



Curso para advogados, conforme parceria proposta pelo CNASP e Instituto Trabalho à Fundação Sol e à Auditoria Cidadã da Dívida

EIXO 1

“Estado Brasileiro e Dívida Pública”

AULA 2 – “Securitização de Créditos Públicos e o aprofundamento da Financeirização no âmbito do Estado” – Autoria: Maria Lucia Fattorelli e Cristiano Girardello

AULA 2 – Securitização de Créditos Públicos e o aprofundamento da Financeirização no âmbito do Estado

Introdução geral

A chamada “securitização de créditos públicos” tem se tornado um modelo de negócios, mediante o qual **o mercado se apodera de recursos públicos antes mesmo que tais recursos alcancem os cofres públicos**, pois tais recursos são desviados durante o seu percurso pela rede bancária, tal como acontece em um empréstimo consignado¹, e não são sequer contabilizados no orçamento público.

Esse esquema tem sido usado para desviar **tributos** em alguns entes federados, nos quais foram criadas novas empresas estatais para operá-lo (como acontece, por exemplo, no Estado de São Paulo onde opera a CPSEC S/A; em Belo Horizonte, a PBH ATIVOS S/A; em Minas Gerais, a MGI INVESTIMENTOS S/A). Opera também para desviar outros tipos de receitas públicas, tais como **receitas de royalties de petróleo** (como no caso do Fundo RioPrevidência²), e **receitas comerciais** de exploração de nióbio em Minas Gerais, o que está sendo questionado por meio de ação civil pública³.

Apesar da proibição constitucional para vinculação de receitas de tributos (art. 167, IV da CF/88), e de não existir lei federal⁴ que autorize tal esquema de “securitização de créditos públicos”, tal como já está funcionando em alguns entes federados, chega a ser infame a criação de novas estatais “não-dependentes” para operar o esquema da securitização (com recursos fora do teto estabelecido pela EC-95, conforme art. 107, § 6º, IV do ADCT da CF/88), justamente quando inúmeras empresas estatais estratégicas e lucrativas (Petrobras, Eletrobras, Correios, Casa da Moeda, Banco do Brasil, Embraer etc.) estão sendo privatizadas.

Dedicaremos esta aula à abordagem de estudo de caso prático ocorrido em Belo Horizonte, onde opera a empresa PBH Ativos S/A, tendo em vista que a atuação dessa empresa foi objeto de uma CPI da Câmara Municipal; de Belo Horizonte⁵ e, posteriormente, de importante atuação do Tribunal de Contas de Minas Gerais⁶, que determinou a suspensão dos pagamentos das debêntures que já haviam sido emitidas e proibiu novas emissões. O caso é tratado também em ação popular⁷.

¹ <https://auditoriacidadada.org.br/conteudo/securitizacao-consignado-turbinado-de-recursos-publicos/>

² <https://auditoriacidadada.org.br/conteudo/desvio-de-recursos-vira-modelo-de-negocios-securitizacao-e-rioprevidencia/>

³ <https://auditoriacidadada.org.br/conteudo/securitizacao-do-niobio-em-minas-gerais/>

⁴ O PLP 459/2017 ainda não foi aprovado até a presente data. Ver apelo a parlamentares <https://auditoriacidadada.org.br/conteudo/alerta-contra-projetos-fraudulentos-de-desvio-de-recursos-publicos-plp-459-2017-e-pec-438-2018/>. As leis complementares 173/2020 e 179/2021 preveem, de forma restrita, securitização de dívidas de entes federados com garantia da União.

⁵ <https://auditoriacidadada.org.br/conteudo/relatorio-preliminar-especifico-de-auditoria-cidada-da-divida-no-2-2017/>

⁶ <https://www.tce.mg.gov.br/noticia/Detail/1111624409>

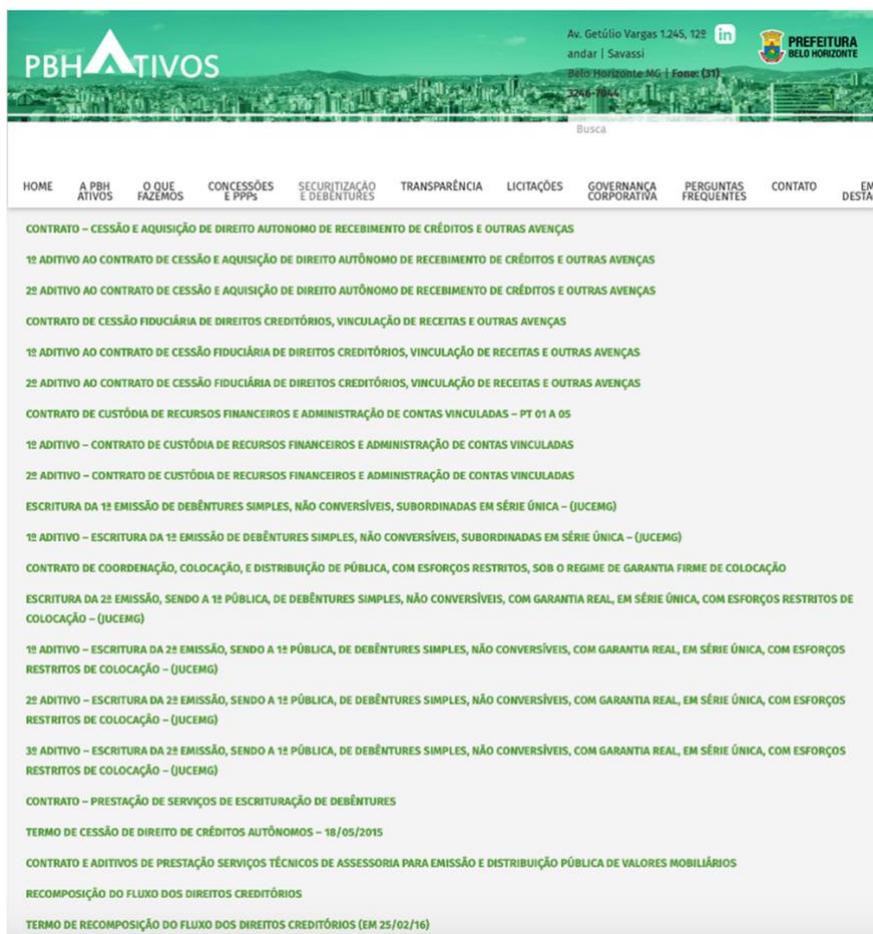
⁷ Ação Popular Nº 1009573-98.2019.4.01.3400 (Justiça Federal 1ª Região)

1 – Explicações iniciais sobre o esquema de Securitização de Créditos Públicos

Considerando que os entes federados (Estados e Municípios) foram proibidos de emitir títulos próprios de dívida pública, desde a década de 90, e a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) estabeleceu limites para o endividamento dos referidos entes, o esquema denominado “**Securitização de Créditos Públicos**”, sucedâneo dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP), tem sido implementado, em algumas localidades, para a realização de operação de crédito ilegal, utilizando-se de empresa estatal interposta, muito embora não exista autorização constitucional ou legislativa federal que respalde esta prática.

No caso do Município de Belo Horizonte, a empresa estatal criada para operar o esquema foi a PBH Ativos S/A. – que montou uma sofisticada “*engenharia financeira complexa e peculiar*” para camuflar a **operação de crédito ilegal, paga mediante o desvio dos tributos arrecadados de contribuintes, por fora dos controles orçamentários, como um empréstimo do tipo consignado**, ou seja, que subtrai os recursos para o seu pagamento diretamente na fonte.

Para dificultar a visualização do empréstimo ilegal, semelhante a um onerosíssimo consignado de recursos públicos, em vez de um contrato apenas, como de praxe em operações de crédito, a documentação foi fracionada em uma grande quantidade de documentos que somam milhares e milhares de páginas, como se pode comprovar através do rol disponível na página de internet da própria PBH Ativos S/A, <https://pbhativos.com.br/contratos-escrituras-de-emissao/>, cuja foto está disposta a seguir.



Essa parafernália de contratos, aditivos, escrituras de debêntures, etc., pode ser resumida em 2 diagramas, reproduzidos a seguir, que indicam os principais passos do esquema que envolve, basicamente, (1) o **desvio de recursos arrecadados** de contribuintes durante o seu percurso pela rede bancária, e (2) a

geração de dívida ilegal, disfarçada por trás da empresa criada para emitir debêntures com garantia do Município de Belo Horizonte: a PBH Ativos S/A.

O diagrama 1 (Desvio de Recursos Arrecadados) mostra que os tributos pagos pelos contribuintes através da rede bancária, em vez de serem depositados diretamente em conta corrente do ente federado, são desviados e direcionados para “contas vinculadas” ao esquema denominado de “Securitização de Créditos Públicos”, em flagrante ofensa ao art. 167, IV, da CF/88. Dessas contas vinculadas, os recursos públicos são destinados diretamente para o pagamento de investidores privilegiados (BTG) que adquiriram as Debêntures Sênior lançadas pela empresa estatal (PBH Ativos S/A) criada para operar o esquema. Os recursos públicos desviados para o investidor privilegiado sequer alcançam os cofres públicos, tendo em vista que o referido desvio se dá durante o percurso dos recursos pela rede bancária, semelhante ao pagamento de um empréstimo consignado privilegiado que subtrai os recursos diretamente na fonte (trava bancária), apoiando-se em jogadas contábeis⁸ para processar esse desvio:

Diagrama 1:



A ilegalidade do esquema está demonstrada, por exemplo, na Cláusula 2.4 do “Contrato de Cessão e Aquisição de Direito Autônomo de Recebimento de Créditos e Outras Avenças”, também denominado “Contrato de Cessão Onerosa”, fac-símile a seguir, a qual revela que o dinheiro arrecadado de contribuintes deverá ser repassado à cessionária (PBH Ativos S/A), à qual são vinculadas as contas criadas na rede bancária. A Procuradoria-Geral do Município de Belo Horizonte (PGM) e a Secretaria Municipal de Finanças (SMF) continuarão cobrando normalmente os créditos tributários devidos pelos contribuintes, mantendo, portanto, para o Município, todo o risco de vir ou não a arrecadar tais créditos.

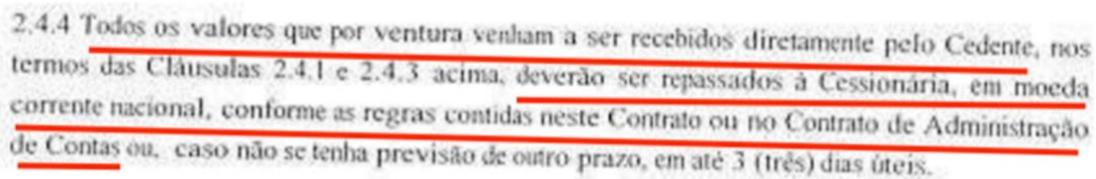
2.4 O Cedente, por meio da PGM e da SMF, realizará tanto a cobrança administrativa/extrajudicial, quanto judicial dos Créditos Tributários ou Não Tributários inadimplidos, conforme a Política de Cobrança sendo que, em ambos os casos, deverá prestar contas à Cessionária e repassar a esta os valores que por ventura venham a ser recebidos diretamente pelo Cedente, observado o disposto na Cláusula V abaixo.



⁸ <https://www.extraclasse.org.br/opiniaio/2022/03/jogada-contabil-da-securitizacao-de-creditos-publicos/>

Até mesmo em caso de inadimplência ou em caso da ocorrência de outros “eventos de indenização” (como previsto no “Contrato de Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios, Vinculação de Receitas e Outras Avenças”, e seus aditivos), o Município se compromete a complementar a carteira de contribuintes inicialmente cedida, desmentindo as teses de que o ente público não presta garantias e de que a operação não compromete recursos orçamentários futuros. A garantia é explícita, como já comprovado documentalmente⁹.

A obrigatoriedade de repassar às contas vinculadas todos os valores dos créditos cedidos está mencionada na Cláusula 2.4.4. do “Contrato de Cessão Onerosa”, a seguir:



2.4.4 Todos os valores que por ventura venham a ser recebidos diretamente pelo Cedente, nos termos das Cláusulas 2.4.1 e 2.4.3 acima, deverão ser repassados à Cessionária, em moeda corrente nacional, conforme as regras contidas neste Contrato ou no Contrato de Administração de Contas ou, caso não se tenha previsão de outro prazo, em até 3 (três) dias úteis.

Embora essas contas sejam vinculadas à empresa PBH Ativos S/A, quem tem o poder para movimentar a conta vinculada “Pagamento”, por exemplo, **é o próprio debenturista (no caso, o Banco BTG Pactual S/A)** que ficará com o dinheiro da arrecadação de tributos, em completa subversão de toda a legislação de finanças do país, em especial ao art. 167, IV, da CF. As contas vinculadas ao esquema da PBH Ativos S/A são detalhadas em Contrato específico e respectivos aditivos (“Contrato de Custódia de Recursos Financeiros e Administração de Contas Vinculadas”).

Assim, como ilustrado no Diagrama 1 (e conforme será demonstrado mais abaixo), do valor total do fluxo de arrecadação tributária desviado para as contas vinculadas, parte dos recursos se destina ao BTG, parte segue para o Município de Belo Horizonte, e outra parte fica com a empresa PBH Ativos S/A.

O Diagrama 2 (Contratação Disfarçada de Dívida Pública) mostra que, para funcionar, o esquema conta com uma empresa estatal (no caso, a PBH ATIVOS S/A) que emite Debêntures Sênior, oferecendo rendimentos estratosféricos (o rendimento chegou a alcançar quase 23% a.a., conforme cálculo de juros compostos, mensais e cumulativos – 11% a.a. –, combinando-se o IPCA que, em 2015, alcançou o percentual de 10,67%). Tais Debêntures Sênior possuem robusta garantia real, representada por Debêntures Subordinadas que, por sua vez, somente formalizam o volume de recursos que o ente federado deverá desviar para as contas vinculadas até o pagamento final do empréstimo, volume esse que é muitas vezes superior ao valor das Debêntures Sênior.

A propósito, da razão entre o valor de emissão das Debêntures Subordinadas e Sênior é possível conhecer a **extensão de uma das garantias prestadas, a da sobrecolateralização, que corresponde ao estoque de créditos exigido do Município para que possa auferir o valor prometido de empréstimo.** No caso concreto, basta dividir o valor de 880 milhões (valor de emissão das Debêntures Subordinadas) por 230 milhões (valor de emissão das Debêntures Sênior): **exigiu-se do Município, até o pagamento final do empréstimo consignado, um estoque de créditos 382% superior ao valor do empréstimo contratado (mais correção monetária):** em outras palavras, o Município comprometeu-se a **produzir, ao longo do período de pagamento do empréstimo, um estoque de ao menos 880 milhões de reais em créditos parcelados, a serem adicionalmente entregues à securitizadora (PBH Ativos) para pagamento ao investidor privilegiado (BTG), como contrapartida dos R\$ 230 milhões originalmente cedidos ao Município (dos quais R\$ 30 milhões destinaram-se aos “custos operacionais” da PBH ATIVOS S/A).**

⁹ <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/analise-tecnica-documental-comprovacao-das-explicitas-garantias-dadas-pelo-estado-ao-esquema-de-securitizacao/>

Ademais, a venda das Debêntures Sênior se dá com “esforços restritos de colocação” (“Contrato de Coordenação, Colocação e Distribuição Pública com Esforços Restritos”), ou seja, somente investidores privilegiados - leia-se, convocados particularmente e especificamente para esta finalidade - tomam conhecimento da operação. No caso, a venda das Debêntures Sênior foi feita por R\$ 230 milhões, em 2014, para o Banco BTG Pactual, contratado ele próprio pela PBH Ativos S/A para estruturar toda a operação, tendo sido o único comprador de 100% dessas Debêntures Sênior.

Desse montante, R\$30 milhões se destinaram para as despesas operacionais da PBH ATIVOS S/A e **R\$ 200 milhões chegaram aos cofres do Município de Belo Horizonte**, caracterizando-se o recebimento do empréstimo. A PBH Ativos S/A funcionou como mera fachada para a realização dessa operação de crédito ilegal.

Para garantir o pagamento dessa operação de crédito, o Município de BH comprometeu-se a quitar o empréstimo com a garantia de estoque suficiente de créditos (inclusive a ser produzido, desmentindo a tese do não comprometimento de recursos futuros), no montante mínimo de **R\$ 880,32 milhões acrescido de atualização monetária calculada pelo IPCA!**

A garantia da cessão de fluxo de arrecadação foi documentada por meio da emissão das Debêntures Subordinadas, que alcançaram o mesmo valor, qual seja, de R\$ 880,32 milhões.

A entrega do fluxo de arrecadação tributária e o seu desvio para a trava bancária das contas vinculadas, cuja propriedade fiduciária passou a ser do próprio investidor privilegiado (BTG Pactual), com a custódia do Pentágono e administração do Banco do Brasil, garante a esse esquema de empréstimo simulado o pagamento por fora dos controles orçamentários, uma vez que os recursos são represados na rede bancária e desviados ao BTG antes de alcançarem os cofres públicos, como indicado no Diagrama 2, a seguir:

Diagrama 2:



Entendemos que essa breve explicação inicial será útil para simplificar e facilitar a compreensão do conteúdo desse modelo de negócios que está corroendo de forma sorrateira e grave os orçamentos públicos de diversos entes federados.

2 - Estudo de caso: PBH ATIVOS S/A

Em 15/04/2014, consumou-se, contra os interesses públicos do Município de Belo Horizonte e de seus habitantes e contribuintes, um dos esquemas financeiros mais nefastos às finanças públicas jamais inventado: a denominada “securitização de créditos públicos”.

Naquele dia, conforme previsão do “Instrumento Particular de Escritura da 2ª Emissão”, a PBH Ativos S.A. colocava à disposição de investidor privilegiado, o Banco BTG Pactual S.A., 2.300 **Debêntures Sênior** com valor unitário de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) cada, totalizando R\$ 230.000.000,00 (duzentos e trinta milhões de reais).

Na prática, o que se consumava naquela data, ao alvedrio das leis financeiras nacionais e da própria Constituição Federal, equivalia ao **empréstimo de R\$ 230.000.000,00 (duzentos e trinta milhões de reais) ao Município de Belo Horizonte**, através de pessoa jurídica interposta, a PBH Ativos S.A.. A transação burlava, em condições onerosíssimas, com engenhosa manobra financeira, contábil e contratual, o princípio da **universalidade do orçamento público**.

Contabilmente, tudo se passaria como se a PBH Ativos S.A. fosse lucrativa e gerasse **receita** para o Município, ao **auferir rendimentos** com a atividade de securitização dos chamados **direitos de crédito autônomos municipais**, na prática correspondentes ao **fluxo de pagamentos decorrente de créditos tributários e não tributários vencidos e parcelados pelos contribuintes belo-horizontinos, cedidos pelo segundo à primeira**.

Da análise global e apurada dos instrumentos contratuais e da estrutura econômica que consubstancia o negócio, comprova-se que o Município de Belo Horizonte se responsabilizou por **garantir** o pagamento do empréstimo realizado pelo BTG Pactual S.A., se comprometendo a ceder parte do fluxo da sua arrecadação até o alcance do valor total de emissão das chamadas **Debêntures Subordinadas**, correspondente a **R\$ 880.320.000,00 (oitocentos e oitenta milhões, trezentos e vinte mil reais)**, debêntures tais que foram integralmente entregues ao Município, quando de sua emissão, em troca da cessão do fluxo de arrecadação. As Debêntures Subordinadas, também emitidas pela PBH Ativos S.A., deram o **lastro** necessário à garantia de composição e recomposição dos direitos de crédito cedidos pelo Município de Belo Horizonte, oportunizando, também, que o Município pudesse realizar, ao longo do tempo, uma **contabilidade criativa**, amortizando a dívida através do lançamento contábil denominado “alienação de debêntures PBH Ativos S.A.”. Dessa forma, a PBH Ativos S.A. acabou funcionando como um veículo para a contratação de empréstimo simulado e cujo pagamento se deu por fora dos controles orçamentários e mediante desvio do fluxo de arrecadação de parte das receitas públicas.

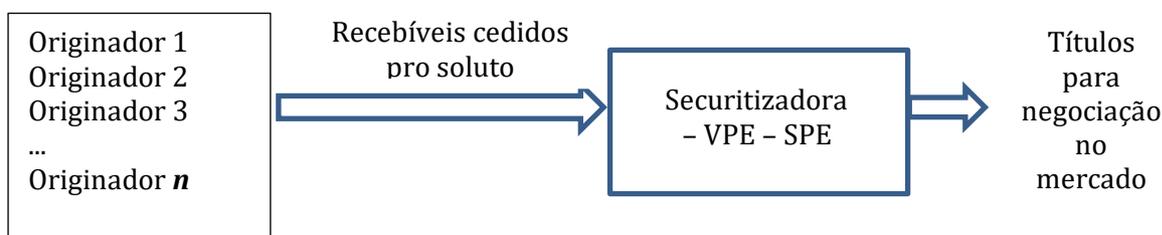
Diz-se contabilidade criativa por que da receita de “alienação de debêntures” **já se encontra deduzido o valor de pagamento das parcelas do empréstimo, realizado através de trava bancária contratualmente estabelecida em favor do BTG Pactual S.A., sendo destinado ao Município o saldo remanescente das operações realizadas nas chamadas “contas vinculadas”, inteligentemente construídas para ocultar tanto a geração de dívida pública, como seu pagamento por fora dos controles orçamentários, com evidente fraude das leis financeiras nacionais**.

Em síntese, como veremos mais detalhadamente a partir de agora, a securitização dos créditos autônomos cedidos pelo Município de Belo Horizonte e realizada pela PBH Ativos S.A.

correspondeu à geração de dívida pública extra-orçamentária, ou, em termos mais simples, a um empréstimo de R\$ 230.000.000,00, tomado ao BTG Pactual S.A. e a ele garantido, até o limite de R\$ 880.320.000,00, pela cessão do fluxo de arrecadação municipal belo-horizontina e cuja prioridade de pagamento se perfaz na trava bancária especialmente desenhada para cumprir esta finalidade.

2.1 - Securitização de recebíveis

O termo “securitização” vem do aportuguesamento da expressão inglesa *securitization*, que, por sua vez, se origina da palavra *security*, cujo significado é “título mobiliário”. Através da atividade da securitização de recebíveis, os créditos de um **originador** são cedidos onerosamente a um **veículo (securitizadora)** e, após agrupados e incorporados em **títulos mobiliários**, são negociados pela securitizadora no mercado. A operação visa, essencialmente, a obtenção imediata de recursos **monetários** pelo originador, através da cessão **pro soluto** de seus créditos, importando, portanto, na transferência dos riscos do inadimplemento para a securitizadora e, desta, para os investidores (segregação de riscos).



Neste tipo de operação, os **investidores** são protegidos tão somente quanto à **origem dos créditos (pro soluto)**, quanto a **saúde dos títulos** e quanto à **administração** dos recebíveis: em outras palavras, os créditos devem ser originados de uma **cessão definitiva, perfeita e acabada (true sale)**, protegendo os investidores contra os efeitos de uma possível falência do originador; os títulos devem corresponder a créditos efetivamente existentes e cujos riscos tenham sido analisados e classificados de antemão; por fim, o recebimento e o gerenciamento dos créditos, bem como o pagamento dos investidores, precisam ser corretamente administrados. No cumprimento destas finalidades, atuam os chamados “agentes intervenientes”, como o **agente fiduciário**, responsável por supervisionar a operação, o **gestor de ativos da securitização**, responsável por processar e cobrar os recebíveis, o **custodiante**, que faz a intermediação das operações financeiras no mercado, os **auditores**, responsáveis pela certificação da autenticidade e lisura das informações e documentos provenientes do originador e do veículo e as **agências de classificação de riscos**, responsáveis por avaliar os riscos de inadimplemento e insolvência de um determinado devedor.

Assim, ativos de mais baixa liquidez podem ser **monetizados**, de forma que o originador obtenha disponibilidade de caixa imediata, cedendo, *pro soluto*, sua **carteira de recebíveis** à securitizadora, para que esta última estruture os títulos mobiliários que serão negociados junto ao mercado.

No ambiente desregulamentado dos Estados Unidos da América (EUA), a preocupação exclusiva com a ocorrência ou inoocorrência de *true sale* e com a classificação de risco dos títulos por agências classificadoras se mostrou insuficiente. A securitização acabou se revelando um mecanismo extremamente útil na formação de **pirâmides financeiras**, com a grande vantagem de o originador, desde que ocorrida a *true sale*, também não ser responsabilizado pela possível quebra da securitizadora. As relações promíscuas entre as agências de risco, as empresas

securitizadoras e o governo norte-americano redundaram na crise global dos *subprimes*, de 2007/2008.

Naquele caso, títulos hipotecários pertencentes aos bancos foram cedidos a empresas securitizadoras que os transformaram nos *mortgage-backed securities* (MBS). A expansão irresponsável do crédito imobiliário norte-americano fez com que *subprimes* (ou seja, pessoas sem capacidade de crédito) tomassem empréstimos que, cedidos pelos bancos às securitizadoras, eram “fundidos” com os MBS, dando origem aos *Collateralized Debt Obligation* (CDO). Estes, por sua vez, eram comercializados no mercado, para investidores de todo o mundo, especialmente grandes conglomerados financeiros e bancos de investimento, que neles apostavam seduzidos pela excelente classificação de risco dada pelas agências. O resultado foi que, ao estourar a chamada “bolha imobiliária” americana, a quebra de grandes bancos e conglomerados financeiros foi evitada com o **maior salvamento bancário da história**. Dados da auditoria do FED (Banco Central norte-americano), realizada pelo Departamento de Contabilidade Governamental, comprovam que mais de 16 trilhões de dólares foram postos à disposição, pelo Tesouro Norte-Americano, para evitar a quebra, com a “vantagem” de que nenhuma pessoa diretamente envolvida na crise pudesse ser responsabilizada.

Após a crise de 2007/2008 nos EUA, reacendeu-se a discussão acerca da necessidade de alguma **retenção de riscos** pelo originador. Os Tribunais norte-americanos sempre compreenderam que, caso a cessão de créditos ocorresse *pro solvendo* – caso em que o originador **garantisse**, direta ou indiretamente, as obrigações firmadas pela securitizadora junto aos investidores –, estaria descaracterizada a atividade de securitização: haveria, neste caso, operação de **empréstimo**, muito embora realizado através da emissão de títulos mobiliários por empresa interposta.

À análise da estrutura econômico-financeira da operação de securitização os Tribunais norte-americanos denominam **teste da totalidade das circunstâncias**. A partir deste teste é que os Tribunais estadunidenses definem se houve – ou não – a ocorrência de *true sale* (cessão *pro soluto*) e, também, se existem mecanismos de **retenção de riscos** pelo originador capazes de descaracterizar a atividade de securitização.

A existência de **retenção dos riscos pelo originador** envolve analisar globalmente contratos, escrituras de emissão de títulos, contabilidade, atos constitutivos dos envolvidos, etc, identificando e descrevendo as condições que possam significar mecanismos de retenção. Tais mecanismos podem se revestir de figuras típicas, como as **garantias reais ou pessoais** (hipoteca, alienação fiduciária, aval, fiança etc.) ou atípicas, citando-se a **subordinação**, a **sobrecolateralização**, a **coobrigação**, o **spread excedente** ou o **reforço de crédito**. A retenção dos riscos pode se dar também pela simples **participação pecuniária** do originador no desempenho dos ativos securitizados.

Estas palavras introdutórias são importantes primeiramente para chamar a atenção para a seguinte questão: se a securitização for realizada conforme a sua essência distintiva de outras formas de captação de recursos (ou seja, com transferência total dos riscos do originador para a securitizadora e, desta, para os investidores), ela se revela uma atividade extremamente arriscada, ainda que as chamadas distorções de mercado possam ser aliviadas pela existência de agências reguladoras atuantes e pelo bom trabalho dos agentes intervenientes, especialmente agências de classificação de risco responsáveis. Em contrapartida, se a operação, numa análise total das circunstâncias, revela a ocorrência de cessão de créditos *pro solvendo* ou a construção de mecanismos diferenciados de retenção de riscos pelo originador, fica descaracterizada a própria atividade securitizadora, pois da qualificação global da operação se depreende, em verdade, a realização de um empréstimo tomado aos investidores, mesmo que sob condições especiais.

Como se verá a seguir, o nível da retenção de riscos por parte do Município não pode deixar

dúvidas da ocorrência de um **empréstimo simulado**, no valor de R\$ 230.000.000,00 (duzentos e trinta milhões de reais), e cujo serviço da dívida alcança o valor de até R\$ 880.320.000,00 (oitocentos e oitenta milhões, trezentos e vinte mil reais), sujeito a atualização monetária (pelo IPCA) e juros.

É a esta análise que passaremos agora, considerando que o Município de Belo Horizonte foi o originador dos créditos securitizados pela PBH Ativos. S.A.

2.2 - Retenção total de riscos pelo município de Belo Horizonte e inexistência de segregação de riscos em prol do município

Conforme vimos no tópico precedente, a caracterização de uma operação de securitização envolve, além do empacotamento de recebíveis em títulos mobiliários (*securitization*), a **cessão pro soluto** de créditos pelo originador à securitizadora (*true sale*), como forma de proteger os investidores do risco de arrecadação dos créditos do originador em caso de falência deste. Ainda no tópico precedente, vimos que **a retenção de riscos** pelo originador, muito embora medida salutar para a proteção do efetivo pagamento aos investidores, pode **descaracterizar** a operação de securitização, especialmente se analisada sob o ponto de vista de global de sua estrutura econômico- financeira (teste da totalidade das circunstâncias), qualificando a securitização como uma modalidade de empréstimo, tomado aos investidores em condições especiais (emissão de títulos mobiliários por pessoa jurídica interposta). A análise depende das características da cessão e dos riscos aos quais o originador está submetido: havendo cessão *pro solvendo* e/ou retenção de riscos que descaracterize qualquer segregação, não se trata mais de securitização, mas de **empréstimo**.

No presente caso, a totalidade das circunstâncias deixa explícita a retenção **TOTAL** dos riscos pelo Município.

Cabe lembrar que a análise da retenção de riscos exige ser necessário testar a totalidade das circunstâncias do negócio, assim como entendido pelos Tribunais norte-americanos. Vejamos, então, uma a uma, as garantias que consubstanciam total retenção dos riscos pelo Município de Belo Horizonte:

2.2.1 - O capital social da securitizadora foi composto por recursos do Tesouro e por aporte de bens e ativos municipais

A PBH Ativos S.A. é uma sociedade de economia mista cujo capital social é eminentemente constituído por ações detidas pelo Município de Belo Horizonte.

Quando de sua instituição pela Lei Municipal nº 10.003/2010, previa-se que o capital social de R\$ 100.000,00 (cem mil reais) fosse integralizado com **recursos do Tesouro**, conforme se lê no art. 3º. Conforme ata da assembleia que constituiu a securitizadora, 99,5% das ações nominais foram subscritas com recursos do Tesouro Municipal.

O decreto que aprovou o Estatuto da PBH Ativos S.A., por sua vez, inseriu parágrafo no qual, por decisão do Conselho de Administração, a PBH Ativos S.A. poderia expandir seu capital social até o valor de R\$ 500.000.000,00 (quinhentos milhões de reais): veja-seo art. 3º do Decreto nº 14.444/2011.

As atas de assembleias extraordinárias da empresa demonstram que o Município, além de ter subscrito 99,5% das ações integrantes do capital inicial com recursos do Tesouro, integralizou mais R\$ 252,6 milhões após o aumento do capital social, cedendo créditos **líquidos e certos** possuídos diante da COPASA.

A relação de integralização de ativos, emitida pela própria PBH Ativos S.A., comprova que o capital social da empresa foi fundamentalmente composto por ativos de origem pública. Trata-se de capital que foi, em sua virtual totalidade, integralizado com dinheiro público e com bens e direitos municipais cedidos à securitizadora. Somente por esta razão, vê-se que não houve qualquer segregação de riscos, na origem, entre o Município e a securitizadora, haja vista que, caso a PBH Ativos S.A. precisasse responder, diante de terceiros, com valores estimados a partir seu capital social, o real **pagador** seria o Município, ou seja, aquele que primeiro aportou recursos para a estruturação da empresa.

2.2.2 - Sobrecolateralização (*over collateral*)

Uma forma de reforçar o crédito e reter parte dos riscos em processos de securitização é a chamada sobrecolateralização. Nesta medida de retenção, o originador cede um volume de ativos-lastro superior ao valor da emissão dos títulos. Exemplo: a securitizadora emitirá títulos no valor de R\$ 1 milhão, mas exige do originador a cessão de R\$ 1,3 milhão em recebíveis, sobrecolateralizando a securitização em 30%. A sobrecolateralização guarda relação com o nível de inadimplência esperado para a carteira de recebíveis, sendo, por uma questão de lógica, sempre menor que 100% do valor da carteira (as agências de *rating* recomendam algo em torno de 25%).

No caso do Município de Belo Horizonte, a sobrecolateralização alcançou mais de 380% do valor dos ativos-lastro (chamados nos instrumentos contratuais de “direitos de crédito autônomos”), mas através de uma manobra peculiar que envolveu a emissão de Debêntures Subordinadas.

Embora a emissão das Debêntures Sênior tenha sido realizada no valor de R\$ 230.000.000,00 (duzentos e trinta milhões), o Município se comprometeu a ceder à securitizadora, em um período de nove anos, créditos autônomos no valor mínimo de R\$ 880.320.000,00 (oitocentos e oitenta milhões, trezentos e vinte mil reais).

2.2.3 - Subordinação

A securitização em questão foi realizada em **duas etapas**: primeiro, foram emitidas as chamadas **Debêntures Subordinadas**, dando lastro à operação, garantindo a cessão e a captação do empréstimo; depois, foram emitidos os títulos representativos do empréstimo, ou seja, as chamadas **Debêntures Sênior com garantia real**. As Debêntures Subordinadas teriam duas funções bem determinadas: garantir e lastrear as Debêntures Sênior, como a principal forma de retenção de riscos pelo Município, e servir como a contrapartida contábil da cessão do fluxo da arrecadação municipal, ou seja, como um sucedâneo de um “pagamento” da securitizadora ao Município que, na origem da operação, jamais aconteceu.

Em um processo ordinário de securitização, esta modalidade de retenção de riscos consiste na emissão de papéis, subordinados aos papéis chamados sênior, que têm como principal objetivo conferir um colchão de liquidez contra as possíveis perdas dos ativos-lastro dos papéis securitizados em caso de falência do originador. A securitizadora emite os papéis subordinados e os coloca em poder do originador; assim, caso haja falência, a securitizadora será tida como **credora** do originador, por deter em suas mãos títulos originados pela securitizadora e ainda não quitados. Assim, a amortização da classe subordinada somente é permitida se **os requisitos previstos para o reforço de crédito da classe sênior forem integralmente satisfeitos**. Importante ressaltar, todavia que, contabilmente, a securitizadora aparece como **devedora** daqueles que captaram os papéis: investidores, de um lado, captando debêntures sênior (no caso, o Banco BTG

Pactual S.A.) e originador, do outro, a quem são entregues as debêntures subordinadas (no caso, o Município de Belo Horizonte).

A **relação** (*ratio*) existente entre o volume emitido de cada uma das classes de papéis indica, na verdade, a **extensão da garantia** que o originador confere à atividade de securitização, uma vez que a **amortização** de seus papéis é **dependente** da amortização prioritária dos papéis garantidos. No caso do Município de Belo Horizonte, a garantia prestada é flagrantemente evidente: a razão entre a emissão de Debêntures Subordinadas e Debêntures Sênior (sobrecolateralização) é da ordem de 380%.

De toda forma, a emissão das Debêntures Subordinadas se tornou a contrapartida necessária para que a securitizadora pudesse (1) “pagar” pela cessão de créditos que seria realizada e (2) compromissar o Município de Belo Horizonte com um valor pré-definido de arrecadação, ou, em outras palavras, com uma *performance* mínima de produção dos chamados “direitos de crédito autônomos”, capaz de fazer frente às condições impostas para o empréstimo.

Obviamente, não havia, **na origem do negócio**, condições para que a securitizadora (PBH Ativos. S.A.), com efeito, adquirisse a carteira de recebíveis municipais. Aliás, todo o esforço para sua constituição e funcionamento (ao menos inicialmente) fora resultado de recursos do Município. Por outro lado, também não seria interessante, do ponto de vista de um **empréstimo**, firmar um negócio garantido por créditos que poderiam se perder ao longo do tempo. Assim, a emissão prévia de Debêntures Subordinadas, no caso da securitização de recebíveis do Município de Belo Horizonte, dá as condições necessárias para que seja **simulada** uma *true sale*. Sem a emissão prévia de Debêntures Subordinadas, **com valor definido na escritura de emissão**, não haveria possibilidade alguma de cessão, por inexistirem (1) recursos da securitizadora para “adquirir” os direitos de crédito autônomos municipais e (2) um **montante** capaz de tornar líquida a *performance* que deveria ser assumida pelo Município de Belo Horizonte ou, em palavras mais simples, o montante que o Município deveria pagar pelo empréstimo.

A figura das Debêntures Subordinadas **criou artificialmente** os “recursos” que foram utilizados pela securitizadora para a “compra” dos direitos de crédito municipais, ao mesmo passo em que tornou **líquido** o compromisso do Município de Belo Horizonte de, **ao longo do tempo**, garantir a rentabilidade das debêntures sênior (leia-se, as condições do empréstimo) com um limite **mínimo** de arrecadação, de R\$ 880,3 milhões, originados a partir de programas de parcelamento de débitos públicos, a exemplo do programa intitulado “Em dia com a Cidade” (Leis Municipais nº 10.752/2014 e 10.876/2015).

Vale a pena registrar que, no “Contrato de Cessão e Aquisição de Direito Autônomo de Recebimento de Créditos e Outras Avenças”, anotam o Município e a PBH Ativos S.A. que os direitos de crédito autônomo são originários dos procedimentos administrativos ou judiciais de parcelamento, de forma que *“cada direito de crédito autônomo é representado por um procedimento administrativo ou judicial”*. Direitos de crédito autônomos são, portanto, os **pagamentos** que seriam realizados, pelos contribuintes, a partir dos parcelamentos realizados junto ao Município ou mesmo a partir de dívidas já ajuizadas.

Numa securitização ordinária, em tese, o originador apresentaria sua **carteira** de recebíveis com um valor previamente conhecido: e esta carteira seria cedida, *pro soluto*, à empresa securitizadora. No acordo triangulado entre o Município de Belo Horizonte, a PBH Ativos S.A. e o BTG Pactual S.A., **não há efetiva true sale**, porque nenhum recurso **monetário** foi aprioristicamente destinado ao Município **pela securitizadora**, em troca e no momento da cessão de recebíveis.

Na contraparte, o Município de Belo Horizonte, em troca da promessa de compradas debêntures sênior pelo BTG Pactual S.A. (e **não** do recebimento de Debêntures Subordinadas

pela PBH Ativos S.A.), no valor de R\$ 230 milhões, entregou o próprio **fluxo de arrecadação de créditos tributários e não tributários vencidos e parcelados, como representativo dos “direitos de crédito autônomos”, garantindo e lastreando empréstimo com programas de parcelamento cujo valor mínimo deveria ser de R\$ 880,32 milhões, ou seja, mesmo valor de emissão das debêntures subordinadas.**

Muito embora o “Contrato de Cessão” preveja a entrega de um CD-ROM no qual estariam listados os parcelamentos correspondentes aos procedimentos administrativos e judiciais respectivos – e, em tese, o valor destes parcelamentos corresponderia ao valor da cessão, o mesmo contrato prevê que **não poderiam ser cedidos “direitos de crédito autônomos” contendo parcelas não pagas há mais de noventa dias, contados da data de seu vencimento.** Assim, o valor mínimo de R\$ 880,32 milhões, lastreado pelas debêntures subordinadas, serviu especialmente para **proteger** a carteira da evidente perda que ela sofreria, nos termos do “Contrato de Cessão”, ao longo do tempo, relativamente aos direitos de crédito autônomos que fossem superando 90 (noventa) dias de inadimplência.

Em síntese: a carteira de recebíveis municipal, lastreada pelo valor das Debêntures Subordinadas – evidente reforço antecipado de crédito –, vinculou o Município de Belo Horizonte a uma *performance* que, em verdade, não admite perdas na carteira, descaracterizando por completo a *true sale* e a própria atividade securitizadora – não há segregação alguma de riscos –, deixando evidente a ocorrência de um empréstimo simulado e onerosíssimo, nada mais.

Assim, a emissão das Debêntures Subordinadas dá lastro e garante uma operação de crédito, vinculando o Município de Belo Horizonte a um valor mínimo de arrecadação dos chamados “direitos de crédito autônomos”, valor este que deverá ser alcançado no prazo máximo de resgate das debêntures privilegiadas. Globalmente, a operação corresponde a uma medida absolutamente fraudulenta até mesmo do ponto de vista das finanças, porque envolve a criação *ex nihilo* de um valor astronômico (quase novecentos milhões de reais), cuja principal função foi permitir a simulação da ocorrência de uma *true sale*, objetivando, em última instância, contornar as exigências legais e burlar todas as leis financeiras do país acerca da responsabilidade fiscal, do orçamento e do endividamento públicos, conforme veremos adiante.

2.2.4 - Garantia real: alienação fiduciária do fluxo de arrecadação e trava bancária

No tópico precedente, vimos que a emissão das Debêntures Subordinadas correspondeu ao lastro e garantia do empréstimo realizado pelo BTG Pactual S.A. ao Município de Belo Horizonte, intermediado pela emissão de debêntures, sênior e subordinadas, pela PBH Ativos S.A. O BTG Pactual S.A., único interessado no leilão presencial destinado a escolher a instituição financeira que seria responsável pela estruturação de toda a operação, foi o “coordenador líder” da emissão das debêntures sênior; e foi também o único adquirente da totalidade dessas debêntures, tendo também sido alçado ao posto de **custodiante** da operação.

Na prática, os direitos de crédito autônomos cedidos correspondem **ao desvio do fluxo de arrecadação de créditos tributários ou não tributários vencidos ou parcelados.**

Para dar cumprimento a este desiderato, qual seja, desviar, ainda na rede bancária, o fluxo de arrecadação, nova garantia se revela, desta vez em forma típica, a da alienação fiduciária. Através do “Contrato de Cessão Fiduciária de Direitos Creditórios, Vinculação de Receita e Outras Avenças da PBH Ativos S.A.”, a propriedade fiduciária dos créditos cedidos (leia-se aqui, do fluxo de arrecadação cedida) foi estabelecida em favor do agente custodiante, o Banco BTG Pactual S.A., na qualidade de único debenturista, e por intermédio da representação da Pentágono S.A. Distribuidora de Títulos Mobiliários, como **representante** do Banco BTG Pactual. Cabe

chamar a atenção do julgador à gravidade desse fato: **o Município de Belo Horizonte transferiu a propriedade de parte de seu fluxo de arrecadação para o Banco BTG Pactual S.A.** Ora, à medida em que os “direitos de crédito autônomos” municipais (leia-se, os pagamentos realizados na rede bancária de créditos tributários ou não tributários vencidos e parcelados) vão sendo pagos pelos contribuintes, o BTG Pactual S.A. deles se apropria imediatamente, com prioridade absoluta, para, **primeiramente**, quitar as parcelas do empréstimo anteriormente contratado, simulado pela compra das Debêntures Sênior.

Interessante notar que o valor previsto no “Contrato de Cessão Fiduciária”, e sobre o qual o Banco BTG Pactual S.A. ganha a propriedade fiduciária do fluxo de arrecadação municipal, é exatamente o de R\$ 880,32 milhões, correspondente, por sua vez, ao valor de emissão das debêntures subordinadas que foram entregues ao Município. Se eliminada a interposição da PBH Ativos S.A. e a representação do chamado “agente fiduciário”, fica muito claro o fluxo do empréstimo: o BTG Pactual empresta ao Município R\$ 230 milhões e receberá, em nove anos, o valor correspondente a R\$ 880,32 milhões, recebimento garantido, também, pela instituição de uma **garantia real sobre o fluxo de arrecadação** dos direitos de crédito autônomos municipais (parcelamentos).

O “Contrato de Custódia de Recursos Financeiros e Administração de Contas Vinculadas” comprova, inclusive, a criação de uma **trava bancária** em favor do agente custodiante – o Banco BTG Pactual S.A. Somente após o pagamento das parcelas do empréstimo (chamada no contrato de ‘*amortização das Debêntures com Garantia Real*’), conforme modo avençado entre as partes (ou, nas palavras do contrato, somente após o ‘*pagamento integral das Obrigações Garantidas*’), é que, havendo saldo positivo, este saldo é repassado para a conta da securitizadora e, desta, descontados seus custos operacionais, à conta do Município.

À medida em que são descontados os custos da operação (todos a cargo da securitizadora e/ou do Município) e pagas as parcelas do empréstimo, se, e somente se, sobram recursos advindos de outras operações com os papéis sênior, é que estes recursos são transferidos à securitizadora e, descontados custos próprios (estimados em 10% do montante), são repassados os outros 90% à conta municipal.

Neste momento, é importante muita atenção: do ponto de vista dos lançamentos contábeis municipais, o saldo remanescente das contas vinculadas (ou seja, contas postas sob exclusivo talante do agente custodiante, o Banco BTG Pactual S.A., por representação da Pentágono S.A.), ao ingressar nos cofres municipais, ingressa como “alienação de debêntures PBH Ativos S.A.”. Tudo se passa como se a operação fosse lucrativa para o Município. Entretanto, é necessário **comparar** dois montantes: o valor total que ingressou nas contas vinculadas com o valor da “alienação de debêntures” lançada pelo Município.

Em resposta ao “Ofício PBH Ativos/CMBH/EXTER 189/2017, de 10/10/2017 - Resposta ao Requerimento no 1117/2017”, da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) instalada na Câmara Municipal de Belo Horizonte sobre a atividade de securitização da PBH Ativos S.A., comprovou-se que, entre abril de 2014 e junho de 2017, dos aproximados R\$ 531,5 milhões que deveriam ter caído diretamente nos cofres públicos municipais, R\$ 259,96 milhões foram retidos, na trava bancária, em favor do Banco BTG Pactual S.A. Em pouco mais de três anos, o empréstimo de R\$ 230 milhões tomado ao BTG Pactual S.A. contou com um serviço da dívida de quase R\$ 70 milhões, se comparados os valores que deveriam ter ingressado diretamente nos cofres públicos com os valores repassados ao Município depois da intermediação da PBH Ativos S.A.

Em síntese: a operação causou, na verdade, um **prejuízo** de R\$ 70 milhões aos cofres públicos municipais, em pouco mais de três anos. Isso, sem contabilizar com os elevados custos operacionais de toda a estruturação da operação, que também foram arcados pelo Município (e/ou pela securitizadora), comprovando que a operação, além de completamente garantida pelo Município, foi extremamente dispendiosa para os cofres públicos.

2.2.5 - Spread Excedente

Nessa outra forma de retenção de riscos, avalia-se a diferença entre a taxa de remuneração a ser recebida pelos ativos-lastro e a remuneração a ser paga, pela securitizadora, ao investidor.

Embora envolva cálculos que demandem a atuação de especialistas, uma comparação significativa é possível a partir das próprias escrituras de emissão. Enquanto as Debêntures Subordinadas, linhas gerais, são tão somente preservadas dos efeitos inflacionários e atualizadas, em seu valor nominal, pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (IPCA) e sujeitas à aplicação de 1% de multa, a título moratório, caso não seja paga a atualização monetária no prazo correspondente, as Debêntures Sênior, além da atualização monetária, também calculada pela variação do IPCA, são sujeitas à aplicação de multa moratória de 2%, juros moratórios *pro rata* de 1% e **juros remuneratórios** calculados à base das taxas internas de retorno das Notas do Tesouro Nacional (NTN-B) e de um percentual anual (uma espécie de prêmio), em forma capitalizada e *pro rata*, resumidos pela própria PBH Ativos S.A. como de rentabilidade “IPCA + 11%” ao ano, ou seja, exorbitante.

2.2.6 - Outras garantias

Além da sobrecolateralização e da subordinação (380% de *ratio* + fixação de uma *performance* da carteira que não admite perdas), da cessão fiduciária do fluxo de arrecadação com trava bancária em favor do Banco BTG Pactual S.A. e de um *spread* excedente cuja rentabilidade é igual a, no mínimo, o valor do IPCA + 11%, os instrumentos contratuais trazem outras tantas garantias que, neste momento, serão sucintamente elencadas. São elas:

- a) outras formas de recomposição de “perdas”, em caso de ocorrência dos chamados “eventos de indenização”: aqui, temos uma espécie de **coobrigação municipal** – caso o Município de Belo Horizonte, no uso de seu poderes soberanos (legislativo ou executivo), decida anistiar, perdoar, compensar, dar em pagamento, liquidar, extinguir ou praticar qualquer ato em que a expectativa de recebimentos das contas vinculadas possa ser afetada, o Município precisa **indenizar** a securitizadora, seja por meio de nova cessão de direitos de crédito autônomos, seja por meio de recompra de créditos outrora cedidos;
- b) renúncia do poder público municipal ao sigilo na movimentação de contas e dados sensíveis do Município, inclusive dados de contribuintes belo-horizontinos;
- c) outorga de poderes que correspondem a verdadeiros atos de império e que, portanto, deveriam ser absolutamente indelegáveis: este é o caso, por exemplo, em que o Município (mas também a securitizadora) abre mão, em absoluto e de forma irrevogável e irretratável, de toda e qualquer administração e de toda e qualquer ingerência sobre as contas vinculadas e, portanto, sobre os **recursos públicos que nelas estão**, materializando a cessão **fiduciária** do fluxo de arrecadação em prol do Banco BTG Pactual S.A., produzindo, assim, a peculiar situação pela qual uma instituição financeira possui toda a potestade sobre os destinos de recursos que são públicos;
- d) constituição em título executivo judicial das obrigações constantes do “Contrato de Custódia de Recursos Financeiros e Administração de Contas Vinculadas”;
- e) desequilíbrios contratuais de variadas espécies, exemplarmente, a assunção total dos gastos operacionais pelo Município e/ou pela securitizadora.

Em conclusão dos fatos apresentados, a despeito das cláusulas contratuais presentes tanto nas escrituras de emissão, quanto nos aditivos e em outros instrumentos que consubstanciam o negócio, que atestam a inexistência de qualquer responsabilidade do Município pelos efeitos nefastos da

“securitização de créditos públicos”, fato é que a retenção de riscos pelo Município é **total** – e que da análise **global e completa** de todas as **circunstâncias** que envolvem a securitização realizada em Belo Horizonte, vê-se que o detentor de **todas** as garantias é, em verdade, o Banco BTG Pactual S.A. Aliás, a inexistência de segregação de riscos (em relação ao originador) chega até mesmo a descaracterizar um procedimento de securitização *lato sensu*: e não deveria ser diferente, pois o modelo proposto pelo negócio firmado entre as partes, conforme defende esta ação popular, é da mera **simulação de empréstimo – ou seja, de operação de crédito** entre o Município de Belo Horizonte e uma instituição financeira, ocorrida ao alvedrio das leis financeiras, de forma extra-orçamentária e cujo resultado, **geração de dívida pública desautorizada**, põe em risco toda a população de Belo Horizonte, suas receitas, atuais e futuras, e seus serviços públicos.

3 - Precariedade da legislação de Securitização de Créditos Públicos

As operações de “Securitização de Créditos Públicos” começaram a ser implantadas em diversos municípios do país **sem que houvesse lei federal autorizativa para tais operações**, como exige o Art. 24 da CF/88.

Diante da falta de disciplinamento legal e normativo, diversos questionamentos começaram a ser formulados aos órgãos de controle, a exemplo do processo **TC 016.585/2009-0**, que tramita no TCU, e no qual o Ministério Público de Contas manifestou-se de forma contundente, conforme trechos transcritos a seguir, devido à sua relevância:

*“Trata-se, portanto, de desenho que apresenta em sua essência a mesma estrutura adotada pelos entes que optaram por criar uma **empresa pública emissora de debêntures lastreadas em créditos tributários**, por meio da qual o ente federado obtém do mercado uma antecipação de receitas que serão auferidas somente no futuro e que, quando o forem, serão destinadas ao pagamento dos credores, numa nítida e clara, ao ver do Ministério Público de Contas, operação de crédito, conforme o conceito amplo adotado no artigo 29, III, da LRF.”*

(...)

“Arrumaram um subterfúgio ilegal com aparência legal para antecipação de receita e burlar a LRF - que pressupõe a ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, e regras para antecipação de receitas.”

(...)

“Esse mecanismo compromete as gestões futuras e prejudica a sustentabilidade fiscal do Município – as receitas de parceladas em Dívida Ativa ou espontaneamente entrariam também no futuro (em outras gestões).”

O Tribunal de Contas da União também se manifestou no Processo no TC 043.416/2012-8, no qual analisou o mecanismo da denominada “securitização de créditos públicos”, no qual decidiu, entre outras providências, determinar a suspensão do registro do FIDC-NP analisado no referido ato, bem como o registro de qualquer outro fundo que tenha em sua constituição:

25. Diante do exposto, decido:

25.1. com fundamento no art. 276, caput, do RI/TCU, adotar medida cautelar **determinando à Comissão de Valores Mobiliários que suspenda o registro do FIDC-NP Dívida Ativa de Nova Iguaçu, bem como o registro de qualquer fundo que tenha em sua constituição direitos creditórios que se enquadrem na hipótese prevista no art. 1o, § 1o, inciso II, da Instrução-CVM 444/2006, caracterizados como operações de crédito análise da CVM e que não contenham autorização expressa do Ministério da Fazenda, emitida nos termos do art. 32 da Lei de Responsabilidade Fiscal, até que esta Corte delibere sobre o mérito desta representação;**

Face à ausência de lei federal que disciplinasse a “Securitização de Créditos Públicos”, e da manifestação taxativa dos órgãos de controle contrariamente a essa operação (seja sob a modalidade de FDIC-NP ou empresa), diversas iniciativas legislativas passaram a surgir no Congresso Nacional.

Em 20/10/2015 foi apresentado, diretamente ao Plenário da Câmara dos Deputados, o **PLP 181/2015**¹⁰ e respectiva proposta para que tramitasse em regime de urgência.

Na mesma data, 20/10/2015, foi apresentado o **PL 3.337/2015**¹¹, o qual foi inicialmente apensado a outro projeto de lei (PL 2412/2007), mas logo em seguida desapensado, e enviado às Comissões de Finanças e Tributação (mérito e art. 54 do RICD) e de Constituição e Justiça e de Cidadania (mérito e art. 54 do RICD), sujeito à apreciação conclusiva pelas Comissões, art. 24, II, do RICD, de tal forma que sequer teria que ser votado em Plenário.

A tentativa de urgência e rito sumário para aprovação dos referidos projetos de lei restou frustrada, tendo em vista que referidos projetos de lei foram fortemente refutados por Parecer da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional – **Parecer/PGFN/CDA/Nº 1505/2015** – que indicou a sua INCONSTITUCIONALIDADE, ILEGALIDADE, e manifestou PELA TOTAL REJEIÇÃO DOS REFERIDOS PROJETOS:



Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional
Coordenação-Geral da Dívida Ativa da União

Registro nº 393395/2015
Registro nº 303593/2015

PARECER/PGFN/CDA Nº 1505 /2015

Projeto de Lei Complementar de nº 181, de 2015 e Projeto de Lei de nº 3.777, de 2015, que dispõem sobre a cessão de créditos inscritos em dívida ativa da União a instituições de direito privado e dão outras providências. **Inconstitucionalidade. Ilegalidade. Pela total rejeição dos projetos.**

A PGFN também já havia se manifestado sobre o tema por meio do Parecer PGFN/CAF/Nº 1579/2014, no qual explicitou que não se enquadraria como operação de crédito **somente a operação que não obrigasse o ente público a garantir** (em dinheiro ou por meio de substituição por outro crédito) aqueles créditos inadimplidos pelo devedor, conforme trecho:

¹⁰ <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2018511>

¹¹ <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2018512>

10. 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. 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. Tal entendimento, segundo os posicionamentos consolidados desta PGFN, permanece verdadeiro, mesmo no caso de o cedente se obrigar a

Referido Parecer PGFN/CAF/N^o 1579/2014 concluiu que as operações de cessão definitiva de direitos ou do fluxo financeiro “*quando não implicar, direta ou indiretamente, qualquer compromisso de garantir o recebimento do valor do crédito cedido*”, não se enquadrariam no conceito de operação de crédito, conforme trecho:

18. Pelo exposto, respondemos às questões postas na consulta da STN, no sentido de que:

a) As operações de cessão definitiva de direitos creditórios ou do fluxo financeiro decorrente de tais direitos, quando não implicar, direta ou indiretamente, qualquer compromisso de garantir o recebimento do valor do crédito cedido, em caso de inadimplemento por parte do devedor, não constitui operação de crédito, no sentido da LRF;

Outras iniciativas legislativas também vinham surgindo no Senado, cabendo ressaltar a **Resolução 11/2015**, que alterou o Art. 5º da Resolução 43/2001 para vedar as operações elencadas no Inciso VII de seu Art. 5º:

RESOLUÇÃO Nº 11, DE 2015

(...)

Artigo único. O art. 5º da Resolução do Senado Federal nº 43, de 2001, passa a vigorar com a seguinte redação:

"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 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 do fluxo de recebimentos cujas obrigações contratuais respectivas ultrapassem o mandato do chefe do Poder Executivo;

c) cedê-los em caráter não definitivo ou quando implicar, direta ou indiretamente, qualquer compromisso de garantir o recebimento do valor do crédito cedido, em caso de inadimplemento por parte do devedor.

.....
§ 2º *Qualquer receita proveniente da antecipação de receitas de royalties ou da antecipação do fluxo de recebimentos dos créditos inscritos em dívida ativa será destinada exclusivamente para capitalização de Fundos de Previdência ou para amortização extraordinária de dívidas com a União.*

§ 3º *Nas operações a que se referem os incisos VI e VII, serão observadas as normas e competências da Previdência Social relativas à formação de Fundos de Previdência Social.*

Para não caracterizar que a autorização de operação de “Securitização de Créditos Públicos” (que envolve a cessão de créditos e de fluxo de recursos públicos) estaria sendo “legalizada” através de Resolução do Senado, **o subterfúgio encontrado foi inserir VEDAÇÕES para determinados aspectos da operação, de tal forma que tudo que não se enquadrasse nessas vedações estaria tacitamente autorizado!**

Trata-se de manobra que subverte o processo legislativo, em especial diante de operação que vinha sendo fortemente questionada pelos órgãos federais de controle (TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO, MINISTÉRIO PÚBLICO DE CONTAS, PROCURADORIA GERAL DA FAZENDA NACIONAL).

De acordo com o Art. 52 da CF/88, cabe ao Senado, em relação às operações relacionadas à dívida e garantias:

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;

Nenhuma dessas atribuições abriga a cessão do fluxo de arrecadação tributária. O Art. 52 da CF/88 fala em “*dispor sobre os limites globais e condições*”, coisa bem distinta de autorização para cessão do fluxo de arrecadação!

É absurdo admitir que a operação de “Securitização de Créditos Públicos”, matéria não disciplinada em lei, com projetos de lei taxados de inconstitucionalidade, viesse a ser “autorizada” por meio desse subterfúgio, razão pela qual os autores da ação popular acima citada pediram a declaração incidental, por via difusa, da inconstitucionalidade das resoluções senatoriais que tratam da matéria, por afronta à reserva de lei complementar, a teor dos arts. 146, III, ‘b’ e 163, I a III, todos da CF.

Esse subterfúgio não é mera suposição. Muitos se valem exatamente dele para expressar seu entendimento de que a operação realizada pela PBH Ativos S/A não estaria abrangida por quaisquer restrições, por ter ocorrido previamente à vedação inserida pela Resolução 11/2015.

A tentativa de encontrar uma saída para que as estruturas de FIFC-NP não fossem classificadas como operação de crédito (LRF) e ficassem fora das restrições colocadas pelo tribunal de Contas está latente no resumo que constou da Justificação que acompanhou a proposição apresentada pela Senadora Regina Souza em 26/5/2015 e deu origem à Resolução do Senado nº 11/2015¹²:

¹² Res. 11/2015 aprovada em 26/8/2015 <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/121414>

SECURITIZAÇÃO DO FLUXO DA DÍVIDA ATIVA

Em 2009, o município de Belo Horizonte (MG), utilizando assessoria do BB, estruturou um FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, utilizando a cessão do fluxo de caixa de recebíveis gerados pelos adimplementos dos parcelamentos da dívida ativa municipal.

A estruturação do FIDC-PBH estava amparada no parecer PGFN/CAF/Nº 2900/2007 que concluiu que a cessão do fluxo, na forma apresentada, não se tratava de operação de crédito para fins da Lei Complementar nº 101/2000 (LRF).

No final de 2009, o TCU – Tribunal de Contas da União, por meio da Instrução de Processo nº TC-016.585/2009-0, formulado pela SEMAG – Secretaria de Macroavaliação Governamental, entendeu que a estrutura estava enquadrada no conceito de operação de crédito, estabelecido no Artigo 29, inciso III, da Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF.

O relatório apontou a cessão do fluxo de caixa como compromisso financeiro e não como alienação definitiva de ativos. O relatório do TCU recebeu contra-argumentações da Diretoria Jurídica do BB e ainda aguarda encaminhamento do ministro-relator (Raimundo Carrero Silva), para conclusão da análise.

A sugestão tem por objetivo incluir, na Resolução nº 43/2001 do Senado Federal, texto que permita esclarecer que as estruturas de FIDC, com base em recebíveis originados pelo parcelamento de dívida ativa, não devem ser considerados e enquadrados como operação de crédito, no conceito



SENADO FEDERAL
GABINETE DA SENADORA REGINA SOUSA

estabelecido pela Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF).

Sala das Sessões, de de 2015.

Referida proposição visou, nitidamente, criar norma jurídica para fazer face aos óbices colocados pelo TCU, no TC-016.585/2009-0, que *entendeu que a estrutura estava enquadrada no conceito de operação de crédito, estabelecido no Artigo 29, inciso III, da Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF.*

As vedações elencadas na Resolução 11/2015 foram, logo em seguida, aliviadas pela Resolução do Senado nº 17/2015, a qual foi aprovada de forma relâmpago, em apenas 21 dias (tendo sido apresentada em 20/10/2015 e aprovada em 10/11/2015¹³:

RESOLUÇÃO Nº 17, DE 2015

(...)

O Senado Federal resolve:

Art. 1º O art. 5º da Resolução do Senado Federal nº 43, de 2001, passa a vigorar com a seguinte redação:

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

(...)

VII - em relação aos créditos inscritos em dívida ativa:

¹³ <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/123692>

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.

§ 1º

§ 2º Qualquer receita proveniente da antecipação de receitas de royalties será exclusiva para capitalização de Fundos de Previdência ou para amortização extraordinária de dívidas com a União.

§ 3º Nas operações a que se refere o inciso VI, serão observadas as normas e competências da Previdência Social relativas à formação de Fundos de Previdência Social.

....." (NR)

Art. 2º Revoga-se a alínea "c" do inciso VII do art. 5º da Resolução do Senado Federal nº 43, de 2001.

Art. 3º Esta Resolução entra em vigor na data de sua publicação.

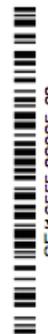
Senado Federal, em 11 de novembro de 2015

Ao aliviar as vedações **para determinados aspectos da operação, a Resolução 17/2015 ampliou o leque de possibilidades a serem consideradas tacitamente autorizadas, extrapolando ainda mais a subversão legislativa!**

Em 2016, nova iniciativa legislativa surgiu, com a apresentação do **PLS 204/2016**¹⁴, de autoria do senador José Serra, sob a justificativa de necessidade de dar **“maior segurança jurídica”** às operações de cessão de direitos creditórios que já vinham sendo feitas por alguns estados e municípios, conforme fac-símile:

JUSTIFICAÇÃO

Este projeto de lei complementar tem por objetivo autorizar e regulamentar operações de cessão de direitos creditórios inscritos ou não em dívida ativa pelas três esferas de governo. Para tanto, propomos alterações na Lei 4.320, de 1964. Com isso, as operações de cessão de direitos creditórios, que hoje já são efetuadas por alguns estados e municípios, ganharão maior segurança jurídica.



O projeto chegou a ser rejeitado no plenário do Senado¹⁵, mas por um procedimento **“mais ou menos regimental”**, seguiu tramitando. Assim, em vez de ir para o arquivo, o PLS 204/2016 teve nova chance, e voltou a tramitar¹⁶, tendo sido aprovado em plenário do Senado, de raspão, no final de 2017. Enviado à Câmara dos Deputados (onde recebeu o número **PLP 459/2017**¹⁷, até a presente data ainda não foi votado, ou seja, inexistente legislação autorizativa até o momento.

¹⁴ <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/folheto-explica-plp-459-2017/>

¹⁵ Ver importante depoimento do Senador Requião disponível em <https://mdbpr.org.br/6769/senador-requião-escracha-novo-golpe-do-mercado-financeiro-contra-o/>

¹⁶ <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/125723>

¹⁷ <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/plp-459-2017-inconstitucional-e-lesivo-aos-cofres-publicos/>

Documento a empresa CPSEC S/A (empresa semelhante à PBH Ativos S/A que opera no Estado de São Paulo), expõe a fragilidade jurídica e legal da operação de cessão de créditos, conforme reconhecido em documento que aponta “**ameaça**” às operações e o risco do negócio caso não seja aprovado o **PLP 459/2017 que regula as securitizações no âmbito dos entes federados**, conforme foto do item 15 do documento, reproduzida a seguir:



GOVERNO DO ESTADO DE SÃO PAULO
SECRETARIA DA FAZENDA E PLANEJAMENTO
COMPANHIA PAULISTA DE SECURITIZAÇÃO - CPSEC

creditórios tributários ou não tributários, de modo a implementá-las sempre que demandada pelo Estado.

15. FORÇAS, FRAQUEZAS, OPORTUNIDADES E AMEAÇAS

Forças:

- Qualificação e experiência dos profissionais;
- Reconhecimento e credibilidade junto ao mercado de capitais;
- Atendimento tempestivo às demandas dos seus clientes;
- Cumprimento tempestivo das obrigações pecuniárias.

Fraquezas:

- Quadro reduzido de colaboradores, podendo prejudicar o processo de sucessão;
- Sistemas de gestão e de informação automatizados parcialmente.

Oportunidades:

- Geração de receitas pela prestação de serviços de securitização de direitos creditórios de titularidade de municípios do Estado de São Paulo;
- Aumento da capacidade de monetizar ativos tributários ou não tributários do Estado;

Ameaças:

- Risco de continuidade do negócio caso não seja aprovado o Projeto de Lei Complementar (PLP 459/2017), em tramitação na Câmara dos Deputados, que regula as securitizações no âmbito dos entes federados;
- Risco de continuidade do negócio por desligamento de colaboradores.

Tanto o **PLS 204/2016**, assim como o **PLP 181/2015** e o **PL 3.337/2015** foram redigidos de forma cifrada, dificultando ou até impossibilitando a compreensão por parte dos parlamentares que iriam votar tais projetos¹⁸. O andamento desses projetos não prosseguiu até o momento.

Durante a pandemia, a mobilização social junto aos parlamentares ficou impossibilitada ou, no mínimo, extremamente dificultada. Por outro lado, a aprovação de projetos nocivos por meio de votações virtuais e ausência de debate foi facilitada. Nesse contexto, a Securitização acabou sendo inserida em dois projetos que, todavia, não alcançam a operação objeto da presente ação popular.

Autorização parcial, restrita à securitização de dívidas de entes federados garantidas pela União, foi introduzida na **Lei Complementar 173/2020**, cujo Projeto de Lei nº 39/2020 foi apresentado em 24/03/2020 no Senado e logo em seguida votado em Plenário (virtual) em 2/5/2020 (um sábado após o feriado de 1º de maio), com uma redação completamente diferente da que vinha sendo debatida¹⁹, introduzida de última hora, tendo sido aprovado pela Câmara já no dia 5/5/2020²⁰.

¹⁸ Conforme denunciado em folheto disponível em <https://auditoriacidada.org.br/conteudo/projetos-cifrados-pls-2042016-plp-1812015-e-pl-33372015-visam-legalizar-esquema-fraudulento/>

¹⁹ <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/141188>

²⁰ <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2251392>

Outra autorização parcial, restrita à securitização de dívidas de entes federados garantidas pela União, foi introduzida na **Lei Complementar 178/2021**, que por incrível que pareça foi votada no dia 15/12/2020, de forma relâmpago, nas duas Casas – Câmara dos Deputados²¹ e também no Senado²², no mesmo dia!

Mais uma vez, o VALE-TUDO GERAL veio com a Resolução do Senado nº 5/2020, **apresentada dia 16/6/2020 e aprovada no mesmo dia 16/6/2020**²³.

Enquanto as Resoluções 11 e 17/2015 instauraram manobra que visou autorizar operações de Securitização de Crédito Público de forma enviesada, tacitamente permitindo que tudo que não se encontrava abrangido pelas vedações nelas incluídas fosse considerado tacitamente autorizado, por sua vez a Resolução do Senado nº 5/2020 eximiu tais operações do cumprimento de todos os limites e condições estabelecidos para operações de crédito e garantias:

RESOLUÇÃO Nº 5, DE 2020

(...)

O Senado Federal resolve:

Art. 1º Esta Resolução disciplina o tratamento a ser dispensado às operações realizadas de acordo com os §§ 1º, 2º e 3º do art. 65 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, e com o art. 4º da Lei Complementar nº 173, de 27 de maio de 2020, no que tange às contratações dessas operações de crédito e às concessões de garantia pela União previstas nas Resoluções do Senado Federal nºs 40 e 43, de 2001, e nº 48, de 2007.

Art. 2º As operações realizadas de acordo com os §§ 1º, 2º e 3º do art. 65 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, e com o art. 4º da Lei Complementar nº 173, de 27 de maio de 2020, não se sujeitam:

I – à observância dos limites globais para o montante da dívida pública consolidada fixados na Resolução do Senado Federal nº 40, de 2001;

II – ao processo de verificação de limites e condições para operações de crédito estabelecido na Resolução do Senado Federal nº 43, de 2001;

III – ao atendimento dos limites e condições para a concessão de garantia pela União estabelecidos na Resolução do Senado Federal nº 48, de 2007, dispensando-se sua verificação.

Parágrafo único. Para aplicação do disposto no caput às operações constantes do art. 4º da Lei Complementar nº 173, de 27 de maio de 2020, os aditamentos contratuais deverão ser firmados no exercício financeiro de 2020.

Art. 3º Esta Resolução entra em vigor na data de sua publicação.

Senado Federal, em 16 de junho de 2020

Senador DAVI ALCOLUMBRE
Presidente do Senado Federal

A subversão legislativa referente à manobra feita nas Resoluções do Senado nº 11/2015 e nº 17/2015, que visaram autorizar operações de Securitização de Crédito de forma enviesada, estabelecendo algumas restrições para que, tacitamente, tudo que não se encontrasse abrangido por tais vedações fosse considerado “legal” não pode prosperar, sob pena de se instaurar no Brasil a completa balbúrdia legal que desmoraliza todos os Poderes!

4 – Conclusões

A “Securitização de Créditos Públicos” vem se tornando um modelo de negócios no qual são

²¹ <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2249891>

²² <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/146009>

²³ <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/142512>

cedidos recebíveis públicos (fluxo de arrecadação tributária e outras receitas) na contrapartida de operações simuladas de crédito.

Conforme tivemos a oportunidade de observar no estudo de caso da PBH Ativos S/A, do Município de Belo Horizonte, o esquema financeiro se apoia em alguns pilares: a) criação de empresa pública que fará o papel de “securitizadora”; b) estruturação da operação por agentes financeiros interessados nos recebíveis públicos; c) emissão de debêntures de duas espécies, sendo uma (Sênior) representativa do valor do empréstimo tomado do mercado e a outra (Subordinada) representativa da performance de crédito exigida do ente público tomador do empréstimo; d) pagamento do valor empenhado com preferência aos “investidores”, a partir da tramitação dos recursos por “contas vinculadas” antes que caiam nos cofres públicos; e) contabilidade “criativa”, figurando a securitizadora como “devedora” tanto dos “investidores” quanto do ente público, de forma que operações contábeis representativas de pagamento jamais apareçam nas contas públicas e que tudo se passe como uma operação rentável para o ente público.

Vimos, num cenário mais amplo, que a securitização é nada mais que uma nova roupagem da cessão de créditos públicos outrora tentada com a formação dos FIDC-NP, julgados ilegais por diversos Tribunais de Contas estaduais e pelo TCU. Por fim, observamos que inexistente no ordenamento jurídico previsão constitucional e legislativa nacional suficiente para amparar tal prática – e que, por meio de lobbies junto ao Senado Federal, instituições financeiras tentaram um arremedo por intermédio de resoluções senatoriais, eivadas, por sua vez, por vícios de inconstitucionalidade formal, vez que afrontosas à reserva de lei complementar, e ao disposto no art. 167, IV, da Constituição.

A securitização produz desvios de recursos públicos ainda na rede bancária, ferindo o princípio da universalidade do orçamento e a vedação constitucional à vinculação de receitas, e desvia para o mercado, pelo menos, o montante correspondente aos acessórios (multas e juros) agregados ao crédito tributário, em valor muitas vezes superior à operação de crédito ilegal originalmente contratada. Além disso, compromete receitas futuras, por se tratar de prática cujo cumprimento das condições impostas pelo mercado faz com que o ente federado precise aprovar sucessivas leis de parcelamento para fazer frente ao perfil de crédito exigido do ente. Trata-se de prática que deve ser conhecida em seus detalhes pelos operadores do Direito, para que seja combatida junto aos Tribunais do país, seja por meio de ações populares ou de ações de controle de constitucionalidade, dado seu enorme potencial de minar os recursos públicos e comprometer os orçamentos públicos, com o evidente prejuízo à efetivação de direitos prevista na Constituição da República de 1988.