2015.<sup>608</sup>

O Prospecto previu a colocação das debêntures da 3ª emissão utilizando-se o procedimento previsto no parágrafo 3º do artigo 33 da Instrução CVM 400, ou seja, assegurando-se: (i) que o tratamento conferido aos investidores seja justo e equitativo; (ii) a adequação do investimento ao perfil de risco do público alvo da oferta; e (iii) que os representantes de venda das instituições participantes do consórcio de distribuição recebam previamente exemplar dos prospectos preliminar e definitivo, incluindo, por referência, o formulário de referência da emissora, com informações sobre a emissora e sobre a oferta, nos termos da Instrução CVM 400, para leitura obrigatória, e que suas dúvidas possam ser esclarecidas por pessoa designada pelo coordenador líder, nos termos do parágrafo 3º do artigo 33 da Instrução CVM 400.

O Prospecto enumerou os riscos da oferta<sup>609</sup>, alertando os interessados quanto à possibilidade de vencimento antecipado (automático ou não) das obrigações da emissora com relação às debêntures da 3ª emissão, consignando a inexistência de garantia de que a emissora iria dispor de recursos suficientes para fazer face ao pagamento das debêntures. Além disso, também ressaltou que o eventual rebaixamento na classificação de risco das debêntures da 3ª emissão poderia acarretar redução de liquidez destas para negociação no mercado secundário; alertou que eventual conflito de interesses que o agente fiduciário da 3ª emissão poderia enfrentar na condição concomitante de representante da comunhão de debenturistas da 1ª

---

<sup>607</sup>Idem, p. 74.

<sup>608</sup>Idem, p. 74.

<sup>609</sup>Idem, p. 118-120.

emissão, debenturistas da 2ª emissão e debenturistas da 3ª emissão, poderia impactar negativamente o recebimento de recursos pelos debenturistas da 3ª emissão; destacou que a baixa liquidez do mercado secundário brasileiro de debêntures poderia dificultar o desinvestimento nas debêntures da 3ª emissão por seus titulares; indicou a possibilidade de não validação da estipulação da Taxa DI em caso de cobrança judicial das debêntures da 3ª emissão, em especial em razão da Súmula 176, do STJ<sup>610</sup>; lembrou a possibilidade de amortização antecipada das debêntures da 3ª emissão, descritas na seção "Eventos de Amortização Antecipada"; ressaltou que a participação de Pessoas Vinculadas no Procedimento de *Bookbuilding* e na oferta pode ter tido um efeito adverso na definição da taxa de remuneração final das debêntures da 3ª emissão e poderia também ocasionar efeitos negativos sobre a liquidez das mesmas no mercado secundário; consignou expressamente que as debêntures da 3ª emissão não contam com a garantia do Estado, dos Bancos Arrecadadores, do Banco Centralizador, dos Coordenadores, do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) ou de qualquer outro mecanismo de seguro<sup>611</sup>.

Outrossim, o Prospecto enumerou os riscos relativos aos direitos creditórios e ao processo de securitização do PEP e do PPI<sup>612</sup>, destacando que a emissora tem por objeto social a aquisição de direitos creditórios de titularidade do Estado, originários de créditos tributários e não tributários, compreendendo, atualmente, os direitos creditórios do PPI e os direitos creditórios do PEP.

Esclareceu que os direitos creditórios do PPI, bem como a conta de recebimento PPI foram cedidos fiduciariamente em garantia ao pagamento das debêntures da 1ª emissão por meio do Contrato de Cessão Fiduciária do PPI; e os direitos creditórios do PEP, a conta de recebimento PEP, e a conta de excedente PPI foram cedidos fiduciariamente em garantia ao pagamento das debêntures da 1ª emissão e das debêntures da 3ª emissão por meio do Contrato de Cessão Fiduciária do PEP. Tendo em vista a subordinação dos pagamentos, os recursos da conta de recebimento PEP somente seriam utilizados para pagamentos das obrigações perante os debenturistas da 3ª emissão se: (i) a emissora se encontrasse adimplente no cumprimento de todas as suas obrigações previstas na escritura da 1ª emissão, e no Contrato de Cessão Fiduciária do PEP; e, cumulativamente, nenhum evento de avaliação, e/ou evento de

<sup>610</sup> A Súmula nº 176 editada pelo Superior Tribunal de Justiça - STJ enuncia que é nula a cláusula que sujeita o devedor ao pagamento de juros de acordo com a Taxa DI.

<sup>611</sup> ESTADO DE SÃO PAULO. **Companhia Paulista de Securitização** - Prospecto da Operação. São Paulo: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Paginas/CPSEC/CPSEC.aspx>, Acesso em 01 jane 2019. pp. 118-120. p. 123.

<sup>612</sup> Idem.

amortização antecipada e/ou evento de vencimento antecipado nos termos dos referidos documentos estivesse em curso; e (ii) houvesse recursos que excedessem o saldo devedor das debêntures da 1ª emissão. Alertou, dessa forma, que nas hipóteses descritas, a conta de recebimento PEP poderia não dispor de recursos suficientes para o cumprimento das obrigações da emissora. À mesma situação estariam sujeitos os direitos creditórios do PPI. Consignou, assim, que os procedimentos que amparam a realização dos negócios jurídicos vinculados, direta e indiretamente, à Emissão das debêntures da 3ª emissão encontram-se consubstanciados em legislação, sendo que eventuais alterações nos respectivos atos normativos poderiam afetar, negativamente, a solvência dos direitos creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI.

Também, ressaltou que a cessão pelo Estado à emissora dos direitos Creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI **foi realizada sem coobrigação, garantia de cumprimento ou direito de regresso contra o Estado. O Estado não responde pela solvência dos contribuintes, nem assegura ou, por qualquer forma, se responsabiliza pela liquidação dos direitos creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI.** Outrossim, lembrou que, nos termos da legislação vigente e da Lei Autorizativa, **a cobrança administrativa e judicial dos direitos creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI seria de responsabilidade do Estado, por meio da Secretaria da Fazenda e da Procuradoria Geral do Estado,** no âmbito de suas respectivas competências. A emissora não goza das garantias e privilégios da Fazenda Pública e, desta forma, não poderia cobrar diretamente os direitos creditórios. Além disso, os contribuintes poderiam questionar a legitimidade da emissora para cobrar diretamente e em nome próprio os direitos creditórios do PEP e/ou os direitos creditórios do PPI, caso a emissora viesse a realizar qualquer procedimento neste sentido. Caso o Estado não realizasse ou não obtivesse sucesso na cobrança administrativa e judicial ou ainda, caso não efetuasse o repasse dos valores assim cobrados à emissora, a solvência da mesma e sua capacidade econômico-financeira para honrar suas obrigações pecuniárias relativas às debêntures da 3ª emissão poderiam ser afetadas negativamente.

O Prospecto alertou, ainda, que **o Estado ficou obrigado a indenizar a emissora, exclusivamente pelo valor que a mesma deixou de receber por conta dos direitos**

**creditórios do PPI e dos direitos creditórios do PEP cedidos, caso ocorram quaisquer dos seguintes eventos:**

“(a) extinção total ou parcial do direito creditório do PEP ou do direito creditório do PPI em razão de compensação, liquidação com utilização de crédito acumulado de ICMS ou dação em pagamento; (b) em decorrência da responsabilidade imputada ao cedente pela existência do crédito, nos termos do artigo 295 do Código Civil Brasileiro, observado disposto no Contrato de Cessão do PPI e no Contrato de Cessão do PEP; (c) concessão de anistia e/ou remissão, que tenha por objeto a extinção total ou parcial dos direitos creditórios do PPI ou dos direitos creditórios do PEP ou ainda celebração de transação, com extinção total ou parcial dos direitos creditórios do PPI ou dos direitos creditórios do PEP; (d) ausência da incidência de acréscimos financeiros devidos à emissora nos termos do Contrato de Cessão do PEP, nas parcelas vencidas dos parcelamentos do PEP e dos parcelamentos do PEP rompido, constatada no relatório especial previsto no item 8.15 do Contrato de Cessão do PEP; (e) eventual diferença do valor dos direitos creditórios do PEP entre o fechamento do dia 28 de novembro 2014 e a data da efetivação da cessão dos direitos creditórios do PEP nos termos do Contrato de Cessão do PEP que não sejam recebidos pela Emissora; ou (f) não transferência de direitos creditórios do PEP à emissora, em razão da necessidade de adequação dos sistemas pelo banco centralizador, conforme o disposto na Resolução SF/97, de 18 de dezembro de 2014”<sup>613</sup>.

Concluiu, assim, que na hipótese de o Estado não cumprir com a obrigação de indenizar a emissora nos casos previstos, ou caso houvesse necessidade de recorrer ao Poder Judiciário para tanto, a capacidade econômico-financeira da emissora para honrar suas obrigações pecuniárias, relativas às debêntures da 3ª emissão, poderiam ser afetadas negativamente. Também, destacou que o pagamento, pelo Estado, em moeda corrente nacional, dos valores devidos à emissora em razão da ocorrência de um evento de indenização e/ou em razão do descumprimento de qualquer outra obrigação específica assumida pelo Estado poderia ser prejudicado caso se verificasse a necessidade de existência de previsão orçamentária específica para a sua realização<sup>614</sup>.

Salientou, também, que a emissora poderia, a qualquer tempo, após quitadas as debêntures da 1ª emissão, amortizar ou resgatar as debêntures da 2ª série da 2ª emissão mediante a dação em pagamento de direitos creditórios do PEP decorrentes de parcelamentos do PEP rompidos dos quais não tenha recebido pagamento durante os 12 (doze) meses subsequentes à data de rompimento. Desta forma, a emissora poderia honrar as obrigações perante os debenturistas da 2ª série da 2ª emissão com direitos creditórios do PEP decorrentes

---

<sup>613</sup> Idem, p. 125.

<sup>614</sup> Idem, p. 125.

de parcelamentos cujo pagamento poderiam não ser pagos pelos contribuintes, em prejuízo ao fluxo de pagamento das debêntures da 3ª emissão<sup>615</sup>.

Relembrou que os contribuintes poderiam efetuar o pagamento dos direitos creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI por meio dos procedimentos de compensação de tributos previstos no Decreto Estadual nº 53.671, de 10 de novembro de 2008; outrossim, advertiu que os parcelamentos poderiam ser rompidos, com base em legislação específica, comprometendo a solvência da emissora, em ambos os casos<sup>616</sup>.

Advertiu que “a manutenção da boa ordem administrativa, legal e operacional do Processo de Securitização do PEP e do PPI encontra-se diretamente vinculada ao cumprimento, pelos signatários dos documentos da operação, de suas respectivas obrigações lá estabelecidas. Não há nenhuma garantia de que os signatários dos documentos da operação cumprirão com suas respectivas obrigações ou mesmo não contestarão, judicial ou administrativamente, a legalidade e/ou o caráter vinculativo das avenças contidas nos referidos instrumentos jurídicos. O descumprimento pelos signatários dos documentos da operação de suas respectivas obrigações, em conjunto ou separadamente, poderá afetar, negativamente, a solvência da Emissora”<sup>617</sup>

Destacou, ainda, que a exequibilidade das debêntures da 3ª emissão e/ou dos demais documentos da operação poderia ser limitada, com efeitos adversos aos debenturistas da 3ª emissão, por força de “(i) disposições da legislação especial, incluindo a falimentar, que afete os direitos dos debenturistas da 3ª emissão; (ii) possível indisponibilidade de execução específica, tutela antecipada, procedimentos executivos ou outros recursos processuais assemelhados; e (iii) conceitos de onerosidade excessiva, desequilíbrio contratual, razoabilidade, função social do contrato e boa-fé”.<sup>618</sup>

O Prospecto destacou, ainda, os riscos operacionais, merecendo menção a indicação de que a emissora não se encontrava obrigada a promover o reforço da garantia real, mesmo na hipótese de os direitos creditórios ali onerados encontrarem-se inadimplentes, deixarem, por qualquer motivo, de ser exigíveis, serem objeto de eventos de indenização ou tornarem-se insuficientes, inábeis, impróprios ou imprestáveis ao fim a que se destinam, sem prejuízo da

---

<sup>615</sup>Idem, p. 126.

<sup>616</sup>Idem, p. 128.

<sup>617</sup>Idem, p. 128.

<sup>618</sup> Idem, p. 129.

prerrogativa da emissora em proceder voluntariamente ao reforço da garantia real. Outrossim, destacou que o Estado, nos termos do Contrato de Cessão do PPI e do Contrato de Cessão do PEP, realizou a cessão dos direitos creditórios sem qualquer coobrigação ou responsabilidade pela solvência dos contribuintes.<sup>619</sup>

Por fim, o Prospecto consignou os riscos relacionados ao Estado e à economia, ressaltando, quanto ao primeiro, a regra geral que orienta que na falta de cumprimento, pelo Estado, de qualquer de suas obrigações pecuniárias avençadas nos contratos de financiamento relevantes, poderia o respectivo beneficiário (credor) insurgir-se contra a transferência dos direitos creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI para a emissora e ingressar com medidas judiciais buscando provimento específico para que os pagamentos dos direitos creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI se sujeitassem aos procedimentos de vinculação geral de receitas lá previstos. Também, advertiu que o direito ao recebimento do fluxo financeiro oriundo dos direitos creditórios do PEP e dos direitos creditórios do PPI cedidos à emissora poderia ser objeto de contestação judicial, extrajudicial ou administrativa, por parte dos respectivos contribuintes e/ou quaisquer terceiros e, por fim, que caso o Estado concedesse ao contribuinte dilatações de prazo ou condições mais vantajosas para o pagamento de direitos creditórios do PPI por esses devidos que resultem no alongamento do perfil de pagamento dos direitos creditórios do PPI de titularidade da emissora, o pagamento dos debêntures poderia ser negativamente afetado. Quanto aos riscos associados à economia, destacou a inflação<sup>620</sup>.

A crítica que se faz à tentativa<sup>621</sup> de securitização realizada pelo Estado de São Paulo é que, na prática, ele alienaria seus “direitos creditórios” à CPSEC com deságio, em tese, de até 50% (cinquenta por cento) do valor que teria a receber pela dívida. A companhia, com a titularidade dos direitos creditórios do Estado, emitiria debêntures de duas espécies, atendendo a uma classificação dos créditos cedidos: debêntures sênior – que corresponderiam a créditos bons, decorrentes parcelamentos ou confissões de dívidas de contribuintes com histórico de adimplência, que seriam repassadas ao mercado financeiro, sem publicidade, para garantir que determinado grupo de investidores viesse a as adquirir; e debêntures subordinadas, que corresponderiam a créditos ruins, com altos índices de inadimplência, e que

---

<sup>619</sup>Idem, p. 132.

<sup>620</sup>Idem, 133.

<sup>621</sup>Diz-se tentativa, porque a assunção integral do risco da operação pelo Estado desnatura o próprio instituto, cujo objetivo é justamente o compartilhamento do risco.



são emitidas em favor do próprio Estado, que recebe novamente o crédito recusado pelo mercado financeiro e que deixa, assim, de ser negociado.

Dessa forma o Estado estaria, em tese, antecipando, com significativo deságio, o recebimento de receitas que ingressariam sem maiores dificuldades no Caixa do Tesouro (crédito tributário bom), tendo o ônus, ainda, de garantir, porquanto é acionista majoritário da CPSEC, o resgate do título no seu vencimento e o pagamento dos juros aos investidores, assumindo a integralidade dos riscos da operação. E, pelos créditos tributários “ruins”, o Estado não receberia nada, uma vez que tais títulos são recusados pelo mercado financeiro e sequer negociados com os investidores.

Pelo modelo de negócio estabelecido, tem-se que o Estado cede, em verdade, o “direito creditório”, e não o próprio crédito tributário. Assim, o ente federado permanece como titular da dívida e, conseqüentemente, como o único legitimado a cobrá-la. Disso decorreria a necessidade de manutenção da estrutura administrativa pública, com gastos relacionados aos agentes públicos, qualificados e especializados, em especial da Procuradoria Geral do Estado, para cobrar os créditos tributários cujos direitos já teriam sido cedidos à Companhia.

## CONCLUSÃO

Não há como desconectar o direito financeiro do contexto histórico. Os avanços tecnológicos e de comunicação, presentes no denominado “paradigma da informação”, auxiliam ou (i) na criação de novos instrumentos financeiros ou (ii) na materialização de novos negócios jurídicos, os quais passam a ser utilizados pelos agentes econômicos. A nova economia - informacional, global e em rede - não possui fronteiras e circula por meio do espaço de fluxos, os quais são, por sua vez, moldados de forma cibernética, caracterizados por serem constantes e imediatos, o que altera, sem dúvida, o dia a dia, das relações de produção e o próprio capital, bem como suas interações, como os próprios Estados.

A securitização, em sentido estrito, nasceu, nas décadas de 1960-1970, como uma alternativa para o Estado estadunidense aumentar as denominadas “linhas de crédito” relacionadas à política habitacional. Surgiu, portanto, como um instrumento de crédito, com o fim de fomentar políticas públicas (no caso, de acesso à moradia). Contudo, o instrumento cresceu, ganhou corpo com o processo de financeirização, o qual, diga-se de passagem, elegeu a securitização como o principal mecanismo. E por que agiu desta forma? Porque a securitização é um instrumento mais ágil e, a longo prazo, com o custo mais reduzido do que os típicos contratos de crédito. E mais: refere-se a um instrumento no qual o risco do negócio jurídico é diluído entre vários agentes. Trata-se da noção do “*managed money*”. Ou seja: o próprio capital atentou-se que administrar o dinheiro custa e custa caro.

Vários atrativos envolvem a securitização em sentido estrito. Quando o cedente (originador do ativo subjacente) não estiver atrelado às garantias, a securitização representa a “geração própria de antecipação de receita”. Isto é: o próprio originador do *pool* de ativos subjacentes, em uma técnica de transformação de obrigações em *res*, passa ter acesso imediato à liquidez (a qual poderia estar diferida ao longo do tempo), o que é possível graças a emissão de valores mobiliários (mediante o deságio). A obtenção imediata de receita representa liquidez, o que, por sua vez, permite (i) o uso da carteira de créditos, eis que os canais estão livres, (ii) o início de novas iniciativas, ou mesmo (iii) a diminuição de débitos pré-existentes. Como é o cedente que coordena a securitização, por meio de um Veículo de Propósito Específico (VPE), ele determina o custo da operação e as formas de distribuição de risco (a qual poderá ser repassada para os investidores). Trata-se de um “dinheiro” mais

barato, eis que não há mais a figura do agente intermediador (o agente deficitário e o superavitário encontram-se no mercado de capitais, ou seja, há o abandono da técnica da intermediação financeira).

Além disso, o instrumento da securitização representa uma melhoria das relações de balanço. Concerne à chamada técnica “*off-balance sheet*”, eis que é retirado do balanço de uma empresa uma massa de direitos creditórios que passa a ser substituído pelo preço pago pela cessão. Como não há ativos futuros, não há risco, já que os valores foram imediatamente absorvidos pela pessoa jurídica, em que pese o deságio. Quando uma empresa utiliza-se da securitização, os investidores olham apenas para o futuro fluxo monetário securitizado que esperam vir a receber, eis que há a separação do originador cedente em relação ao ativo. Logo, não importa a saúde financeira de quem disponibiliza os créditos.

Outro ponto positivo da securitização refere-se à gestão do risco. Ora, por meio da operação de securitização, a pessoa interessada extrai do seu balanço e lança para o mercado o risco inerente à carteira cedida. Trata-se de uma medida para reduzir as desvantagens da concentração de crédito. Isto porque o ônus de eventual inadimplemento é retirado de uma única pessoa jurídica. Eis daí a principal vantagem para as instituições financeiras bancárias: no modelo da intermediação financeira clássica – *Originate-to-Hold* (OTH) –, a instituição financeira deve ter recursos de forma a garantir os empréstimos, no caso dos agentes superavitários pleitearem os saques (os depósitos); na securitização, modelo *Originate-to-Distribute* (OTD), a perda das instituições financeiras é mínima, eis que a circulação de recursos é elevada.

Mas, não é só. A securitização, em sentido estrito, permite a avaliação dos direitos creditórios negociados, prevendo-se o fluxo de caixa a ser por eles gerados. Diga-se de passagem, se o crédito “for de boa qualidade”, haverá compra. Daí a importância das agências, eis que são responsáveis pela classificação dos riscos (agências de *rating*).

Já, do ponto de vista do investidor, a securitização também é positiva. São várias as razões. Em primeiro lugar está a desvinculação do investimento com o risco empresarial, o que, por exemplo, protege o investidor em relação a possível ausência de liquidez da empresa cedente ou mesmo diante de caso de recuperação judicial ou falência da empresa originadora (tal situação é mais vantajosa do que a simples compra de um valor mobiliário, o que faria do investidor um acionista do originador ou da pessoa jurídica presente no mercado de capitais).

Além disso, a securitização permite a criação de mecanismos de cobrança dos créditos/recebíveis com a possibilidade de constituição de garantias necessárias e suficientes para proporcionar aos investidores a segurança de que haverá recursos suficientes para atender os pagamentos devidos. Outro ponto é a transparência, eis que garante ao investidor a possibilidade de compreender e analisar o crédito que está adquirindo.

Mas, e para o Estado, particularmente o Estado brasileiro, há ou não a sua recepção pelo direito financeiro? Em especial: é possível alienar direitos tributários creditórios? E mais: quais os impactos para o Federalismo Fiscal? Ou melhor, voltando as hipóteses indicadas na introdução: “(i) em primeiro lugar, é possível a securitização do fluxo de recebíveis tributários no Estado Brasileiro?”; (ii) em segundo lugar, “a participação da União, no controle da securitização de recebíveis tributários dos Estados-membros, pode representar um mecanismo para evitar uma possível socialização da gestão fiscal irresponsável?”

Antes, contudo, uma observação deverá ser realizada. O instrumento jurídico da securitização, no âmbito do direito público, diferente do âmbito privado, deve ser regulado (princípio da legalidade), mediante lei complementar, conforme determinam os artigos 163, inciso I e 165, parágrafo 9º, inciso II, ambos da Constituição Federal de 1988 (eis que cuida, basicamente, da receita pública e de seu regime, em especial, ao tratar de receitas advindas de operações de crédito). A competência para ditar normas gerais é da União Federal (legislação nacional), com fundamento no artigo 24, inciso I também do texto Constitucional.

Mas, não é só. A viabilidade jurídica da sua recepção deve ser estudada pelo tripé (e aqui remete-se à tabela exposta na introdução): (i) *pool* de ativos subjacentes a serem alienados (e os impactos em relação ao Federalismo devem ser destacados tanto em relação à autonomia orçamentária como no que diz respeito às transferências constitucionais)<sup>622</sup>; (b) veículo de propósito específico (VPE) e a necessidade de planejamento (o que decorre da natureza jurídica da operação)<sup>623</sup> e (c) análise de riscos e garantias<sup>624</sup>. A partir da análise conjunta dos três pilares é possível responder as hipóteses propostas.

As respostas serão tecidas a partir da análise jurídica envolvendo o VPE.

Um ponto preocupante da crise das *subprimes* foi a formação do “*shadow banking system*”, ou seja, sistema financeiro paralelo, sem regulamentação. Logo, é certo que ponto preocupante refere-se às VPEs estatais. Se todos os Estados da Federação resolverem

<sup>622</sup> Refere-se aos elementos “natureza jurídica e ativo subjacente” da tabela constante na Introdução.

<sup>623</sup> Diz respeito ao elemento “veículo de propósito específico” da tabela elaborada na Introdução.

<sup>624</sup> Relaciona-se ao elemento “distribuição de risco e controle” da tabela elaborada na Introdução.

securitizar, são 27 novas companhias securitizadoras emitindo títulos no mercado de capitais nacional. Se todas as capitais também entenderem como uma conduta adequada, são 54 novas companhias securitizadoras (conjunto dos Municípios com os Estados-membros). Sem contar, ainda, com a emissão pelos demais municípios (no total, 5.500).

O VPE, no âmbito do Estado, só poderá ter o formato de sociedade de economia mista – artigo 2º conjugado com o artigo 11, inciso I, ambos da Lei nº 13.303/2016, como tratado no item 3.1. O VPE deverá obter a autorização legislativa específica (artigo 37, inciso XIX da CF e artigo 2º, parágrafo primeiro da Lei 13.303/2016), materializada via lei ordinária, na qual deverão estar descritos, além do seu objeto de atuação (securitização), a indicação do interesse coletivo a ser buscado.

É importante esclarecer que o instrumento jurídico da securitização está intimamente relacionada ao mercado de crédito, típico de operação privada. Sendo assim, para o Estado exercer atividade econômica em sentido estrito, nos termos do artigo 173, *caput* da Constituição Federal, o ente subnacional deverá indicar um interesse coletivo a ser materializado. Referido interesse coletivo poderá estar relacionado à função social da sociedade de economia mista, regulada pelo artigo 27 da Lei nº 13.303/2016 (os quais podem ser, por exemplo, o bem-estar econômico e a alocação socialmente eficiente dos recursos). Logo, a não indicação do interesse coletivo, macula toda a operação.

Conclui-se, desta forma, como possível a criação de um VPE, na qualidade de uma sociedade de economia mista, a qual dependerá da indicação de um interesse coletivo a ser buscado. Referido interesse coletivo corresponde a um conceito político, o qual estará materializado em lei ordinária. Mas aqui reside um ponto fundamental: a ligação entre o interesse coletivo (alocação socialmente eficiente de recursos, por exemplo) e o ativo subjacente a ser securitizado. A ponte que fará a ligação entre os dois temas é, sem dúvida, o planejamento.

Insiste-se que o ente da Federação que optar pela securitização, por força do artigo 174 da Constituição Federal, deverá incluir a operação em seu planejamento, além, é claro, de indicar todos os possíveis impactos positivos e negativos da atuação do VPE. Em miúdos: se não houver compatibilização da atuação do VPE com o planejamento financeiro, a operação será ilícita, eis o descumprimento de regras claras da Constituição Federal e da Legislação Infraconstitucional. Mesmo porque, como anteriormente mencionado, o VPE deve estar

associado ou ao bem-estar econômico ou mesma a alocação socialmente eficiente de recursos (o que pode ser materializado pelo conceito de sustentabilidade orçamentária), o que afasta eventual caráter especulativo que envolve a securitização (o que foi descrito ao longo do capítulo 01).

A securitização deverá ser mencionada na LPP - Lei do Plano Plurianual (artigo 165, inciso I da CF) de cada unidade federada, eis que deverá restar claro tanto o interesse coletivo a ser perseguido pelo Estado, bem como o que será realizado com os recursos auferidos pela operação, eis que a Carta é clara ao determinar que: “a lei que instituir o plano plurianual estabelecerá, de forma regionalizada, as diretrizes, objetivos e metas da administração pública federal para as despesas de capital e outras delas decorrentes (...)”. O destino das receitas auferidas na operação deverá estar delimitado em respeito, inclusive, aos artigos 167, inciso III da Constituição Federal e 44 da Lei de Responsabilidade Fiscal.

A securitização também deverá estar descrita na LDO - Lei de Diretrizes Orçamentárias (artigo 165, inciso II da CF). De diferentes formas, contudo. A primeira relaciona-se às receitas públicas. Explica-se.

A LDO deverá descrever não só a previsão da receita pública - a qual deverá englobar a dívida ativa e os valores em parcelamento - mas, também, as Metas de Arrecadação (artigo 4º, parágrafo 1º da LRF). Há ainda, por parte da LDO, cuidado com os riscos de baixa arrecadação, os quais deverão estar delimitados no Anexo de Riscos Fiscais (artigo 4º, parágrafo 2º). Ora, o *pool* de ativo subjacente a ser securitizado refere-se, justamente, aos créditos da dívida ativa e aos valores parcelados. Logo, a partir da análise, será possível ao Administrador Público verificar o impacto desta operação no que diz respeito à arrecadação e a execução orçamentária.

No tocante, ainda, à receita pública, a LDO deverá deixar claro também qual é a parcela do “produto de arrecadação”, em respeito a transferência constitucional obrigatória prevista no artigo 158, incisos III e IV da CF/1988, de que os Municípios possuem direito em relação à arrecadação do ICMS e do IPVA relacionados à dívida ativa e aos valores em parcelamento. Vale lembrar que tal separação deve ser realizada porque os Municípios possuem direito ao recebimento de tais valores, os quais, em caso de securitização, por opção dos Estados-membros, são arrecadados e alienados para os investidores, mediante Sociedade de Economia Mista que emite debêntures no mercado de capitais. A não separação dos valores poderá acarretar a nulidade da operação ou mesmo a responsabilização dos Estados, ante a

violação do pacto federativo.

Seguindo o raciocínio descrito na LPP, a LDO também deverá delimitar o destino dos recursos obtidos com a operação, por força do artigo 165, inciso II, parágrafo 2º da Constituição Federal de 1988.

Outro cuidado que a LDO deverá tomar em relação à securitização diz respeito ao patrimônio do Estado. Ao longo da LDO deverá estar descrita a avaliação do patrimônio líquido do ente da Federação (artigo 4º, parágrafo 2º, inciso III da LRF), eis que tal documento demonstra a sua capacidade de endividamento – tal dado é importante porque o modelo de securitização adotado no Brasil corresponde a uma operação de crédito (artigo 29, inciso III e 32, ambos da LRF). Referida análise permitirá, inclusive, o respeito aos limites de endividamento definidos pelo Senado, nos termos do artigo 52, incisos VI e VII e VIII da Constituição Federal – o que trará consequências no âmbito do controle da operação.

Por fim, em relação à LDO, a securitização deverá ser tratada no âmbito do endividamento. Todavia, tal tema será a seguir abordado.

Não se pode esquecer o último instrumento de planejamento financeiro. Trata-se da Lei Orçamentária Anual. Ao longo da Lei Orçamentária (artigo 165, inciso III da CF), dados específicos a respeito da arrecadação e custo da operação deverão estar claros por meio, em especial, do Relatório Resumido da Execução Orçamentária (artigo 165, parágrafo 3º da CF conjugado com o artigo 52 da LRF).

Não há dúvidas de que o prospecto da operação de securitização a ser realizada pelo Estado-membro deverá conter todas as informações acima, ou seja, deverá levar ao público investidor as informações de forma detalhada. Nota-se, portanto, que o prospecto, documento responsável por nortear os investidores, é o instrumento apto a relacionar e a equacionar os interesses públicos (materializado no interesse coletivo a ser alcançado pela companhia securitizadora) e privados envolvidos. Por meio do referido documento, o princípio da transparência será respeitado, eis que o controle social poderá ser realizado, além, é claro do controle administrativo (Tribunal de Contas), político (Senado, Assembleias Legislativas e Câmara de Vereadores) e judicial.

E mais: não há dúvida de que o conjunto das leis acima representa uma barreira contra as intenções meramente especulativas. Isto porque retira a operação da securitização de um contexto puro de financeirização e a insere em um contexto de sustentabilidade orçamentária,



materializada pelas técnicas de planejamento, o qual, na Constituição Federal de 1988, é realizado via leis orçamentárias.

Uma vez vencida o VPE e a necessidade de planejamento, o segundo ponto a ser analisado é o *pool* de ativos subjacentes a serem disponibilizados no mercado de capitais. A regulação financeira existente no Brasil – diga-se, prudencial – exige transparência em relação aos créditos securitizados. Há a necessidade de indicar cada um, bem como a perspectiva de adimplemento ou não (aqui, novamente, destaca-se a importância da Lei de Diretrizes Orçamentárias).

Pelo estudo apresentado, nota-se que a União Federal passou a ter gerência e conhecimento da sua dívida ativa apenas nos últimos 10 (dez) anos. Desta forma, questiona-se: qual é o conhecimento, o mapeamento, a transparência, e as técnicas de gestão e administração que envolvem a dívida ativa e os Estados-membros? Há inúmeros casos de renúncias fiscais, ou de execuções paradas perante o Poder Judiciário. Os Estados-membros destacam a ausência ou a insuficiência de recursos para a cobrança. Mas, questiona-se: será que os Estados-membros possuem planejamento a respeito da receita pública? Será que possuem o *rating* da dívida ativa? Será que as Procuradorias possuem técnicas e objetivos de cobrança? Qual é o custo da estrutura administrativa para a cobrança de tais ativos? Quanto cada Estado-membro tem efetivamente a responder? Destaca-se: a opacidade do ativo subjacente foi uma das causas da crise das *subprimes*. A ausência de mecanismos claros de controle podem levar ao mesmo destino.

A transparência é fundamental para a securitização. E aqui a Lei de Responsabilidade Fiscal representa um instrumento jurídico essencial para a validade da operação no mercado de capitais. Vale salientar, ainda, que não se trata uma mera publicação de dados. A Lei de Responsabilidade Fiscal, tanto por meio do cálculo da estimativa da Receita Pública para um determinado exercício financeiro (artigo 12 da LRF), a qual deverá abarcar 5 (cinco) exercícios financeiros (evolução nos últimos três anos e projeções para os próximos dois), como pelo Anexo de Metas (artigo 4º da LRF), garante um roteiro completo para os prospectos da operação de forma a esclarecer qualquer dúvida a respeito dos créditos a serem securitizados. É vital a importância da descrição da dívida ativa (artigo 13 da LFR), bem como do parcelamento.

É certo afirmar, neste ponto, que o regime contábil de caixa, adotado para a receita pública, no âmbito da Lei de nº 4320/64 pouco ajuda. Isto porque a receita é contabilizada

apenas quando ingressa. A formatação do regime de competência (ao mesmo tempo que aumentaria a capacidade de endividamento dos Estados-membros), tornaria o sistema mais exato (ainda mais com os avanços tecnológicos e de informações).

A crise das *subprimes*, como já mencionado, encontrou sua principal razão, justamente, na baixa qualidade do ativo subjacente, em uma economia marcada pela estagnação. Quem informará os dados do *pool* de ativos é o próprio ente da Federação (o que reforça ainda mais o papel, por exemplo, dos Tribunais de Contas no controle de tais operações). O mercado vai acolher ou não o parecer (haverá, portanto, um controle social). É importante salientar que, independente da compra ou não por investidores, os Estados-membros, caso queiram securitizar, serão “obrigados” a ter uma nova abordagem no tocante à gestão da dívida ativa e ao controle do parcelamento.

Mas, o que, de fato será alienado ou onerado por meio da securitização? Ora, definitivamente, não se trata de receita corrente. Não é o fluxo da receita tributária que compõe a receita corrente e registrada por meio dos balanços orçamentários e financeiro. Trata-se dos valores recebidos pela alienação (cessão pro soluto) ou oneração (cessão pro solvendo) de um ativo não circulante (decorrente de um fato gerador passado), descrito no balanço patrimonial. E qual é o referido ativo? Trata-se da dívida ativa, ou seja, de uma parcela menor, parcial do fluxo contínuo de recursos auferidos pelo Estado. Tais recursos, em verdade, são reafetados (mediante lei ordinária) e assumem a qualidade de patrimônio e, quando da sua alienação ou oneração passam a gerar receita de capital. Esta receita de capital, por sua vez, poderá ser utilizada em prol do interesse coletivo indicado no Estatuto Social da Companhia Securitizadora.

A questão da natureza jurídica é outro ponto a ser abordado. Como já demonstrado, se houvesse a alienação do fluxo financeiro para a Sociedade de Economia Mista, a título pro soluto, ou seja, sem qualquer garantia do ente da Federação, não haveria operação de crédito. Poderia se falar em antecipação de receita (não como nos moldes do artigo 38 da LRF, mas em caráter amplo). Contudo, como há apenas a alienação ou melhor a oneração do fluxo, na qualidade pro solvendo, a securitização, no âmbito público, enquadra-se como uma operação de crédito. Isto porque todos os elementos da operação de crédito estão presentes, tais como recursos de terceiro; remuneração financeira e período de tempo. E mais: como visto no

âmbito privado, a securitização corresponde a um negócio fiduciário (incidência do artigo 32 da Lei de Responsabilidade Fiscal).

Seja pela cessão pro solvendo ou pelas debêntures subordinadas (os Estados-membros são obrigadas a comprá-las de forma que os investidores seniores recebam o contratado), os Estados-membros assumem o risco da operação, o que desvirtua o instrumento em si (*managed money*). A divisão das debêntures em *tranches* foi uma saída do próprio mercado para que determinados investimentos fossem mais seguros do que outros (os mais seguros receberiam menores contrapartidas, os mais arriscados, maiores). Contudo, questiona-se, inclusive, a razão da necessidade de garantia. Isto porque os créditos tributários, diferentes das obrigações privadas, não decorrem de ato de vontade, mas sim de força de lei. Sendo assim, são, inclusive, exigidas de forma coercitiva.

Mas, enfim, infelizmente, no Brasil, uma das qualidades da securitização (compartilhamento de riscos) deixa de existir, o que é um fator negativo – há, em verdade, a absorção de riscos pelo Estado – o que pode levar ao aumento do endividamento – novamente a importância da previsão da operação na Lei de Diretrizes Orçamentárias. Certo é que, ao dispor de tais valores para a sociedade, sem os mencionados subterfúgios, o risco seria dividido entre todos (socialização dos prejuízos, inclusive, do inadimplemento tributário com a sociedade). Há, a noção do Estado garantidor, mesmo em uma economia financeirizada e global (o que é contraditório). Mas, como em um ciclo, neste ponto, retoma-se o início da conclusão: a importância da gestão. Se o Estado-membro gerir de forma adequada a dívida ativa e os parcelamentos não existirá preocupações para o mercado, eis que o fluxo de recebimento estará mantido.

Por fim, resta a questão do controle.

E, aqui, novamente, uma segunda ponderação em relação ao Federalismo Fiscal (a primeira diz respeito às transferências constitucionais, já mencionada). Trata-se da importância de órgãos e autarquias relacionados à União Federal e ao exercício de atividade financeira em sentido estrito por Estado-membro.

O controle da União Federal, mediante órgãos do Poder Executivo, é evidente, eis que, além da atuação do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários, cabe, ainda, ao Ministério da Fazenda autorizar ou não a operação (artigo 32 da Lei de Responsabilidade Fiscal). Por outro lado, no âmbito do Poder Legislativo, o Senado Federal também representa o controle, eis que os Estados-membros possuem limites de

endividamento, nos termos dos artigos 52, inciso VI da CF e Resoluções nº 40 e 43, ambas da referida casa. Deverá existir, portanto, uma sinergia entre os braços da União Federal e os Tribunais de Contas Estaduais (os quais deverão passar a exigir uma atuação muito mais ativa dos Estados no tocante ao planejamento da receita pública).

A securitização trabalha com distribuição de riscos e pressupõe planejamento e transparência. Ora, ao exigir que os requisitos fixados pelo Banco Central e pela CVM sejam cumpridos pelos Estados-membros no tocante aos ativos subjacentes, as autarquias ligadas a União Federal atuam de forma a reduzir as chances de um prejuízo futuro (socialização como em outras oportunidades), eis que se trata de um mecanismo indireto para que toda a sociedade (inclusive a União Federal) tenha conhecimento a respeito da gestão da receita pública de cada Estado, em especial, da dívida ativa e parcelamento. Há, por meio da securitização, transparência na operação e a ampliação do controle da Receita Pública, a qual deixará de ser analisada apenas pelo Tribunal de Contas Estadual para ser também analisada pelo Ministério da Fazenda, BACEN e CVM. Há, sem dúvida, uma ampliação de controle da União Federal e uma redução da esfera de atuação dos Estados-membros, os quais só podem utilizar o instrumento de preencherem todos os requisitos.

Enfim: o capitalismo brasileiro integra a denominada nova economia, a qual possui como eixo a financeirização. A economia brasileira está adequando-se à realidade informacional. A securitização corresponde a uma operação que depende de gestão e organização de riscos. Possui vantagens e desvantagens. Simplesmente solicitar a sua não aprovação, pode ser um retrocesso. Mas certo é que, em contrapartida, regulá-la sem um amplo debate não é o adequado. A atividade financeira, como uma atividade econômica, jurídica e política, pressupõe o debate. O direito financeiro, após a Constituição Federal de 1988, ganhou corpo possuindo princípios norteadores claros, como o da prudência, transparência e sustentabilidade. Além disso, após a lei de responsabilidade fiscal, existem mecanismos de controle do endividamento (o que é essencial para uma técnica do *off balance*, como a securitização). É certo que a recepção da securitização deverá ser realizada de acordo com tais pressupostos.

Por outro lado, é importante consignar que os Estados-membros sofrem com a ausência de recursos. A securitização demonstra-se um mecanismo racional de geração de crédito a partir da dívida ativa e parcelamentos (reafetação de receitas correntes, ou melhor,

de ativos financeiros em receita de capital). A simples emissão de títulos da dívida por Estados-membros (o que é proibido por lei) demonstrava-se inadequada em razão do descontrole, liquidez excessiva e pela corrupção. A securitização não corresponde uma burla, eis que se trata de uma operação passível de controle por diversos órgãos.

Pensar e regular a securitização, no âmbito do direito financeiro, é um dever dos estudiosos. Isto porque o direito financeiro possui princípios e regras que poderão contribuir para torná-lo compatível com a realidade brasileira. Os fins do Estado brasileiro deverão guiar o governante, eis que a securitização deverá ser utilizada como um instrumento do Estado e não como fim em si mesmo (o que poderá gerar frutos positivos não apenas para investidores, mas também para a toda a sociedade). Para tanto, mecanismos de controle interno (relacionados a Lei de Diretrizes Orçamentárias, como os relatórios de execução orçamentária e anexo de riscos) e de controle externos – por outros órgãos e entidades - deverão estar sempre presentes. E, neste âmbito, destaca-se o controle da União Federal a qual, respeitando a autonomia dos entes federados, poderá exercer o controle evitando as mazelas e, em especial, futura socialização dos prejuízos, decorrentes de uma gestão fiscal irresponsável ou opaca. Propõe-se a recepção da securitização de créditos tributários de dívida ativa como uma operação de crédito. Contudo, de uso controlado, de forma a contribuir com a sustentabilidade orçamentária, nos termos jurídicos até aqui indicados.

Em suma: o problema está diante de todos nós. Cabe, portanto, enfrentá-lo e discuti-lo. Típicas tarefas da atividade política que envolvem a atividade financeira do Estado.

**REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

ALBUQUERQUE, Marcos Cintra Cavalcanti. A dívida da prefeitura exige criatividade. **Diário de São Paulo**, São Paulo, 05 maio 2000. Disponível em: <http://www.marcoscintra.org/artigos/index.asp?Materia=65>. Acesso em: 14 jul 2007.

ALBUQUERQUE, Marcos Cintra Cavalcanti. A importância dos Cepacs. **Jornal da Tarde**, São Paulo, 23 mar. 1995. Disponível em: <https://www.marcoscintra.org/single-post/1995/03/23/A-importancia-dos-CEPACs>. Acesso em: 23 out 2019.

ALBUQUERQUE, Marcos Cintra Cavalcanti. A mina que Marta ainda não descobriu. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 12 mar 2001. Disponível em: <https://www.marcoscintra.org/post/2001/03/12/a-mina-que-marta-ainda-n%C3%A3o-descobriu>. Acesso em: 23 out 2019.

ALBUQUERQUE, Marcos Cintra Cavalcanti. Os Cepacs da Avenida Faria Lima. **Jornal da Tarde**. São Paulo, 12 fev. 2004. Disponível em: <https://www.marcoscintra.org/single-post/1994/02/12/Os-Cepacs-da-avenida-Faria-Lima>. Acesso em: 23 out de 2019.

ALÉM, Ana Cláudia e; GIAMBIAGI, Fábio. **Finanças Públicas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

ALFONSIN, Ricardo Barbosa. **Dívidas agrícolas: securitização – PESA, dívidas com fornecedores, medidas judiciais**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2005.

ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. **O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação**. 2012. 219 f. Dissertação (Mestrado em Direito Econômico e Financeiro) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2012.

ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. Orçamento deficitário. In: CONTI, Maurício; SCAFF, Fernando Facury (Coord.). **Orçamentos públicos e direito financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 1159-1177.

ANGÉLICO, João. **Contabilidade Pública**. 8ª Ed. São Paulo: Atlas, 1994.

ARELLANO, Luis Felipe Vidal. Securitização de ativos e endividamento no setor público. **Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico – RFD FE**. Belo Horizonte, ano 7, nº 12, p. 229-252, set/fev 2018.

ARRIGHI, Giovanni. **O longo século XX: dinheiro, poder e as origens do nosso tempo.** Tradução Vera Ribeiro. 7. ed. São Paulo: Unesp, 1996.

ATALIBA, Geraldo et al. **Elementos de Direito Tributário.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1978.

ATALIBA, Geraldo. **Hipótese de incidência Tributária.** 5 Edição. São Paulo: Malheiros, 1996.

BACCARINI, Sônia de Oliveira Santos. Os princípios e sua relevância no Direito Financeiro. **Revista Fórum de Direito Financeiro e Econômico**, Belo Horizonte, ano 3, n. 5, p. 101-108, ago 2014.

BALEEIRO, Aliomar. **Limitações Constitucionais ao Poder de Tributar.** 7a Edição. Atualizadora Misabel Abreu Machado Derzi. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

BANCO DO BRASIL. **Entidades Ligadas ao Banco do Brasil (ELBBs): BB Cayman Islands Holding.** [S. l.], 2019. Disponível em: <https://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/sobre-nos/elbb/bb-cayman-islands-holding#>. Acesso em: 1 mar. 2019.

BENAKOUCHE, Rabah. **Bazar da dívida externa brasileira.** São Paulo: Boitempo, 2013.

BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. **A constituição dirigente invertida: a blindagem da Constituição Financeira e a agonia da Constituição Econômica.** Coimbra, Coimbra, v. 1, n. 49, jan./2006.

BERCOVICI, Gilberto. **Constituição econômica e desenvolvimento: uma leitura a partir da Constituição de 1988.** São Paulo: Malheiros, 2005.

BERTOLUCCI, Aldo e; NASCIMENTO, Diogo Toledo. O custo de arrecadação de tributos federais. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, n. spe, p. 36-50, Aug. 2006. Disponível: <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v17nspe/v17nspea04.pdf>. Acesso em: 01 out 2019.

BRAGA, Carlos Eduardo Faraco; CONTI, José Maurício e; SCAFF, Fernando Facury (org.). **Federalismo Fiscal – Questões Contemporâneas.** São Paulo. Conceito Editorial, 2010.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Circular nº 3.711, de 2014.** Altera a Circular nº 3.644, de 4 de março de 2013, que estabelece os procedimentos para o cálculo da parcela dos ativos ponderados pelo risco (RWA) referente às exposições ao risco de crédito sujeitas ao cálculo do requerimento de capital mediante abordagem padronizada (RWAcpad). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Circular&numero=3711>>. Acesso em: 15 jan. 2019.



BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução nº 2.493, de 1998**. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=2493>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução nº 2.827, de 2001**. Consolida e redefine as regras para o contingenciamento do crédito ao setor público. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res\\_2827\\_v87\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2827_v87_L.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 247, de 1996**. Dispõe sobre a avaliação de investimentos em sociedades coligadas e controladas e sobre os procedimentos para elaboração e divulgação das demonstrações contábeis consolidadas, para o pleno atendimento aos Princípios Fundamentais de Contabilidade. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst247.html>>. Acesso em: 20 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 281, de 1998**. Dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst281.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 307, de 1999**. Altera o art. 1º da Instrução 281/98, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst307.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 356, de 2001**. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 393, de 2003**. Altera a Instrução 356/01, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst393.html>>. Acesso em: 20 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 408, de 2004**. Dispõe sobre a inclusão de Entidades de Propósito Específico - EPE nas demonstrações contábeis consolidadas das companhias abertas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst408.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 409, de 2004**. Dispõe

sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst409.html>>. Acesso em: 20 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 467, de 2008**. Dispõe sobre a aprovação de contratos derivativos admitidos à negociação ou registrados nos mercados organizados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst467.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 468, de 2008**. Altera a Instrução nº 461/07, que disciplina os mercados regulados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst468.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 480, de 2009**. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa nº 555, de 2014**. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>>. Acesso em: 20 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.099, de 1994**. Aprova Regulamentos que dispõem sobre as condições relativamente ao acesso ao Sistema Financeiro Nacional, aos valores mínimos de capital e patrimônio líquido ajustado, à instalação de dependências e à obrigatoriedade da manutenção de patrimônio líquido ajustado em valor compatível com o grau de risco das operações ativas das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=2099>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.238, de 1 de fevereiro de 1996**. Dispõe sobre condições e procedimentos a serem observados na formalização das operações de alongamento de dívidas originárias de crédito rural, de que trata a Lei nº 9.138, de 29.11.95. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45978/Res\\_2238\\_v9\\_P.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45978/Res_2238_v9_P.pdf). Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.471, de 26 de fevereiro de 1998**. Dispõe sobre renegociação de dívidas originárias do crédito rural, de que tratam o art. 5º, parágrafo 6º, da Lei nº 9.138, de 29.11.95, e a Resolução nº 2.238, de 31.01.96.. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45419/Res\\_2471\\_v10\\_P.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45419/Res_2471_v10_P.pdf). Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.491, de 1997**. Dispõe sobre a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição. Disponível em: <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1997/pdf/res\\_2451\\_v1\\_O.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1997/pdf/res_2451_v1_O.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.493, de 1998**. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45374/Res\\_2493\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45374/Res_2493_v2_L.pdf)>. Acesso em: 20 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.517, de 1998**. Considera como valores mobiliários os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI, de que trata o art. 6º da Lei nº 9.514, de 20.11.97. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res\\_2517\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res_2517_v1_O.pdf)>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.554, de 1998**. Dispõe sobre a implantação e implemenação de sistema de controles internos. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res\\_2554\\_v3\\_P.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1998/pdf/res_2554_v3_P.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.561, de 1998**. Altera e consolida normas sobre cessão de créditos. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45259/Res\\_2561\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/45259/Res_2561_v1_O.pdf)>. Acesso em: 20 jan, 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.666, de 11 de novembro de 1999**. Dispõe sobre os critérios e as condições aplicáveis às operações de crédito rural alongadas/securitizadas ao amparo da Lei nº 9.138, de 1995, ou renegociadas com base na Resolução nº 2.471, de 1998. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44991/Res\\_2666\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/44991/Res_2666_v1_O.pdf). Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.682, de 1999**. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e regras para constituição de provisão para créditos de liquidação duvidosa. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res\\_2682\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1999/pdf/res_2682_v2_L.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.686, de 2000**. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47434/Res\\_2686\\_v3\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47434/Res_2686_v3_L.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.697, de 2000**. Dispõe sobre critérios de classificação das operações de crédito e divulgação de informações em nota explicativa às demonstrações financeiras. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res\\_2697\\_v1\\_o.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2000/pdf/res_2697_v1_o.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.836, de 2001**. Altera e consolida normas sobre cessão de créditos. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47140/Res\\_2836\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47140/Res_2836_v1_O.pdf)>. Acesso em: 20 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.882, de 2001**. Dispõe sobre o sistema de pagamentos e as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação que o integram. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res\\_2882\\_v2\\_L.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2001/pdf/res_2882_v2_L.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 2.907, de 2001**. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47013/Res\\_2907\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/47013/Res_2907_v1_O.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.198, de 2004**. Altera e consolida a regulamentação relativa à prestação de serviços de auditoria independente para as instituições financeiras, demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e para as câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3198>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.380, de 2006**. Dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco operacional. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2006/pdf/res\\_3380\\_v2\\_1.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2006/pdf/res_3380_v2_1.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.464, de 2007**. Dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco de mercado. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res\\_3464\\_v2\\_1.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2007/pdf/res_3464_v2_1.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.694, de 2009**. Dispõe sobre a prevenção de riscos na contratação de operações e na prestação de serviços por parte de instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3694>>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.721, de 2009**. Dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco de crédito. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/>>

Normativos/Attachments/47611/Res\_3721\_v1\_O.pdf>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 3.988, de 2011**. Dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento de capital. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/49375/Res\\_3988\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/49375/Res_3988_v1_O.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. Conselho Monetário Nacional. **Resolução nº 4.090, de 2012**. Dispõe sobre a estrutura de gerenciamento do risco de liquidez. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2012/pdf/res\\_4090\\_v1\\_O.pdf](https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2012/pdf/res_4090_v1_O.pdf)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado, 1988. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000**. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Brasília, 05 maio 2000. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm). Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. **Lei Complementar nº 148**, de 25 de novembro de 2014. Altera a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, que estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal; dispõe sobre critérios de indexação dos contratos de refinanciamento da dívida celebrados entre a União, Estados, o Distrito Federal e Municípios; e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/Lcp148.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp148.htm)>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 10.214, de 27 de março de 2001**. Dispõe sobre a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/LEIS\\_2001/L10214.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10214.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 10.257, de 10 de julho de 2001**. Regulamenta os arts. 182 e 183 da Constituição Federal, estabelece diretrizes gerais da política urbana e dá outras providências. Brasília, 17 jul. 2001. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/leis\\_2001/l10257.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/leis_2001/l10257.htm). Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 10.931, de 2 de agosto de 2004**. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em:

<[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005.** Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011.** Autoriza o Conselho Monetário Nacional, para fins de política monetária e cambial, a estabelecer condições específicas para negociação de contratos derivativos; altera os arts. 2º e 3º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o inciso IV do art. 3º do Decreto-Lei nº 1.783, de 18 de abril de 1980, os arts. 1º, 2º e 3º da Lei nº 8.894, de 21 de junho de 1994, e a Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004; e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 13.303, de 30 de junho de 2016.** Dispõe sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias, no âmbito da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2015-2018/2016/lei/13303.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2016/lei/13303.htm)>. Acesso em: 20 jan. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 4.320, de 17 de março de 1964.** Estatui Normas Gerais de Direito Financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Brasília, 17 mar. 1964. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l4320.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4320.htm). Acesso em: 1 mar. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 5.172, de 25 de outubro de 1966.** Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Brasília, 25 out. 1966. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l5172.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172.htm). Acesso em: 1 mar. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6385.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm)>. Acesso em: 20 jan. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, 15 dez. 1976. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm). Acesso em: 1 mar. 2019.

**BRASIL. Lei Federal nº 7.976, de 27 de dezembro de 1989.** Dispõe sobre o refinanciamento pela União da dívida externa de responsabilidade dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, inclusive suas entidades da Administração Indireta, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L7976.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L7976.htm)>. Acesso em: 20 jan. 2019.



BRASIL. **Lei Federal nº 8.666, de 21 de junho de 1993.** Regulamenta o art. 37, inciso XXI, da Constituição Federal, institui normas para licitações e contratos da Administração Pública e dá outras providências. Brasília, 22 jun 1993. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l8666cons.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l8666cons.htm). Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 8.668, de 25 de junho de 1993.** Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8668.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8668.htm)>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 9.138, de 29 de novembro de 1995.** Dispõe sobre o crédito rural, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L9138.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9138.htm)>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 9.447, de 14 de março de 1997.** Dispõe sobre a responsabilidade solidária de controladores de instituições submetidas aos regimes de que tratam a Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974, e o Decreto-lei nº 2.321, de 25 de fevereiro de 1987; sobre a indisponibilidade de seus bens; sobre a responsabilização das empresas de auditoria contábil ou dos auditores contábeis independentes; sobre privatização de instituições cujas ações sejam desapropriadas, na forma do Decreto-lei nº 2.321, de 1987, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9447.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9447.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 9.496, de 11 de setembro de 1997.** Estabelece critérios para a consolidação, a assunção e o refinanciamento, pela União, da dívida pública mobiliária e outras que especifica, de responsabilidade dos Estados e do Distrito Federal. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9496.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9496.htm)>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.** Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm)>. Acesso em: 15 jan. 2019.

BRASIL. **Lei Federal nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999.** Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Brasília, 30 jan 1999. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/19784.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19784.htm). Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. PROCURADORIA GERAL DA FAZENDA NACIONAL. **Parecer PGFN/CAF/Nº 1579/2014.** Brasília: Ministério da Fazenda, 2014. Disponível em: <http://dados.pgfn.fazenda.gov.br/file/e7362564-af40-3d08-bd9a-aca686369557/PA1579-2014.doc>. Acesso em: 08 mar 2019.

BRASIL. Secretaria da Receita Federal. **Estudo sobre Impactos dos Parcelamentos Especiais.** Brasília: [s. n.], 2017. Disponível em:



<http://receita.economia.gov.br/dados/20171229-estudo-parcelamentos-especiais.pdf>. Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. Senado Federal. **Resolução nº 40, de 20 de dezembro de 2001**. Dispõe sobre os limites globais para o montante da dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, em atendimento ao disposto no artigo 52, VI e IX, da Constituição Federal. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/norma/562458>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. Senado Federal. **Resolução nº 43, de 21 de dezembro 2001**. Dispõe sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e condições de autorização, e dá outras providências. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/norma/582604>>. Acesso em: 16 jan. 2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. **Súmula nº 176**. Disponível em: [http://www.stj.jus.br/docs\\_internet/SumulasSTJ.pdf](http://www.stj.jus.br/docs_internet/SumulasSTJ.pdf). Acesso em: 08 mar 2019.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **ADI 3786**. Plenário. Relator: Alexandre de Moraes. Sessão de 03 out. 2019. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=TP&docID=751679854>. Acesso em: 17 abril. 2019.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **ADI 1726**. Plenário. Relator: Maurício Corrêa. Sessão de 16 set. 1998. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=347237>. Acesso em: 17 abril 2019.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **RE 407099**. Segunda Turma. Relator: Carlos Velloso. Sessão de 22 jun. 2004. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=261763>. Acesso em: 15 maio. 2019.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 158/2012**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 01 fev. 2012. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1218372%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 3.585/2014**. Plenário. Relator: José Múcio Monteiro. Sessão de 09 dez. 2014. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-1301841%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 772/2016**. Plenário. Relator: Raimundo Carneiro. Sessão de 06 abr. 2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO->

COMPLETO-1712063%22. Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Acórdão n. 2.621/2018**. Plenário. Relator: Aroldo Cedraz. Sessão de 14 nov. 2018. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-2293215%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. **Decisão n. 156/97**. Plenário. Relator: Humberto Guimarães Souto. Sessão de 09 abr 1997. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/redireciona/acordao-completo/%22ACORDAO-COMPLETO-62787%22>. Acesso em: 1 mar. 2019.

BUCHANAN, Bonnie G. **Securitization and the Global Economy: History and Prospect the future**. New York: Palgrave Macmillan, 2017.

CALABRÓ, L. F. A. **Regulação e autorregulação no mercado de bolsa**. São Paulo: Almedina, 2011.

CAMARA, Paulo. **Manual de Direito dos Valores Mobiliários**. 2ª ed. Coimbra: Almedina, 2011.

CAMINHA, Unie. Notas sobre a securitização. In: SOUZA Jr., Francisco Satiro de (Coord.). **Mercado de capitais**. São Paulo: Saraiva, 2013.

CAMPOS, Diogo Leite de e; PINTO, Claudia Saavedra. **Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal**. Coimbra: Almedina, 2007.

CARRAZZA, Roque Antonio. **Curso de Direito Constitucional Tributário**. 25.a Edição. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

CARVALHO, Paulo de Barros. **Curso de direito tributário**. 30 ed. São Paulo: Saraiva, 2019.

CARVALHO. Paulo de Barros. **Curso de Direito Tributário**. 24a Edição. São Paulo: Saraiva, 2012.

CASTELLS, Manuel. **A sociedade em rede - Volume 1**. São Paulo: Paz e Terra, 2006.

CATAPANI, Marcio Ferro. **Títulos públicos: natureza jurídica e mercado - LFTs, LTNs, NTN, TDAs e Tesouro Direto**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. **Parecer – A natureza jurídica dos Certificados de Potencial Adicional de Construção**. São Paulo, jun 2003. Trabalho não publicado.

CHESNAIS, François. **A mundialização financeira: gênese, custos e riscos**. Tradução Carmem Cristina Cacciarro et al. São Paulo: Xamã, 1996.

COÊLHO, Sacha Calmon Navarro. **Teoria Geral do Tributo, da interpretação e da exoneração tributária**. 3ª Ed, São Paulo: Dialética, 2003.

CONTI, José Mauricio (org). **Federalismo Fiscal**. São Paulo: Manole, 2004.

CUNHA, Alexandre dos Santos e; SILVA, Paulo Eduardo Alves da. (Org.) **Gestão e jurisdição: o caso da execução fiscal da União**. Brasília: Ipea, 2013. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro\\_gestaoejurisdicao.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_gestaoejurisdicao.pdf). Acesso em: 1 mar. 2019.

CUNHA, Alexandre dos Santos; MEDEIROS, Bernardo Abreu de; COLARES, E. S.; AQUINO, Luseni Maria Cordeiro de; SILVA, Paulo Eduardo Alves da. **Custo unitário do processo de execução fiscal na Justiça Federal**. Disponível em: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7862/1/RP\\_Custo\\_2012.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7862/1/RP_Custo_2012.pdf). Acesso em: 14 ago. 2019.

CUNHA, Leonardo Carneiro da. **A Fazenda Pública em Juízo**. 10ª edição. São Paulo: Dialética, 2012.

DALAND, Robert T. **Estratégia e Estilo do Planejamento Brasileiro**. Tradução Carlos Kornauer. Rio de Janeiro: Lidador, 1967, p. 193-201.

DINIZ, Josedilton Alves e; LIMA, Severino Cesário de. **Contabilidade Pública – Análise Financeira Governamental**. São Paulo: Atlas, 2016.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna Bohomoletz; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**. 3ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ESTADO DE GOIÁS. **Lei nº 14.910, de 11 de agosto de 2004**. Dispõe sobre a instituição do Programa de Parcerias Público-Privadas, da constituição da Companhia de Investimentos e Parcerias do Estado de Goiás e dá outras providências. Goiânia, 11 ago. 2004. Disponível em: [http://www.gabinetecivil.goias.gov.br/leis\\_ordinarias/2004/lei\\_14910.htm](http://www.gabinetecivil.goias.gov.br/leis_ordinarias/2004/lei_14910.htm) Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DE GOIÁS. **Lei nº 18.873, de 19 de junho de 2015**. Autoriza o Poder Executivo a ceder, a título oneroso, os direitos creditórios originários de créditos tributários, em fase administrativa ou judicial, na forma que especifica, e dá outras providências. Goiânia, 19 jun. 2015. Disponível em: [http://www.gabinetecivil.go.gov.br/pagina\\_leis.php?id=13436](http://www.gabinetecivil.go.gov.br/pagina_leis.php?id=13436) Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DE GOIAS. Ministério Público de Contas. **Representação formulada pelo procurador FERNANDO DOS SANTOS CARNEIRO nos autos 201500047001439** em

trâmite perante o Tribunal de Contas de Goiás.

ESTADO DE SÃO PAULO. **Companhia Paulista de Securitização - Demonstrações Contábeis do Exercício encerrado em 31 de dezembro de 2018.** São Paulo: 29 mar 2019. Disponível em: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/Institucional/Documents/CPSEC/Balan%C3%A7o%202018.pdf>. Acesso em: 07 out 2019.

ESTADO DE SÃO PAULO. **Companhia Paulista de Securitização.** São Paulo: [s/d]. Disponível em: <http://www.saopaulo.sp.gov.br/orgaos-e-entidades/empresas/cpsec/>. Acesso em: 07 out 2019.

ESTADO DE SÃO PAULO. **Decreto nº 51.960, de 04 de julho de 2017.** Institui o Programa de Parcelamento Incentivado - PPI ICM/ICMS no Estado de São Paulo, para a liquidação de débitos fiscais relacionados com o ICM e com o ICMS. São Paulo, 05 jul. 2017. Disponível em: <https://www.al.sp.gov.br/norma/72782>. Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DE SÃO PAULO. **Decreto nº 62.709, de 19 de julho de 2017.** Institui o Programa Especial de Parcelamento - PEP do ICMS. São Paulo, 19 jul. 2017. Disponível em: <https://portal.fazenda.sp.gov.br/DiarioOficial/Paginas/Decreto-n%C2%BA-62-709,-de-19-de-julho-de-2017.aspx>. Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DE SÃO PAULO. **Lei nº 13.723, de 29 de setembro de 2009.** Autoriza o Poder Executivo a ceder, a título oneroso, os direitos creditórios originários de créditos tributários e não tributários, objeto de parcelamentos administrativos ou judiciais, na forma que especifica. São Paulo, 30 set. 2009. Disponível em: <https://www.al.sp.gov.br/repositorio/legislacao/lei/2009/lei-13723-29.09.2009.html>. Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Companhia Fluminense de Securitização S.A.** Rio de Janeiro, 27 fev. 2018. Disponível em: [http://www.age.fazenda.rj.gov.br/age/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/navigation-renderer.jspx?\\_afLoop=25480759174301071&datasource=UCMServer%23dDocName%3AWCC209029&\\_adf.ctrl-state=5skhxzyck\\_9](http://www.age.fazenda.rj.gov.br/age/faces/oracle/webcenter/portalapp/pages/navigation-renderer.jspx?_afLoop=25480759174301071&datasource=UCMServer%23dDocName%3AWCC209029&_adf.ctrl-state=5skhxzyck_9). Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Decreto nº 45.408, de 15 de outubro de 2015.** Cria a Companhia Fluminense de Securitização (CFSEC) e dá outras providências. Rio de Janeiro, 16 out. 2015. Disponível em: <http://www.atosdoexecutivo.rj.gov.br/publico/VisaoPublica.aspx?CodAto=88920>. Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DO RIO DE JANEIRO. **Lei nº 7.040, de 09 de julho de 2015.** Autoriza o estado a ceder, a título oneroso, direitos creditórios na forma que especifica, autoriza a criação de sociedade de propósito específico e dá outras providências. Rio de Janeiro, 09 jul. 2015. Disponível em: <http://alerjln1.alerj.rj.gov.br/contlei.nsf/c8aa0900025feef6032564ec0060dfff/>

d263db8a4bf5892283257e89006b0493?OpenDocument&Highlight=0,7040 Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Secretaria de Estado da Fazenda. **Companhia Fluminense de Securitização S.A. - CFSEC: Balanço Patrimonial de 31 de dezembro de 2016**. Rio de Janeiro: 2017. Disponível em: [http://www.fazenda.rj.gov.br/contabilidade/content/conn/UCMServer/path/Contribution%20Folders/contadoria/relatoriosContabeis/relat\\_conta\\_gestao/2016/Volume%2007/6.%20OF%20CFSEC%20-%20V7.pdf?lve](http://www.fazenda.rj.gov.br/contabilidade/content/conn/UCMServer/path/Contribution%20Folders/contadoria/relatoriosContabeis/relat_conta_gestao/2016/Volume%2007/6.%20OF%20CFSEC%20-%20V7.pdf?lve). Acesso em: 07 out 2019.

ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Secretaria de Estado da Fazenda. **Relatório Anual de Auditoria: Prestação de Contas dos Ordenadores de Despesas da Companhia Fluminense de Securitização S.A. - CFSEC - Exercício de 2016**. Rio de Janeiro, 2017. Disponível em: <http://www.age.fazenda.rj.gov.br/age/ShowProperty?nodeId=%2FUCMServer%2FWCC331354%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased>. Acesso em: 07. Out. 2019.

ESTADO DO RIO DE JANEIRO. Tribunal de Contas do Estado do Rio de Janeiro. **Voto proferido no processo 108.168-2/16**. Plenário. Relator: Rodrigo Melo do Nascimento. Sessão de 22 mai. 2019. Disponível em: <https://www.tce.rj.gov.br/consulta-processo/Processo/ObterDocumento?numero=108168&dv=2&ano=2016&idNumero=202>. Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DO RIO GRANDE DO NORTE. **Lei nº 10.371, de 14 de junho de 2018**. Autoriza o Poder Executivo a ceder, a instituições financeiras públicas, créditos decorrentes de royalties e participações especiais, relacionados à exploração de petróleo e gás natural e autoriza a substituição da fonte de recursos para a constituição de garantia de contraprestação do Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Rio Grande do Norte (FGPPP/RN) de que trata a Lei Estadual nº 9.466, de 23 de março de 2011. Natal, 14 jun 2018. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=361229>. Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTADO DO RIO GRANDE DO NORTE. **Lei nº 10.485, de 14 de fevereiro de 2019**. Autoriza o Poder Executivo a ceder, a instituições financeiras públicas e privadas, créditos decorrentes de royalties e participações especiais, relacionados à exploração de petróleo e gás natural e autoriza a substituição da fonte de recursos para a constituição de garantia de contraprestação do Fundo Garantidor das Parcerias Público-Privadas do Rio Grande do Norte (FGPPP/RN) de que trata a Lei Estadual nº 9.466, de 23 de março de 2011, e revoga os arts. 1º a 6º da Lei Estadual nº 10.371, de 14 de junho de 2018. Natal, 15 fev 2019. Disponível em: <https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=374864>. Acesso em: 1 mar. 2019.

ESTORNINHO, Maria João. **A fuga para o direito privado**. Coimbra: Livraria Almedina, 1996.

FARIA, José Eduardo. **O direito da economia globalizada**. São Paulo: Malheiros, 2002.

FARIA, José Eduardo. **Sociologia Jurídica: direito e conjuntura**. 2 Edição. São Paulo:

Saraiva, 2010.

FARIA, Rodrigo de Oliveira. Reflexos do Endividamento nas Relações Federativas Brasileiras. In: BRAGA, Carlos Eduardo Faraco; CONTI, José Maurício; SCAFF, Fernando Facury (org.) **Federalismo Fiscal – Questões contemporâneas**. São Paulo: Conceito Editorial, 2010.

FEDERAÇÃO INTERNACIONAL DE CONTADORES. **Normas Internacionais de Contabilidade para o Setor Público**. 10a. Edição. Disponível em: [https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2018/04/12\\_ipsas2010\\_web.pdf](https://cfc.org.br/wp-content/uploads/2018/04/12_ipsas2010_web.pdf). Acesso em 08 mar 2019.

FRANCO, Antonio L. De Souza Franco. **Finanças Públicas e Direito Financeiro - Volumes 1 e 2**. 4 Edição. Coimbra: almedina, 1998.

FURTADO, Celso. **O Capitalismo Global**. 3 Edição. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1999.

FUSO, Rafael Correia. **Tributação das Securitizadoras de títulos e valores mobiliários**. São Paulo: Noeses, 2017.

GIACOMONI, James. **Orçamento Público**. 17ª Ed. São Paulo: Atlas, 2017.

HARADA, Kiyoshi. **Direito Financeiro e Tributário**, 26. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2017.

HORVATH, Estevão. **Lançamento Tributário e “Autolançamento”**. São Paulo: Dialética, 1997.

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Custo Unitário do Processo de Execução Fiscal na Justiça Federal. Brasília, 2011. Disponível: [http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7862/1/RP\\_Custo\\_2012.pdf](http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/7862/1/RP_Custo_2012.pdf).

INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Diálogos para o Desenvolvimento: Gestão e Jurisdição o caso da execução fiscal da União**, v. 9, Brasília: 2013. Disponível em: [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro\\_gestaoejurisdicao.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/livros/livros/livro_gestaoejurisdicao.pdf). Acesso em: 14 ago. 2019.

JARDIM, Eduardo Marcial Ferreira. **Manual de direito financeiro e tributário**. 16. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2019. (E-pub).

JUSTEN FILHO, Marçal. **Curso de Direito Administrativo**. 10ª edição, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

KEYNES, John Maynard. **Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. Tradução Manuel Resende. Lisboa: Relógio D'Água Editores, 2010.

KOHAMA, Heilio. **Contabilidade pública: teoria e prática**. 15ª Ed. São Paulo: Atlas, 2017.

KUMAR, Krishan. **Da Sociedade Pós-Industrial à Pós-Moderna. Novas teorias sobre o mundo contemporâneo**. Tradução Ruy Jungmann. Rio de Janeiro: Jorge Zahar Editor, 1997.

LEÃES, Luíz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais e “insider trading”**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LEÃES, Luíz Gastão Pais de Barros. O conceito de security no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Financeiro e Econômico**. Ano XIII, nº14, 1974, p. 41-60.

MACHADO, Hugo de Brito. **Curso de Direito Tributário**. 24 edição. São Paulo: Malheiros, 2004.

MACIEL, Pedro Jucá. O processo recente de deterioração das finanças públicas estaduais e as medidas estruturais necessárias. In: ALMEIDA, Mansueto; SALTO, Felipe. **Finanças Públicas: Da contabilidade criativa ao resgate da credibilidade**. São Paulo: Editora Record, 2016, p. 183-202.

MARQUES NETO, Floriano de Azevedo. **Bens Públicos**. O regime jurídico das utilidades públicas. Belo Horizonte: Fórum, 2009.

MARTINS, Ives Gandra da Silva e; NASCIMENTO, Carlos Valder do. **Comentários à Lei de Responsabilidade fiscal**. 5 Edição. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 300-387.

MASSONETTO, Luis Fernando. Aspectos Macrojurídicos do Financiamento da Infraestrutura. In: BERCOVICI, Gilberto e; VALIM, Rafael. **Elementos de Direito da Infraestrutura**. São Paulo: Contracorrente, 2015, p. 27-53.

MENDONÇA, Eduardo Bastos Furtado. **A Constitucionalização das Finanças Públicas no Brasil: Devido Processo Orçamentário e Democracia**. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

MODENESI, André de Melo. **Regimes monetários. Teoria e a Experiência do Real**. Barueri: Manole, 2005.

MUNICÍPIO DE BELO HORIZONTE. **Lei nº 10.003, de 25 de novembro de 2010**. Autoriza a criação de sociedade sob o controle acionário do Município de Belo Horizonte e estabelece outras disposições relativas à atuação da entidade. Belo Horizonte, 26 ago. 2010. Disponível em: <http://portal6.pbh.gov.br/dom/iniciaEdicao.do?method=DetalheArtigo&pk=1047868>  
Acesso em: 1 mar. 2019.



MUNICÍPIO DE BELO HORIZONTE. **Lei nº 7.932, de 30 de dezembro de 1999.** Autoriza o Executivo a associar o Município a outras entidades, visando à criação de associação civil comunitária e dá outras providências. Belo Horizonte, 31 dez. 1999. Disponível em: <http://cmbhsdownload.cmbh.mg.gov.br/silinternet/servico/download/documentoDaNorma?idDocDaNorma=2c907f76267b781a0126adbf01680169>. Acesso em: 1 mar. 2019.

MUNICÍPIO DE NOVA IGUAÇU. **Lei nº 4.266, de 18 de abril de 2013.** Institui o Fundo Especial de Dívida Ativa e dá outras providências. Nova Iguaçu, 19 abr. 2013. Disponível em: <http://receita.novaiгуacu.rj.gov.br:8080/pc/downloads/leisOrdinarias/4.266.pdf> Acesso em: 1 mar. 2019.

MUNICÍPIO DE SÃO PAULO. **Lei nº 13.430, de 13 de setembro de 1999.** Plano diretor Estratégico. São Paulo, 13 set. 2002. Disponível em: [https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/upload/infraestrutura/sp\\_obras/arquivos/plano\\_diretor\\_estrategico.pdf](https://www.prefeitura.sp.gov.br/cidade/secretarias/upload/infraestrutura/sp_obras/arquivos/plano_diretor_estrategico.pdf). Acesso em: 1 mar. 2019.

MUSGRAVE, Richard Abel. **Teoria das Finanças Públicas:** um estudo de economia governamental. Tradução Auripebo Berrance Simões. São Paulo: Atlas, 1973.

NUNES, José Avelãs Nunes. **Uma introdução à economia política.** São Paulo: Quartier Latin. 2007

NUNES, Renato. **Tributação e contabilidade. Alguns apontamentos sobre as relações entre sistemas jurídico e contábil.** São Paulo: Almedina, 2013.

OLIVEIRA, Regis Fernandes de (Org.). **Lições de direito financeiro.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

OLIVEIRA, Régis Fernandes de. **Curso de Direito Financeiro.** 6ª Edição. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.

OLIVEIRA, Weder. **Curso de Responsabilidade Fiscal:** Direito, Orçamento e Finanças Públicas. Volume I. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2013.

PIGATTO, José Alexandre et al. A importância da contabilidade de competência para a informação de custos governamental. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 44, n. 4, p. 821-837, Aug. 2010.

PISCITELLI, Roberto Bocaccio; TIMBÓ, Maria Zulene Farias. **Contabilidade Pública: uma abordagem da Administração Financeira Pública.** 13ª Ed. São Paulo: Atlas, 2014.

QUINTANA, Alexandre Costa et al. **Contabilidade Pública:** de acordo com as novas normas brasileiras de contabilidade aplicadas ao setor público e a lei de responsabilidade fiscal. 2ª Ed.

São Paulo: Atlas, 2015.

RAMOS FILHO, Carlos Alberto de Moraes. **Curso de direito financeiro**. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTI, Enrico Marcos Diniz de. **Lançamento Tributário**. São Paulo: Max Limonad, 1996.

SANTOS, Márcia Walquíria Batista. Dos instrumentos da Política Urbana. In: ALMEIDA, Fernando Dias Menezes e; MEDAUAR, Odete. **Estatuto da Cidade. Lei nº 10.257, de 10.07.2001. Comentários**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2004.

SCAFF, Fernando Facury. Crédito Público e Sustentabilidade Financeira. **Revista de direito à sustentabilidade**. Unioste, volume I, nº 01, 2014, p. 34-47

SCAFF, Fernando Facury. Equilíbrio orçamentário, sustentabilidade financeira e justiça intergeracional. **Interesse Público**, Belo Horizonte: Fórum, v. 16, n. mai./ju 2014, p. 37-50, 2014.

SCAFF, Fernando Facury. **Medida provisória da transação tributária cria Refis permanente**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2019-out-21/medida-provisoria-transacao-tributaria-cria-refis-permanente>. Acesso em 15 dez 2019.

SCAFF, Fernando Facury. **O que é uma tese e as novas fronteiras da pesquisa em Direito Financeiro**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2017-out-03/contas-vista-tese-fronteiras-pesquisa-direito-financeiro>. Acesso em: 30 nov 2017.

SCAFF, Fernando Facury. **Orçamento Republicano e Liberdade Igual: Ensaio sobre o Direito Financeiro, República e Direitos Fundamentais no Brasil**. Belo Horizonte: Fórum, 2018.

SCAFF, Fernando Facury. **Refis é uma transação tributária e não uma renúncia fiscal**. Revista Conjur. São Paulo, 2 dez. 2014. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2014-dez-02/contas-vista-refis-transacao-tributaria-nao-renuncia-fiscal>>. Acesso em: 15 out 2019.

SCHUMPETER, Joseph A. O capitalismo pode sobreviver? In: **Capitalismo, Socialismo e Democracia**. Tradução Luiz Antônio Oliveira de Araújo. São Paulo: Unesp, 2017, p. 91-230.

SILVA, João Calvino. **Titularização de créditos – Securitization**. No coração da crise financeira global. 3ª edição. Lisboa: Almedina, 2013, (e-book).

SILVA, José Afonso. **Orçamento-Programa no Brasil**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

SOUSA, Rossana Guerra de; VASCONCELOS, Adriana Fernandes de; CANECA, Roberta

Lira and NIYAMA, Jorge Katsumi. O regime de competência no setor público brasileiro: uma pesquisa empírica sobre a utilidade da informação contábil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 63, p. 219-230, 1 dez. 2013.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. **Direito Administrativo da Economia**. 3ª Ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2003.

SOUZA, Domingos Pereira. **Finanças Públicas**. Lisboa: Instituto Superior de Ciências Sociais e Políticas, 1992.

STREECK, Wolfgang. **Tempo comprado: a crise adiada do capitalismo democrático**. Tradução Marian Toldy e Teresa toldy, Lisboa: Conjuntura Actual Editora, 2013, (e-book).

SUNDFELD, Carlos Ari. Direito de construir e novos institutos urbanísticos. In: **Revista da Pós-Graduação em Direito da PUC/SP**. São Paulo: Max Limonad, 1995, p 5-52.

**THE SPIDER'S WEB: Britain's Second Empire**. Direção: Michael Oswald. Produção: Simeon C. Roberts. Mexico.: Queuepolitely Films, 2017. Disponível em: [https://youtu.be/np\\_ylvc8Zj8](https://youtu.be/np_ylvc8Zj8). Acesso em: 21 jan. 2019.

TORRES, Heleno Taveira. **Novas medidas de recuperação de dívidas tributárias**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2013-jul-17/consultor-tributario-novas-medidas-recuperacao-dividas-tributarias?imprimir=1> 3/11. Acesso em: 09 out 2019.

TORRES, Ricardo Lobo. **Tratado de Direito Constitucional Financeiro e Tributário - Volume 1**. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

YASBEK, Otávio. **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.