

Nota Técnica

Nº 114

Diset

Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais,
de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Abril de 2023

**SECURITIZAÇÃO DE
RECEBÍVEIS NO SETOR
PÚBLICO FEDERAL:
TENTATIVAS DE
IMPLEMENTAÇÃO E
COMENTÁRIOS SOBRE A
SUA NÃO REALIZAÇÃO**

Camillo de Moraes Bassi

ipea

Governo Federal

Ministério do Planejamento e Orçamento

Ministra Simone Nassar Tebet

ipea

Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento e Orçamento, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiros – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidenta

Luciana Mendes Santos Servo

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Fernando Gaiger Silveira

Diretora de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Luseni Maria Cordeiro de Aquino

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Cláudio Roberto Amitrano

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Aristides Monteiro Neto

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Carlos Henrique Leite Corseuil

Diretor de Estudos Internacionais

Fábio Vêras Soares

Chefe de Gabinete

Alexandre dos Santos Cunha

Coordenador-Geral de Imprensa e Comunicação Social

Antonio Lassance

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – ipea 2023

EQUIPE TÉCNICA

Camillo de Moraes Bassi

Técnico de planejamento e pesquisa na Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Diset/Ipea).

DOI: <http://dx.doi.org/10.38116/ntdiset114-port>

As publicações do Ipea estão disponíveis para *download* gratuito nos formatos PDF (todas) e EPUB (livros e periódicos). Acesse: <http://www.ipea.gov.br/portal/publicacoes>.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento e Orçamento.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte.
Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	5
2 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: CONCEITO, MOTIVAÇÃO, ELEMENTOS E POTENCIAIS BENEFÍCIOS	5
3 TENTATIVAS LEGAIS À IMPLEMENTAÇÃO DA SECURITIZAÇÃO NO GOVERNO FEDERAL	10
4 COMENTÁRIOS SOBRE A NÃO REALIZAÇÃO DE OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO NO GOVERNO FEDERAL....	14
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	15
REFERÊNCIAS	16

1 INTRODUÇÃO

Considerada a mudança mais “revolucionária” do mercado de capitais,¹ a securitização de recebíveis – ou cessão onerosa de créditos, na forma de securitização – iniciou-se em meados da década de 1970 nos Estados Unidos, espalhando-se depois de modo não uniforme pelo resto do mundo (Klee e Butler, 2002, p. 1). Figurando no centro do colapso do *subprime mortgage*² nos Estados Unidos, que se tornaria uma crise global em 2008, passou a ser identificada desde então de forma negativa pelo público, sendo frequentemente rotulada como instrumento meramente especulativo e potencializador de riscos financeiros.³ Não obstante, tais críticas se coadunam mais à utilização distorcida e oportunista desse instrumento financeiro do que à sua eficiência e à sua potencialidade propriamente ditas (Jobst, 2008; Eggert, 2009; Lipson, 2012).

No Brasil, a securitização de recebíveis foi mais tardia, mas tampouco se deu isenta de controvérsias. Iniciou-se nos anos 1990, por meio de múltiplas operações, cuja primeira (e talvez mais emblemática) foi a realizada pelo Mesbla Trust em 1992 – a empresa entraria em concordata e posterior falência antes do fim daquela década.⁴ Posteriormente, o mercado assimilou melhor os riscos inerentes a essa inovação financeira, e seu emprego se disseminou rapidamente, alcançando hoje diversas carteiras de crédito e financiamento para aquisição de bens duráveis. No setor público, pode-se listar, entre os governos subnacionais, as operações efetuadas pelo estado de São Paulo por meio da Companhia Paulista de Securitização (CPSEC)⁵ e aquelas efetuadas pelo município de Belo Horizonte por meio da PBH Ativos,⁶ ambas se utilizando das respectivas dívidas ativas⁷ como lastro ao processo de securitização.

Em nível federal, entretanto, a securitização ainda não deslançou. Foram várias as tentativas legais à sua concretização, mas, por razões a serem apontadas mais adiante neste trabalho, não se realizaram. Concretamente, têm-se um estoque de ativos próximo a R\$ 2,6 trilhões⁸ e com *rating* de crédito já traçado, cuja securitização, se adequadamente estruturada, poderia ser muito benéfica às finanças públicas do país.

Esta nota consiste de cinco seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção, apresentam-se o conceito e o funcionamento, além de um breve histórico da securitização de recebíveis no mundo. Na terceira seção, discutem-se as principais tentativas legais à sua concretização no Brasil nas últimas décadas e, na quarta, são detalhados os entraves que impediram o sucesso dessas operações. Por fim, na quinta seção, apresentamos as conclusões desta *Nota Técnica*.

2 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: CONCEITO, MOTIVAÇÃO, ELEMENTOS E POTENCIAIS BENEFÍCIOS

Esta seção é segmentada em quatro subseções, em que se abordam o conceito, a motivação, os elementos e os potenciais benefícios da securitização de recebíveis, esmiuçando e simultaneamente desmistificando essa técnica financeira.

2.1 Conceito

O termo securitização aparece pela primeira vez em uma coluna do *Wall Street Journal*, no ano de 1977, criado pelo operador financeiro Lewis Ranieri (Ranieri, 1996). Ao ser questionado pela repórter Ann Monroe sobre como classificaria a transação efetuada entre o banco comercial Bank of America – o cedente dos recebíveis – e o banco de investimentos Salomon Brothers – o subscritor dos recebíveis securitizados –, Ranieri, então um dos chefes do setor de títulos do Solomon Brothers e o principal responsável pela popularização desses novos instrumentos financeiros, respondeu: “*securitization*”. Esse neologismo – o termo nunca havia sido mencionado – foi questionado pelo próprio *Wall Street Journal*, mas, diante de um vácuo terminológico, terminou por ser acatado. Ranieri diz:

1. Conforme Klee e Butler (2002, p. 1).

2. Grosso modo, a crise do *subprime* – que se iniciou na segunda metade de 2007 – constituiu-se na cessação onerosa de direitos creditórios (securitização) de qualidade duvidosa, isto é, associados a indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de alta inadimplência: os chamados “*subprimes*”, ou “*ninjas*”, pelo fato de não terem renda, trabalho ou patrimônio compatível com suas hipotecas (IEDI, 2008, *apud* Borça Junior e Torres Filho, 2008, p. 135 e 136).

3. Ver Jobst (2008, p. 1), Bavoso (2013, p. 2) e Albertazzi *et al.* (2011, p. 3).

4. Ver Chaves (2006, *apud* Ribeiro Júnior, 2019, p. 56) e Pinheiro (2008, p. 50).

5. Conforme a Lei estadual nº 13.723, de 29 de setembro de 2009.

6. Conforme a Lei municipal nº 10.003, de 25 de novembro de 2010.

7. A securitização pode também acolher recebíveis futuros – por exemplo, *royalties* –, assim como receitas comerciais.

8. Conforme a Procuradoria Geral da Fazenda Nacional.

os editores do *Wall Street Journal* são *rígidos* em relação aos vocábulos, uma vez que apreciam o “*bom inglês*”. Quando [Ann Monroe] apresentou o termo securitização, eles disseram que *a palavra não existe* e que a repórter estava utilizando uma *palavra inadequada*. Ann Monroe, então, me ligou, questionando se não havia um *substituto* à nomenclatura securitização [a ideia era não utilizar um neologismo]. “Eu disse: mas eu *não conheço* nenhuma outra palavra que possa *descrever a prática em questão* [a transação entre Bank of America e o Salomon Brothers]; utilize esta mesmo. O *Wall Street Journal*, *sob protesto* [apontou que o termo havia sido por ele inventado e que se tratava de um neologismo] acabou *acatando-o*. Até hoje, *realizamos seminários sobre o conceito*, uma vez que permanece sem um “*equivalente real*”, robusto em termos *semânticos* (Ranieri, 1996, p. 31, tradução nossa, grifos nossos).

A nomenclatura proposta por Ranieri (1996) parece ser fundamentada numa ampliação do alcance da palavra *security*, que significa título ou valor mobiliário. Sendo assim, pode-se postular que o autor associou a palavra securitizar com a criação de valores mobiliários – algo como “titularização” –, alicerçados em um determinado conjunto de ativos ou direitos creditórios combinados nesses novos títulos, já com o propósito implícito de venda a terceiros.⁹ De fato, observando a Medida Provisória (MP) nº 1.103, de 15 de março de 2022,¹⁰ constata-se que esse neologismo – a palavra *security*, como ponto de apoio – foi exitoso inclusive na língua portuguesa, já que se alinha (perfeitamente) à redação do texto legal. Transcreve a MP nº 1.103/2022:

Parágrafo único. Para fins do disposto nesta Medida Provisória [entre outros temas, as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis] *são consideradas* operações de securitização a emissão e a colocação de *valores mobiliários* junto a investidores, cujo *pagamento* é primariamente condicionado ao *recebimento de recursos dos direitos creditórios que o lastreiam* (Brasil, 2022, art. 17, grifos nossos).

Cabe ainda comentar, em primeiro lugar, que esses direitos creditórios passaram a abrigar uma ampla gama de ativos, como recebíveis de cartão de crédito, imobiliários – como aluguéis e financiamento de imóveis –, do agronegócio – como vendas de insumo –, além de direitos autorais.¹¹ Em segundo, de acordo com a normatização local, atribui-se à ferramenta de emissão – ou de criação do valor mobiliário – a denominação “certificado”. Essa denominação, aliás, já é praticada nos recebíveis imobiliários (Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI) e do agronegócio (Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRA).

2.2 Motivação

No final da década de 1970, passou-se a questionar se as instituições de poupança (*thrifts*),¹² até então o carro-chefe do financiamento imobiliário nos Estados Unidos, teriam capacidade de financiar a crescente procura por imóveis residenciais, devido, inclusive, às “pressões demográficas”, associadas à demanda da geração *baby boom*¹³ (Ranieri, 1996, p. 31-32). Diante do fato, procurou-se identificar uma técnica financeira que permitisse pay-pass a intermediação tradicional,¹⁴ de modo a viabilizar uma conexão direta entre os ofertantes e os demandantes de capital, entendida como crucial à suplementação da oferta creditícia. Ranieri diz:

a *história da securitização* remonta à década de 70. Nessa época, o financiamento imobiliário era *fundado* nas captações das *thrifts* que, sequencialmente, eram repassados aos demandantes de imóveis [a taxas fixas]. *Questões demográficas* passaram a *ameaçar* a capacidade dessa sistemática em satisfazer a demanda [geração *baby boom*]. As *thrifts*, por si, não eram um *problema*; o *problema* era a capacidade, ou não, de seus *balanços crescerem*, de modo a *acompanhar a procura* (Ranieri, 1996, p. 31 e 32, tradução nossa, grifos nossos).

(...)

Wall Street [leia-se: o mercado financeiro] procurou contornar esse *problema*, através de *fontes alternativas de recursos*... A *primeira tentativa* foi utilizar os financiamentos imobiliários como colateral [lastro] à emissão de títulos de longo prazo para alavancar o *funding*. Constatou-se, no entanto, que essa prática era *ineficiente*, entre outras coisas, pela *sobrecolateralização* [o valor de face dos financiamentos era (muito) superior ao dos títulos derivados], *não resolvendo*, portanto, o *problema*. Desenvolveu-se, então, uma *técnica financeira* conhecida *pass-through*, na qual os financiamentos eram convertidos em *mortgage backed securities* (MBS)¹⁵ e, então, cedidos a um *truste*, que os vendia aos *investidores* (Ranieri, 1996, p. 32, tradução nossa, grifos nossos).

Do trecho transcrito, depreende-se que a securitização foi uma técnica carreada pelo mercado para contornar a escassez de fundos, diante da crescente demanda por imóveis. Inicialmente, procurou-se utilizar os financiamentos bancários como colateral à emissão de títulos,¹⁶ mas a tentativa não foi exitosa, porque se sujeitam a uma expressiva

9. Ou uma “cessão de crédito onerosa” (Ribeiro, 2014, p. 111).

10. Entendida como o marco regulatório da securitização no Brasil.

11. Por exemplo, *Bowie Bonds*.

12. As *thrifts* operavam como intermediários financeiros, captando recursos dos poupadores e repassando aos interessados em financiar seu imóvel.

13. Crescimento demográfico associado à população nascida após a Segunda Guerra Mundial.

14. Conforme Kendall (1996, p. 1).

15. Valores mobiliários, apoiados em hipotecas.

16. Chama-se a atenção para que utilizar o financiamento como colateral à emissão de títulos não se alinha ao processo de securitização, principalmente, porque inexistente a participação do trustee. Ou seja, o financiamento comporta-se como uma simples garantia para a antecipação dos recebíveis, nos moldes de uma alienação fiduciária de um automóvel.

sobrecolateralização em razão da discrepância entre valor real e de face, o que arrefecia a capacidade de alavancagem das operações securitizadas.¹⁷ Diante do fato, desenvolveu-se uma nova técnica financeira na qual os financiamentos eram convertidos em valores mobiliários – *mortgage backed securities*, no caso das hipotecas, ou *asset backed securities*, para os títulos em geral – e posteriormente cedidos a um truste,¹⁸ de modo a “isolá-los” do balanço patrimonial dos credores originais (Kendall, 1996, p. 2; Fabozzi, 2007, p. 7).

Esse isolamento – tecnicamente, uma operação *true sale* ou cessão perfeita e acabada¹⁹ – imuniza as *securities*, em caso de bancarrota desses credores, tornando-as, desse modo, mais atrativas aos investidores.²⁰ Com isso, os custos de captação minoraram, viabilizando um *funding* mais robusto – e barato – às novas concessões de crédito pelos bancos. Transcreve-se a visão de Schwarcz sobre a última questão comentada:

a securitização é uma *alquimia*. Na securitização, a companhia *descontrói-se parcialmente*, separando os ativos mais líquidos do risco,²¹ geralmente, associado à *própria companhia*. A companhia pode, então, utilizar esses ativos para *levantar fundos* no mercado de capital [por meio da securitização] a um *menor custo*, caso o risco da companhia permanecesse a ela atachado (Schwarcz, 1994, p. 135, tradução nossa, grifos nossos).

Na próxima subseção, abordaremos em maior detalhe os elementos da securitização. Destacamos que as atipicidades dessa técnica financeira, como a securitização sintética,²² não serão analisadas nesta nota, uma vez que não acolhem por completo os elementos centrais necessários à securitização tal como foi internalizada no ordenamento jurídico nacional, e, destarte, escapam ao objetivo da pesquisa.

2.3 Elementos

Na figura 1, apresentam-se os elementos básicos da securitização de recebíveis, fragmentados em *insumo*, *estrutura* e *produto*. Observa-se que o primeiro dos elementos – o insumo – tem início na figura do devedor, que, ao tomar recursos emprestados, gera um fluxo de recebíveis²³ ao originador de crédito. Esse fluxo é, então, repassado a um truste, via de regra, representado por uma Sociedade de Propósito Específico (SPE),²⁴ que constitui a estrutura (ou seja, o segundo elemento da securitização), isolando-o do balanço do credor original; assim se concretiza a já mencionada *true sale*, ou a cessão perfeita e acabada dos ativos. Empossada dos ativos, a SPE então os converte em valores mobiliários – que são o terceiro elemento, o produto –, utilizando-se de alguns mecanismos e instituições de suporte para diminuir a assimetria de informação entre as partes, tais como agências de classificações de risco e seguradoras, além de colaterais para reforço de crédito,²⁵ a fim de torná-los mais perfilados/atraentes ao *pool* (grupo) de investidores (Kendall, 1996, p. 3; Lipson, 2012, p. 10).

17. De duas a três vezes o valor de face dos financiamentos concedidos (Conforme Ranieri, 1996, p. 31).

18. Truste é mais um conceito do que uma “entidade legal” (Kothari, 2006, p. 635, *apud* Pinheiro, 2008, p. 43). Oriundo da jurisprudência inglesa, o termo significa a relação fiduciária (de confiança) entre duas partes, na qual o “trustee” se encarrega de administrar o patrimônio do beneficiário (Downes e Goodman, 1991, p. 485 *apud* Pinheiro, 2008, p. 43).

19. Conforme Mendes (2014, p. 51).

20. Mais atrativas porque, em vez do balanço do originador, os investidores passaram a focar, estritamente, no risco dos recebíveis. Ver Schwarcz (1994), Fabozzi (2007), Lipson (2012) e Bavoso (2013).

21. Sua “carteira de referência”, conforme Jobst (2008, p. 49).

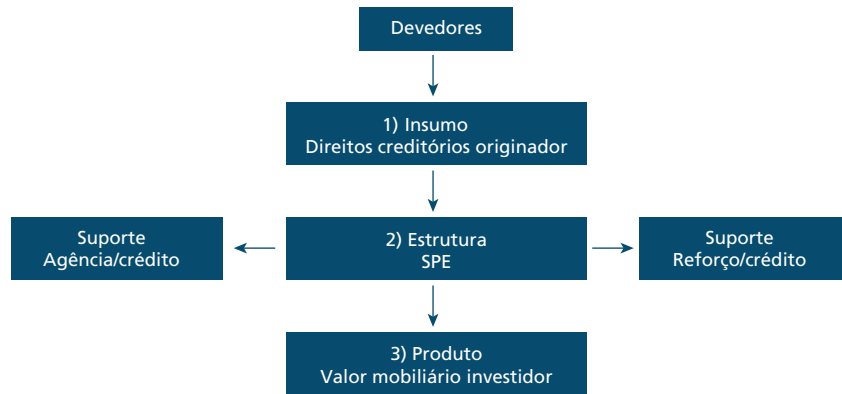
22. Na securitização sintética, vende-se, apenas, o “risco de crédito”, associado a um determinado conjunto de ativos – via de regra, sua fatia menos líquida –, sem a transferência do ativo ou dos recebíveis como um todo, conforme Jobst (2008, p. 49). Sendo assim, não se faz necessária a presença, por exemplo, do elemento “estrutura” da securitização tradicional, atipicidade que fundamenta sua exclusão do processo analítico. Informações aprofundadas sobre a securitização sintética podem ser encontradas em Kaya (2017) e em Pension Fund for Care and Well-Being (PFZW), disponível em: <<https://www.pfzw.nl/en/about-us.html>>.

23. Também denominados como colaterais subjacentes do processo de securitização.

24. Ou Veículo de Propósito Específico (VPE). Vale mencionar que, na terminologia anglo-saxã em que se originou esse conceito, o termo “específico” é substituído por “especial”. A tradução mais adequada seria, então, Sociedade (ou Veículo) de Propósito Especial, conforme salienta Pinheiro (2008, p. 42).

25. Os *credit enhancement* (reforço de crédito) subdividem-se em internos e externos. No primeiro caso, encontram-se, entre outros mecanismos, o *excess spread* (remuneração excedente), quando a média ponderada dos cupons pagos pelas *securities* é inferior à média ponderada dos juros pagos pelos recebíveis; os *subordinated securities* (tranches subordinadas, abordadas mais à frente), quando existe uma prioridade entre os investidores – que são remunerados por isso –, no que tange aos pagamentos; e a sobrecolateralização, quando o valor dos recebíveis suplanta o valor das *securities*. Já no segundo caso, encontram-se, entre outros mecanismos, as *letters of credit* (carta de crédito), quando, por exemplo, um banco concede um crédito, no caso de uma insuficiência de recurso ao pagamento dos investidores; e os *financial insurance* (seguro financeiro), quando uma companhia seguradora suporta a operação (Kendall, 1996, p. 4; Fabozzi, 2007, p. 9; Mandel, Morgan e Wei, 2012, p. 37).

FIGURA 1
Elementos da securitização de recebíveis



Elaboração do autor.

Cabe destacar aqui um ponto nevrálgico à lisura e eficiência do processo – qual seja, que o truste opera costumemente sob um regime fiduciário no qual os recebíveis constituem um patrimônio afetado em favor dos investidores. Isso significa que ele não se apodera do *pool* de ativos, apenas o administra segundo critérios pré-estabelecidos de transparência e desempenho, devendo buscar sempre o interesse dos investidores em primeiro lugar (Chalhub, 2009 *apud* Buranello, 2015, p. 167).

Outro ponto essencial é o grau de autonomia do truste quanto ao gerenciamento do fluxo financeiro do contrato (ou estrutura de pagamentos),²⁶ que consiste no direcionamento das receitas dos recebíveis para efetuar os pagamentos aos investidores (Fabozzi e Kothari, 2008; Tavakoli, 2008). As duas opções se diferem, basicamente, pelo grau de interferência do truste nesse direcionamento.

No primeiro caso, retratado na figura 2, encontra-se o modelo *pass-through*. Os certificados da securitização²⁷ classificam-se como de “classe única”; vale dizer, a SPE age como um mero canal de repasse de recursos, distribuindo os valores de forma *pro rata*²⁸ aos investidores, uma vez que estes possuem os mesmos direitos e prioridades nesses créditos (Fabozzi e Kothari, 2008; Tavakoli, 2008). Em suma, pode-se postular que existe um pleno sincronismo entre as entradas e as saídas, não havendo, assim, interferência do truste sobre o fluxo financeiro.

FIGURA 2
Securitização de recebíveis: modelo *pass-through*



Elaboração do autor.

Já na segunda opção, temos o modelo *pay-through*, retratado na figura 3, no qual os certificados da securitização se classificam como de “múltiplas classes”, indicando que agora a SPE não mais age como um mero canal de repasse na distribuição dos valores. A partição, em vez do formato *pro rata*, acolhe o quesito “prioridade”²⁹ em relação aos pagamentos, viabilizado pela subordinação/hierarquia entre valores mobiliários emitidos (Fitch, 1993, p. 584 *apud* Pinheiro, 2008, p. 40). Beneficiam-se, primeiramente, os investidores da tranche sênior (a de menor risco); posteriormente, os investidores da tranche mezanino (de risco intermediário); e, por fim, os investidores da tranche júnior (maior risco), mimetizando, desse modo, a cadência de um *cash flow waterfall*.³⁰

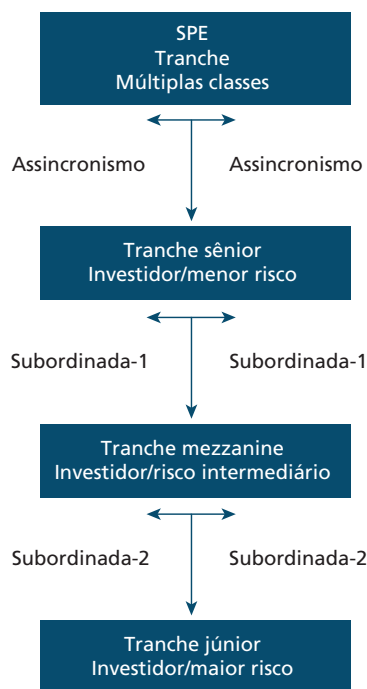
26. Conforme Ribeiro Júnior (2019, p. 34).

27. “*Pass-through certificates*”, conforme Fabozzi e Kothari (2008, p.10).

28. Ou seja, proporcionalmente, à fração adquirida da tranche.

29. Conforme Fitch (1993, p. 584 *apud* Pinheiro, 2008, p. 40).

30. Ou seja, neste caso, o fluxo financeiro se assemelha a uma queda d’água/cachoeira, com diferentes níveis e velocidades (Fabozzi, Davis e Choudhry, 2006, p. 107).



Elaboração do autor.

Registre-se, ainda, que é permitido a SPE reinvestir os “recebíveis-lastró”, adequando-os ao *timing* dos pagamentos a investidores, prática denominada *revolvência*³¹ no arcabouço normativo brasileiro (Ribeiro Júnior, 2019, p. 34).

Em suma, pode-se postular que, no modelo *pay-through*, ao contrário do anterior, existe um assincronismo entre as entradas e as saídas, caracterizando assim uma margem de interferência (e responsabilidade) muito maior do truste sobre o fluxo financeiro do contrato de securitização.

2.4 Potenciais benefícios

Os potenciais benefícios da securitização atingem tanto o originador do crédito quanto o investidor (Pinheiro, 2008). Além disso, podem ser segmentados em benefícios financeiros diretos e indiretos,³² acolhendo, inclusive, outros *não financeiros* igualmente relevantes.³³ Analisamos, a seguir, o caso de um originador e de um investidor.

Benefícios financeiros diretos para o originador:

- 1) Redução dos custos de captação: mediante a segregação do risco do originador em relação ao conjunto de recebíveis – lastro da securitização –, a técnica financeira permite uma redução dos custos de captação, quando comparada com a sistemática tradicional do sistema bancário e mercado de capitais (Schwarcz, 1994; Lipson, 2012; Fabozzi, 2007).
- 2) Diversificação dos mecanismos de financiamento: neste caso, a exemplificação é a forma mais inteligível de se absorverem os conceitos. Citou-se na introdução da nota que a primeira securitização de recebíveis no Brasil foi protagonizada pelo Mesbla Trust, em 1992. O principal motivo da operação é que o originador dos créditos, a Mesbla, diante da resistência do setor bancário à concessão de crédito adicional,³⁴ se viu obrigada a recorrer à securitização de recebíveis a fim de levantar fundos adicionais. Em suma, por vezes, a securitização abre janelas à captação de recursos até então fechadas ou restritas, restando como a única opção diante da resistência das tradicionais instituições provedoras de *funding* em assumir o risco dessa operação ou mesmo insuficiência dos canais convencionais de crédito (Fabozzi, 2007).

31. Conforme Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Instrução Normativa nº 600/2018, em se tratando de CRA: “Art. 7º. É permitida a *revolvência* nas situações em que o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos e insumos agropecuários vinculados ao CRA não permita que, *na sua emissão*, sejam vinculados *direitos creditórios* com prazos *compatíveis ao vencimento do certificado*. § 1º. Para fins desta Instrução, considera-se *revolvência a aquisição de novos direitos creditórios* do agronegócio com a utilização *dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais* vinculados à emissão (grifos nossos).

32. Conforme Fabozzi (2007) e Lipson (2012).

33. Conforme Kendall (1996) e Brendesel (1996).

34. Mesmo sendo uma grande varejista nacional, a Mesbla enfrentava uma crise financeira desde o fim da década de 1980, entrando finalmente em estado falimentar em 1999.

- 3) Transferência do risco de recebíveis: a mencionada *true sale* (ou cessão perfeita e acabada) dos direitos creditórios permite que o originador não arque com os riscos dos recebíveis. O repasse do risco a terceiros abre espaço para concessões de créditos descuidadas ou mesmo oportunísticas, que já foram apontadas como uma das causas da crise do *subprime*. Porém, não se deve generalizar: a transferência de risco não implica o descuido com as concessões, uma vez que a reputação do originador também está em jogo. Além disso, toda operação de securitização deve ser calçada numa avaliação criteriosa da atuação do originador por parte das agências de classificação de crédito e demais instituições supervisoras do mercado (Lipson, 2012, p. 11).
- 4) Aumento da liquidez: a “alquimia” da securitização – expressão cunhada por Schwarcz (1994) – apoia-se, exatamente, no fato de a técnica financeira transformar ativos ilíquidos em ativos líquidos. Na prática, significa diversificar as fontes de captação, o que permite frequentemente alcançar um custo menor do que a captação tradicional, uma vez que diminui a dependência do tomador em relação ao emprestador convencional.
- 5) Agregar valor: mediante a constituição de tranches – fatias de ativos com níveis de risco e remuneração alinhado – permite-se um casamento (melhor talhado) entre o originador e o investidor, podendo, assim, agregar valor ao *pool* de recebíveis (Fabozzi, 2007). Em outras palavras, a securitização permite a criação de contratos sob medida das partes, com vantagens em relação aos instrumentos genéricos de transferência de ativos.

Benefícios financeiros indiretos para o originador:

- 1) Capital regulatório: no sistema financeiro (bancos comerciais, especificamente), toda concessão de crédito redundante em um provisionamento de recursos voltado a liquidações duvidosas. Esses provisionamentos, portanto, encurtam a liquidez dos bancos, arrefecendo sua capacidade de gerar novos empréstimos e/ou financiamento. Assim, mediante a cessão de recebíveis – lastreados nos créditos concedido –, esse capital provisionado não se faz mais necessário, expandindo, desse modo, a liquidez do originador (Fabozzi, 2007).
- 2) Alavancagem ou razão *debt-to-equity*: o grau de alavancagem é um parâmetro de hígidez empresarial: quanto maior a razão entre o patrimônio próprio e o passivo da empresa, maior essa hígidez. Sendo assim, por meio da cessão dos recebíveis, a empresa consegue aumentar seu patrimônio próprio sem recorrer ao endividamento, o que permite aumentar a liquidez de seus ativos conservando a robustez patrimonial, auferindo assim todos os benefícios a ela atrelados (Schwarcz, 1994).

Benefícios financeiros diretos para o investidor:

- 1) Remuneração: as cessões onerosas costumam melhor remunerar os investidores, via tranches, pois casam as afinidades ao risco com os papéis ofertados.³⁵
- 2) Diversificação: a securitização amplia as opções em termos de renda fixa e, por reboque, as escolhas mais adequadas ao perfil do investidor (Pinheiro, 2008).
- 3) Liquidez: os papéis são altamente vedáveis e a taxas não são desanimadoras, devido ao dinamismo de mercado secundário; frisa-se com perfil globalizado (Kendall, 1996).

Benefícios sociais para o investidor:

- 1) Divisão do trabalho: a securitização abriga um amplo leque profissional, indo desde o originador dos recebíveis até as agências de suporte, classificam os direitos creditícios. Esse *pool* de agentes envolvidos adensa a divisão social do trabalho, criando uma espécie de sinergismo societário, associável à ideia de capital social (Brendesel, 1996; Kliksberg, 1999, p. 83).

3 TENTATIVAS LEGAIS À IMPLEMENTAÇÃO DA SECURITIZAÇÃO NO GOVERNO FEDERAL

Em nível federal, as tentativas legais de securitização de débitos fiscais, inscritos ou não na dívida ativa da União, incluem: o Projeto de Lei (PL) nº 3.337/2015; o Projeto de Lei Complementar (PLP) nº 181/2015; o Projeto de Lei do Senado nº 204/2016; e a Emenda Aglutinativa do Plenário (EMA) nº 1, da Proposta de Emenda Parlamentar (PEC) nº 23/2021 (Silva, 2016; Securitização..., 2017). Suas especificidades serão detalhadas a seguir. O art. 39 da Lei nº 4.320 discorre sobre conceitos presentes nessas leis:

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; § 1º Os créditos de que *trata este artigo*, exigíveis *pelo transcurso do prazo para pagamento*, serão inscritos, na forma da legislação própria, como *Dívida Ativa*, em registro próprio, após apurada a sua liquidez e certeza, e a respectiva receita será escriturada a esse título. § 2º *Dívida Ativa Tributária* é o crédito da Fazenda Pública dessa natureza, proveniente de obrigação legal relativa a tributos e respectivos adicionais e multas, e *Dívida Ativa não Tributária* são os demais créditos da Fazenda Pública, tais como os provenientes de empréstimos compulsórios, contribuições estabelecidas em lei, multa de qualquer origem ou natureza, exceto as tributárias, foros, laudêmios, aluguéis ou taxas de ocupação, custas processuais, preços de serviços prestados por estabelecimentos públicos, indenizações, reposições, restituições, alcances dos responsáveis definitivamente julgados, bem assim os créditos decorrentes de obrigações em moeda estrangeira, de sub-rogação de hipoteca, fiança, aval ou outra garantia, de contratos em geral ou de outras obrigações legais (Brasil, 1964, art. 39, grifos nossos).

1) PLP nº 3.337/2015³⁶

Dispõe sobre a *cessão (onerosa) de créditos da dívida ativa da União a pessoas jurídicas de direito privado*, de acordo com as seguintes prescrições:

Art. 2º A União, por intermédio da Advocacia-Geral da União, *fica autorizada a ceder a pessoas jurídicas de direito privado* créditos referentes à sua *dívida ativa consolidada*.

Art. 3º A cessão se dará por licitação na *modalidade leilão*, considerado vencedor o licitante que oferecer o *menor valor de deságio* entre o crédito cedido e o valor pago à União.

Art. 5º A cobrança correrá por *conta e risco da instituição financeira* [pessoas jurídicas de direito privado habilitada à aquisição] respondendo a União exclusivamente pela existência e legalidade do crédito.

Art. 9º *Os Estados, Distrito Federal e Municípios*, mediante lei, poderão autorizar a cessão de seus créditos (Brasil, 2015a, grifos nossos).

2) PLP nº 181/2015³⁷

Modifica a Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 – Código Tributário Nacional, para dispor sobre cessão de créditos da dívida ativa consolidada a instituições financeiras.

Art. 1º A Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 – Código Tributário Nacional, passa a vigorar com as seguintes modificações:

Art. 204-A. A *União, Estados, Distrito Federal e Municípios* podem, mediante lei, *ceder créditos tributários de sua dívida ativa* consolidada a *pessoas jurídicas de direito privado*.

§ 1º O crédito cedido mantém as *garantias e privilégios* assegurados à dívida ativa da Fazenda Pública.

§ 2º A cessão a que se refere o *caput* pode ser feita com *deságio*.

§ 3º O cedente *responde* perante o cessionário somente pela *existência e legalidade* do crédito (Brasil, 2015b, grifos nossos).

3) Projeto de Lei do Senado nº 204/2016.³⁸

Dispõe sobre a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação.

Art. 1º Inclua-se na Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964, o seguinte artigo 39-A:

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*.

§ 1º *Para gozar da permissão* de que trata o *caput*, a cessão deverá observar as características e os limites seguintes:

III – corresponder a operações definitivas e que *não acarretem para o cedente a responsabilidade pelo efetivo pagamento* a cargo do contribuinte ou de qualquer outra espécie de compromisso financeiro;

§ 2º *As cessões* realizadas nos termos deste artigo *não caracterizam operação de crédito* nos termos definidos na Lei Complementar nº 101, de 2000 (Brasil, 2016, grifos nossos).

36. Autor: Deputado Vicente Cândido.

37. Autores: Deputado Vicente Cândido e outros.

38. Autor: Senador José Serra.

4) PLP nº 459/2017.³⁹

Altera a Lei nº 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 nº 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.

Art. 1º A Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964 passa a vigorar acrescida do seguinte art. 39-A

Art. 39-A. A União, o Estado, o Distrito Federal e o Município *poderão ceder onerosamente*, nos termos dessa Lei e de lei específica que o autorize, direitos originados *de crédito tributário e não tributário*, inclusive quando inscrito em dívida ativa, *a pessoas jurídicas de direito privado ou a fundo de investimentos regulamentados pela Comissão de Direitos Imobiliários (CVM).*

IV – Realizar-se mediante operação definitiva, *isentando o cedente de responsabilidade, compromisso ou dívida* de que decorra obrigação de pagamento, perante o cessionário (...)

A cessão de direitos creditórios não poderá abranger percentuais de crédito que, por força de regras constitucionais, pertençam a outros entes da Federação.

§ 4º As cessões de direitos creditórios realizadas nos termos deste artigo *não se enquadram nas definições de que tratam os incisos III e IV do art. 29 e o art. 37 da Lei nº 101, de 4 de maio de 2000, (...) sendo consideradas operações de venda definida de patrimônio.*

§ 5º As cessões de direitos creditórios tributários são consideradas atividades da administração tributária, não se aplicando a *vedação constante do inciso IV do art. 167 da Constituição Federal* aos créditos originados de impostos (...)

§ 6º A receita de capital decorrente da venda de ativos de que trata este artigo observará o disposto no art. 44 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, (...) devendo-se destinar pelo menos 50% desse montante a despesas associadas ao *regime de previdência social*, e o restante, *a despesas com investimentos* (Brasil, 2017, grifos nossos).

5) EMA nº 1 – PEC nº 23/2021⁴⁰

Modifica o Regime de Precatórios da União.

Art. 1º A Constituição passa a vigorar com as seguintes alterações:

Art. 167 São vedados (...)

I – *A vinculação de receita de impostos a órgão, fundo ou despesa, ressalvadas a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159, a destinação de recursos para as ações e serviços públicos de saúde, para manutenção e desenvolvimento do ensino e para realização de atividades da administração tributária, como determinado, respectivamente, pelos arts. 198, § 2º, 212 e 37, XXII, e a prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita*, previstas no art. 165, § 8º, bem como o disposto no § 4º deste artigo (Redação dada pela Emenda Constitucional nº 42, de 19 de dezembro de 2003).

§ 7º *Não se aplica o disposto no art. 167, inciso IV, na hipótese de securitização de recebíveis* da dívida ativa.

§ 8º *A securitização de recebíveis da dívida ativa* deve restringir-se a direitos decorrentes de créditos já inscritos como dívida ativa em data anterior à da securitização *e classificados pelo respectivo órgão de cobrança como de difícil recuperação*, a partir de metodologia aprovada pelo Tribunal de Contas competente, caso não haja metodologia de classificação já aplicada pelo respectivo ente, anterior ao exercício de 2022 (Brasil, 2021, grifos nossos).

No quadro 1, sintetizam-se as informações mais relevantes dos projetos/propostas, apresentados. Chama-se a atenção, principalmente, que a expressão “securitização” não se fez presente no PL nº 3.337/2015, nº PLP nº 181/2015, no PLS nº 204/2016, e tampouco no PLP nº 459/2017, aparecendo, apenas, na EMA nº 1 – PEC nº 23/2021. Isso sugere que se evitou utilizá-la no texto legal, possivelmente em razão da indefinição semântica apontada anteriormente na segunda seção deste trabalho.⁴¹ No mais, a imprecisão quanto ao uso da expressão “securitização” em parte acolhe os interesses dos entes federativos, que poderiam então praticar a técnica financeira para diferentes modalidades de ativos públicos⁴² sem incorrer no ônus da imagem negativa do termo, além de flexibilizar seu alcance em termos de forma, deságio, entre outros fatores.

39. Autor: Senador Eunício Oliveira.

40. Autor: Poder Executivo.

41. Ou, alternativamente, “porque ainda não emergiu nenhuma *definição* que a descreva *satisfatoriamente*, a despeito de ser *amplamente discutida* nas esferas legal e financeira” (Shenker e Colletta *apud* Lipson, 2012, p. 1.231, tradução nossa, grifos nossos).

42. Por exemplo, créditos tributários e não tributários, inscritos ou não na dívida ativa.

QUADRO 1

Síntese dos projetos/propostas listados

	Ente federativo	Ativo	Método	Forma	Deságio	Cessionário	Risco de Crédito	Direcionamento dos recursos
PL nº 3.337/2015	União, estados e municípios	Créditos da dívida ativa	Cessão onerosa	Leilão	Autorizado	Pessoa jurídica/direito privado	Transferido ao investidor	Não citado
PLP nº 181/2015	União, estados e municípios	Crédito tributário/dívida ativa	Novação/substituição do credor	Não citado	Autorizado	Instituição financeira	Transferido ao investidor	Não citado
PLS nº 204/2016	União, estados e municípios	Créditos tributários e não tributários/inscritos ou não na dívida ativa	Cessão direitos creditórios	Não citado	Não citado	Pessoa jurídica/direito privado	Transferido ao investidor	Não citado
PLP nº 459/2017	União, estados e municípios	Créditos tributários e não tributários/inscritos ou não na dívida ativa	Cessão onerosa	Não citado	Não citado	Pessoa jurídica/direito privado ou fundos de investimentos regulamentados pela CVM	Transferido ao investidor	50% a despesas associadas a regimes de previdência social e o restante a despesas com investimentos ¹
EMA nº 1 – PEC nº 23/2021	União, estados e municípios	Créditos tributários e não tributários/inscritos na dívida ativa	Securitização	Não citado	Não citado	Não citado	Não citado	Não citado

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Conforme Lei Complementar nº 101, art. 44.

4 COMENTÁRIOS SOBRE A NÃO REALIZAÇÃO DE OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO NO GOVERNO FEDERAL

Os entraves à securitização de recebíveis, lastreados na dívida ativa, envolvem, basicamente, a caracterização (ou não) de uma operação de crédito, resultando, desse modo, em um aumento do endividamento público, e a equivalência (ou não) a uma vinculação de receitas, prática constitucionalmente vedada.⁴³ Iniciando pelo binômio crédito/endividamento, vejamos as nuances que permeiam as situações listadas.

Enceta-se o binômio crédito/endividamento pela “natureza jurídica da operação”,⁴⁴ o que equivale dizer se a cessão onerosa é (ou não) algo similar a uma tomada de financiamento público. A resposta remete à Lei Complementar nº 101/2000 que, assim, se posiciona em relação ao caso:

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

II – *operação de crédito*: compromisso financeiro assumido em razão de *mútuo*, abertura de crédito, *emissão* e *aceite* de título, aquisição *financiada* de bens, *recebimento antecipado* de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, *arrendamento mercantil* e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de *derivativos financeiros* (Brasil, 2000, grifos nossos).

Depreende-se dessa redação que operações como a “emissão de títulos” guardam, pelo menos em seus propósitos – qual seja, antecipação de recurso – relativa similaridade à cessão onerosa de direitos creditórios.⁴⁵ No entanto, essa relatividade seria uma ocorrência, além de necessária, suficiente para equipará-las, em termos de natureza jurídica ou, melhor dizendo, em termos de essência e/ou princípio?

A resposta para esse questionamento pode se iniciar pela variável “endividamento”. Na cessão onerosa, o originador dos recebíveis não incorre em endividamento, e o mesmo vale caso emita títulos. De fato, e conforme demonstrado na seção anterior, por meio de uma *true sale* – venda perfeita e acabada –, os direitos creditórios são excluídos do patrimônio do originador e repassados a uma Sociedade ou VPE – truste, genericamente – que emite e vende os valores mobiliários lastreados em um *pool* de ativos a investidores. Conforme Ribeiro (2014, p. 117):

a operação, desse modo, pode ser descrita como uma *operação com ativos*, como a *alienação* de específico ativo (no caso, o fluxo a receber, decorrente de *um direito de crédito*), à semelhança do que poderia ocorrer com *outros ativos do estado* (bens móveis e/ou imóveis). Apenas se *transforma* uma riqueza estática em dinâmica.... Não há, portanto, que se *cogitar de reponsabilidade* do ente público cedente de garantia *de pagamento do fluxo adquirido pelos investidores* ou de contratação de dívida. Tem-se somente a *alienação de um ativo* (...). Na *emissão de um título público* [por sua vez], a figura mais assemelhada é o *mútuo*, o *empréstimo em dinheiro* (grifos nossos).

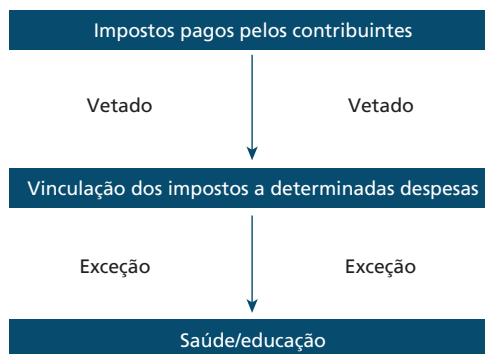
Migrando ao elemento “vinculação de receita”, os contra-argumentos brotam com mais naturalidade. A crítica, esquematizada na figura 4, apoia-se, legalmente, na Constituição Federal de 1988 (CF/1988), que veta a vinculação de receitas, excetuando-se, entre outras situações, as associadas às funções saúde e educação. Transcreve-se a redação legal.

Art. 167. São vedados

I – A *vinculação de receita de impostos* a órgão, fundo ou despesa, *ressalvadas* a repartição do produto da arrecadação dos impostos a que se referem os arts. 158 e 159, a *destinação de recursos* para as ações e serviços públicos de *saúde* [ASPS], para manutenção e desenvolvimento do *ensino* [MDE] e para realização de atividades da administração tributária, como determinado, respectivamente, pelos arts. 198, § 2º, 212 e 37, XXII, e a *prestação de garantias às operações de crédito por antecipação de receita*, previstas no art. 165, § 8º, bem como o disposto no § 4º deste artigo (Brasil, 1988, grifos nossos).

FIGURA 4

Vinculação de receitas



Elaboração do autor.

43. Conforme Fratelli (2022), Ribeiro Júnior (2019), Securitização... (2017), Silva (2016), TCU (2016) e Ribeiro (2014).

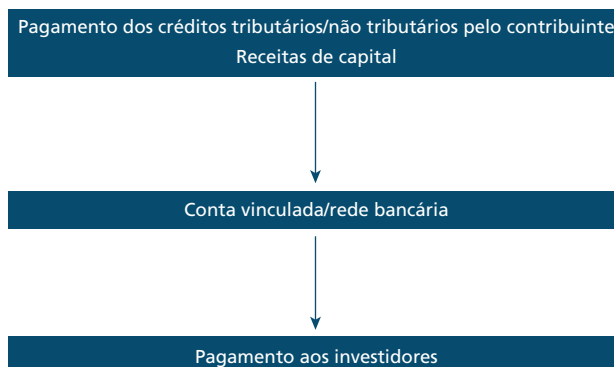
44. Conforme TCU (2016).

45. Nesse caso, créditos tributários e não tributários inscritos ou não em dívida ativa.

No caso da cessão onerosa de recebíveis, as alterações são claras e, como tal, incontestes, como ilustrado na figura 5. Observa-se, de antemão, que não se trata de receita corrente (impostos), mas de receita de capital, que consiste de um *pool* de ativos, não existindo, portanto, qualquer impedimento à sua vinculação.

FIGURA 5

Cessão onerosa e vinculação de receitas



Elaboração do autor.

O que existe, no entanto, são as limitações impostas às receitas desta natureza, explicitadas na Lei Complementar nº 101/2000⁴⁶ e na Resolução do Senado Federal nº 43/2001.⁴⁷ Transcrevem-se, pela ordem, as redações legais:

Art. 44. *É vedada a aplicação da receita de capital derivada da alienação de bens e direitos que integram o patrimônio público para o financiamento de despesa corrente [em linha, portanto, com a denominada “regra de ouro” das finanças pública],⁴⁸ salvo se destinada por lei aos regimes de previdência social, geral e próprio dos servidores públicos (Brasil, 2000, grifos nossos).*

Art. 5º *É vedado aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios:*

VI – Em relação aos créditos decorrentes do direito dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal, de participação governamental obrigatória, nas modalidades de *royalties*, participações especiais e compensações financeiras, no resultado da exploração de petróleo e gás natural, de recursos hídricos para fins de energia elétrica e de outros recursos minerais no respectivo território, plataforma continental ou zona econômica exclusiva:

- a) *ceder direitos relativos a período posterior ao do mandato do chefe do Poder Executivo, exceto para capitalização de Fundos de Previdência ou para amortização extraordinária de dívidas com a União;*
- b) *dar em garantia ou captar recursos a título de adiantamento ou antecipação, cujas obrigações contratuais respectivas ultrapassem o mandato do chefe do Poder Executivo (Brasil, 2001, grifos nossos).*

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Nesta *Nota Técnica*, discutiram-se o conceito e a operacionalização da securitização de recebíveis e os obstáculos à securitização no setor público federal no Brasil – mais precisamente, créditos tributários e não tributários inscritos ou não em dívida ativa. Após explicitar a técnica financeira, discutimos as tentativas legais à sua concretização e os principais entraves à sua realização no âmbito do governo federal, destacando que tais iniciativas pecam no quesito fundamento: a relação de crédito e endividamento não se confunde com cessão onerosa de recebíveis, tampouco a transferência dos recursos recebidos a investidores equivale a uma vinculação de receita.

Assim, para fazer avançar a securitização no setor público federal, é necessário qualificar essas iniciativas, definindo com clareza as atribuições e responsabilidades, bem como o alcance dos direitos de cada agente participante, além da atuação de instituições e regras de suporte ao adimplemento dos contratos, em consonância com as melhores práticas internacionais. O retorno do debate sobre a securitização de ativos públicos federais num futuro próximo permitiria a construção de soluções benéficas às finanças públicas, particularmente, se zelo e criatividade forem inseridos na estruturação dessas operações.

46. Conforme Ribeiro (2014, p.114).

47. Conforme Ribeiro (2014, p. 114).

48. A saber: as receitas de capital não devem exceder as despesas de capital (CF/1988, art. 187, III).

ALBERTAZZI, Ugo. *et al. Securitization is not that evil after all*. Basel: BIS, 2011. (Working Papers, nº 341). Disponível em: < <https://www.bis.org/publ/work341.pdf>>.

BAVOSO, Vincenzo. Financial innovation and structured finance: the case of securitisation. **The Company Lawyer**, v. 34, n. 1, p. 3-12, 2013. Disponível em: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2012042>.

BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; TORRES FILHO, Ernani Teixeira. Analisando a crise do *subprime*. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.15, n.30, p. 129-159, dez. 2008.

BRASIL. Lei 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. **Diário Oficial**, Brasília, 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4320.htm#:~:text=LEI%20No%204.320%2C%20DE%2017%20DE%20MAR%3%870%20DE%201964&text=Estatui%20Normas%20Gerais%20de%20Direito,Munic%3%ADpios%20e%20do%20Distrito%20Federal.>.

_____. **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília: Presidência da República, 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>.

_____. Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. **Diário Oficial**, Brasília, 2000. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm>.

_____. Resolução do Senado Federal nº 43, de 21 de dezembro de 2001. Dispõe 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. **Senado Federal**, Brasília, 2001. Disponível em: <<https://www.legisweb.com.br/legislacao/?id=97693#:~:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20as%20opera%C3%A7%C3%B5es%20de,autoriza%C3%A7%C3%A3o%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%Aancias.>>.

_____. Câmara dos deputados. Projeto de Lei nº 3.337, de 2015. Dispõe sobre a cessão de créditos da Dívida Ativa da União a pessoas jurídicas de direito privado e dá outras providências. **Câmara dos Deputados**, Brasília, 2015a. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1728497>.

_____. Projeto de Lei Complementar nº 181, de 2015. Modifica a Lei nº 5.172, de 25 de outubro de 1966 – Código Tributário Nacional, para dispor sobre cessão de créditos da dívida ativa consolidada a instituições financeiras. **Diário Oficial**, Brasília, 2015b. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2018511#:~:text=PLP%20181%2F2015%20Inteiro%20teor,Projeto%20de%20Lei%20Complementar&text=Modifica%20a%20Lei%20n%C2%BA%205.172,ativa%20consolidada%20a%20institui%C3%A7%C3%B5es%20financeiras.>>.

_____. Senado Federal. Projeto de Lei do Senado nº 204, de 2016. Dispõe sobre a cessão de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários dos entes da Federação. **Diário Oficial**, Brasília, 2016. Disponível em: <https://legis.senado.leg.br/sdleggetter/documento?dm=4160857&ts=1630429778409&disposition=inline&_gl=1*cnq6ki*_ga*MjAxNzk3NjAxLjE2ODEyMTYxNTQ.*_ga_CW3ZH25XMK*MTY4MTIzMjg4MC4yLjAuMTY4MTIzMjg4MC4wLjAuMA..>.

_____. Projeto de Lei Complementar nº 459, de 13 de dezembro de 2017. Altera a Lei nº 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 nº 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. **Senado Federal**, Brasília, 2017. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2166464>>.

_____. Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 603/18. Dispõe sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016. **Diário Oficial**, Brasília, 2018. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/600/inst600.pdf>>.

_____. Câmara Federal. Emenda Aglutinativa Substitutiva. Aglutina parte do art. 101-A do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias constante do art. 2º da Proposta de Emenda à Constituição 23/2021 com o Substitutivo adotado pela Comissão. **Diário Oficial**, Brasília, 2021. (EMA-1/PEC/23/2021). Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2099324>.

_____. Medida Provisória nº 1.103, de 15 de março 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro por meio de Sociedade Seguradora de Propósito Específico, as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis, e a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários. **Diário Oficial**, Brasília, 16 mar. 2022. Disponível em: <<https://legislacao.presidencia.gov.br/atos/?tipo=MPV&numero=1103&ano=2022&ato=ddeITRU1kMZpWTf#::-:text=Disp%C3%B5e%20sobre%20a%20emiss%C3%A3o%20de,a%20presta%C3%A7%C3%A3o%20do%20servi%C3%A7o%20de>>.

BRENDESEL, Leland. Securitization's role in housing finance: the special contributions of the government-sponsored enterprise – a new era in American finance. In: FISHMAN, Michael; KENDALL, Leon. **A primer on securitization**. Cambridge, United States: MIT Press, 1996.

BURANELLO, Renato. **Securitização do crédito como tecnologia para o desenvolvimento do agronegócio: proteção jurídica do investimento privado**. 2015. Tese (Doutorado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://repositorio.pucsp.br/jspui/handle/handle/6839>>.

EGGERT, Kurt. The great collapse: how securitization caused the subprime meltdown. **Connecticut Law Review**, v. 41, n. 4, maio 2009. Disponível em: <https://opencommons.uconn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1026&context=law_review#::-:text=The%20subprime%20meltdown%2C%20in%20turn,by%20pools%20of%20subprime%20loans>.

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. **Diário Oficial**, São Paulo, 2009. Disponível em: <<https://www.al.sp.gov.br/propositura/?id=887924>>.

FABOZZI, Frank. **Securitization: the tool of financial transformation**. New Haven, United States: Yale ICF, 2007. (Working Paper nº 07/2007). Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=997079>.

FABOZZI, Frank; KOTHARI, Vinod. **Introduction to securitization**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008.

FABOZZI, Frank; DAVIS, Henry; CHOUDHRY, Moorad. **Introduction to structured finance**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

JOBST, Andreas. What is securitization? **Finance and Development**, v. 45, n. 3, sep. 2008. Disponível em: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/basics.htm>>.

KAYA, Orçun. **Synthetic securitisation: making a silent comeback**. Frankfurt: Deutsche Bank Research, 2017. Disponível em: <https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD000000000441788/Synthetic_securingisation%3A_Making_a_silent_comeback.pdf?undefined&reload=cbhwn2oKa64cglC7P1qQ/0s78GbcJmnPrJp40Be9isiHF/pEtX-Ur1oHvA2UF5yv>.

KENDALL, Leon. Securitization: a new era in American finance. In: FISHMAN, Michael.; KENDALL, Leon. **A primer on securitization**. Cambridge, United States: MIT Press, 1996.

KLEE, Kenneth; BUTLER, Brendt. Asset-backed securitization, special purpose vehicles and others securitization issues. **UCC Law Journal**, v. 35, n. 2, 2002. Disponível em: <<https://heinonline.org/HOL/LandingPage?handle=hein.journals/unicolaj35&div=14&id=&page=>>>.

KLIKSBERG, Bernardo. Social capital and culture: master keys to development. **Cepal Review**, n. 69, dez. 1999. Disponível em: <<https://www.un-ilibrary.org/content/journals/16840348/1999/69/5>>.

LIPSON, Jonathan. Re: defining securitization. **Southern California Law Review**, v. 85, p. 1229, 2012. Disponível em: <<https://southern.california.lawreview.com/2012/07/10/re-defining-securitization-article-by-jonathan-c-lipson/>>.

MANDEL, Benjamin; MORGAN, Donald; WEI, Chenyang. The role of bank credit enhancements in securitization. **FRBNY Economic Policy Review**, jul. 2012. Disponível em: <<https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/12v18n2/1207mand.pdf>>.

MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. **Securitização de créditos e a Lei 11.101/05**. 2013. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, fev. 2014. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-20012015-144438/publico/INTEGRAL_Tese_Helio_Mendes.pdf>.

PINHEIRO, Fernando Antônio Perrone. **Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes**. 2008. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-01102008-090522/pt-br.php>>.

PREFEITURA 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. **Diário Oficial**, Belo Horizonte, 2010. Disponível em: <<https://leismunicipais.com.br/a/mg/b/belo-horizonte/lei-ordinaria/2010/1001/10003/lei-ordinaria-n-10003-2010-autoriza-a-criacao-de-sociedade-sob-o-controle-acionario-do-municipio-de-belo-horizonte-e-estabelece-outras-disposicoes-relativas-a-atuacao-da-entidade>>.

RANIERI, Lewis. The origins of securitization, sources of this growth, and its future potencial. In: FISHMAN, Michael; KENDALL, Leon. **A primer on securitization**. Cambridge, United States: MIT Press, 1996.

RIBEIRO, Erick Tavares. Autonomia e federalismo: a securitização de ativos como alternativa para a obtenção de receita por estados e municípios. **Revista de Direito da Procuradoria Geral**, Rio de Janeiro, n. 68, 2014. Disponível em: <<https://pge.rj.gov.br/comum/code/MostrarArquivo.php?C=MTAwNg%2C%2C>>.

RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. **Elementos constitutivos da securitização de recebíveis no direito brasileiro**. 2019. Trabalho de Conclusão (Mestrado) – Escola de Direito de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/28074>>.

SCHWARCZ, Steven. The alchemy of asset securitization. **Stanford Journal of Law, Business & Finance**, v. 1, p. 133, 1994. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1839&context=faculty_scholarship>.

SILVA, José Mauro. **Cessão e securitização de recebíveis de créditos tributários**: Projeto de Lei do Senado nº 204/2016. São Paulo: Unifisco, 2016. Disponível em: <<https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/125723>>.

SECURITIZAÇÃO de recebíveis: créditos tributários e outros, inscritos, ou não, na dívida ativa. 28 abr. 2017. 1 vídeo (38 min 46 s). Publicado pelo Canal TV Classe Contábil. Disponível em: <(758) Securitização de Recebíveis - Créditos Tributários e outros, inscritos ou não em Dívida Ativa - YouTube>. Acesso em: 10 abr. 2022.

TAVAKOLI, Janet. **Structured finance and collateralized debt obligations**: new developments in cash and synthetic securitization. 2. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2008.

TCU – TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. **Processo 016.585/2009-0**. Acórdão 772/2016 - Plenário. 06.04.2016. Disponível em: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/#/documento/acordao-completo/*/KEY:ACORDAO-COMPLETO-1712063/NUMACORDAOINT%20asc/0>.

BIBLIOGRAFIA COMPLEMENTAR

ASHCRAFT, Adam. **How does tranching create economic value?** New York: Federal Reserve Bank of New York, 2005. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/cgfs23ashcraft.pdf>>.

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. **Diário Oficial**, Brasília, 26 nov. 2014. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp148.htm>.

CASAROTTO, João Pedro. A falsa solução das sociedades gestoras de ativos estatais. **Congresso em Foco**, Brasília, 20 set. 2016. Disponível em: <<https://congressoemfoco.uol.com.br/temas/economia/a-falsa-solucao-das-sociedades-gestoras-de-ativos-estatais/>>.

DELIVORIAS, Angelos. **Understanding securitisation**: background, benefits, risks. [s.l.]: EPRS, out. 2015. Disponível em: <[https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_IDA\(2015\)569017](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_IDA(2015)569017)>.

GAMBÔA, Celso Augusto. **O impulso da securitização no Brasil depois da regulamentação dos fundos de investimentos em direitos creditórios**. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/handle/handle/1473>>.

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. **Diário Oficial**, Belo Horizonte, 1999. Disponível em: <<https://cm-belo-horizonte.jusbrasil.com.br/legislacao/237072/lei-7932-99>>.

OLIVEIRA, Rafael Tomaz de; SCARPINO JÚNIOR, Luiz Eugênio. Securitização da dívida ativa não pode ser simples política de governo. **Consultor Jurídico**, 11 jul. 2015. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2015-jul-11/diario-classe-securitizacao-divida-ativa-nao-politica-governo>>.

SCHWARCZ, Steven. The future of securitization. **Connecticut Law Review**, v. 41, n. 4, maio 2009. Disponível em: <https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2092/>.

SILVA FILHO, Edison Benedito da. **Securitização de ativos públicos para financiamento de projetos de infraestrutura: o caso brasileiro e a experiência dos Brics**. Brasília: Ipea, 2014. (Texto para Discussão, n. 1.989).

SOUZA, Adriano Boni de. **Securitização de recebíveis de agroenergia: um estudo de caso baseado em títulos do agronegócio**. 2010. Dissertação (Mestrado) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2010. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/7784>>.

VINK, Dennis; THIBEAULT, André. **ABS, MBS and CDO compared: an empirical analysis**. The Journal of Structured Finance, v. 14, n. 2, p. 27-45, ago. 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1016854>.

EDITORIAL

Coordenação

Aeromilson Trajano de Mesquita

Assistentes da Coordenação

Rafael Augusto Ferreira Cardoso

Samuel Elías de Souza

Supervisão

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Revisão

Bruna Neves de Souza da Cruz

Bruna Oliveira Ranquine da Rocha

Carlos Eduardo Gonçalves de Melo

Elaine Oliveira Couto

Laize Santos de Oliveira

Luciana Bastos Dias

Rebeca Raimundo Cardoso dos Santos

Vivian Barros Volotão Santos

Débora Mello Lopes (estagiária)

Maria Eduarda Mendes Laguardia (estagiária)

Editoração

Aline Cristine Torres da Silva Martins

Mayana Mendes de Mattos

Mayara Barros da Mota

Capa

Danielle de Oliveira Ayres

Flaviane Dias de Sant'ana

*The manuscripts in languages other than Portuguese
published herein have not been proofread.*

Missão do Ipea

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.

ipea Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

MINISTÉRIO DO
PLANEJAMENTO
E ORÇAMENTO

GOVERNO FEDERAL
BRASIL
UNIÃO E RECONSTRUÇÃO