



Securitização da dívida ativa não pode ser só política de governo

Nos últimos meses, iniciamos uma pesquisa com o objetivo de avaliar, juridicamente, as questões que envolvem a chamada securitização da dívida ativa. Trata-se de uma medida econômica que tem ganhado terreno no âmbito da administração pública e que se propõe, em apertada síntese, a antecipar a receita de recebíveis (dívidas inadimplidas oriundas, em grande medida, de créditos tributários) a partir da negociação de títulos lastreáveis no mercado de capitais. *Mutatis mutandis*, essa medida corresponde a uma versão, bastante complexa e sofisticada, da tradicional “venda” ou cessão onerosa de crédito regulada pelo Código Civil.

Olhando assim, numa perspectiva estritamente econômico-financeira, pode até parecer um bom negócio: uma forma inteligente de dar liquidez a títulos ilíquidos, permitindo que o numerário oriundo das antecipações seja empregado em obras de infraestrutura, melhorando a qualidade dos serviços públicos. Essa, aliás é a explicação subjacente à maioria dos projetos de lei recentemente aprovados (v.g. o do município de Ribeirão Preto-SP e o do Estado do Rio de Janeiro).

Todavia, uma análise mais acurada, que procure colocar o problema num quadro mais amplo, preocupado com a justificativa político-jurídica da medida, pode levar-nos a uma avaliação distinta. Não porque a medida seja ruim ou inviável *prima facie*. Ao contrário, o problema maior encontra-se no modo como, até aqui, ela tem sido regulamentada pela administração nos mais diversos níveis de governo. Com efeito, a despeito da explicação oficial de que a adequação e a necessidade da medida estariam demonstradas pelo incremento dos investimentos em obras de infraestrutura, existe uma série de elementos que nos permitem concluir que se trata, muito mais, de um expediente utilizado pelos gestores para escapar das amarras da lei de responsabilidade fiscal. O problema maior, portanto, não seria a melhoria dos serviços públicos, mas, sim, a utilização de tais recursos para resolver problemas de caixa da própria administração.

Nesse contexto, a coluna de hoje pretende compartilhar os principais resultados da mencionada pesquisa visando incitar um debate mais amplo e eficaz sobre um tema cuja importância e magnitude é diretamente proporcional à sua complexidade.

Ressaltamos, de plano, que nossa análise não se restringe a um problema de matemática financeira. Preocupa-nos colocar o problema na perspectiva de uma administração pública republicana e que esteja ajustada aos princípios constitucionais estruturantes. Por outro lado, é preciso chamar o administrador à sua responsabilidade política, o que exige um compromisso não só com o sucesso parcial de sua administração mas, também, com as consequências que suas decisões irão projetar no futuro.

Um breve cronograma da securitização

A securitização de ativos ou recebíveis é uma medida muito conhecida no âmbito das relações privadas. Em largas linhas, trata-se de uma operação financeira em que se agrupa uma série de recebíveis (empréstimos, hipotecas, títulos de crédito etc.) convertendo-os em títulos padronizados que serão negociados no mercado de capitais. Trata-se, portanto, de uma modernização, com alto grau de complexidade, da vetusta operação de cessão de crédito. A diferença entre as duas medidas está dada



pelo incremento da liquidez e minoração dos riscos que a securitização traz para o investimento.

Tal qual a conhecemos hoje, a securitização começa a tomar forma a partir da década de 1960, com o largo uso que dela foi feito pelo mercado estadunidense de hipotecas sendo responsável por impulsionar e financiar a demanda crescente por imóveis residenciais proporcionada pelo crescimento demográfico. Nos EUA, em um primeiro momento, esse mecanismo foi implementado por organismos ligados ao governo e, posteriormente, com o desmanche do *welfare state*, as operações foram transferidas para a iniciativa privada. Ainda na década de 80, a medida expandiu-se para vários outros mercados, sendo constantemente remodelada para assumir roupagens cada vez mais inteligentes e com sofisticadas fórmulas de gestão de risco.

No entanto, nem toda essa sofisticação e inteligência econômica foi suficiente para evitar a crise do *subprime* e o consequente colapso do sistema financeiro mundial em 2008. A securitização era a medida que estava latente na crise americana. O uso desregulamentado dos derivativos acabou por esconder dos conglomerados bancários os riscos efetivos presentes nas operações e o resultado todos nós conhecemos.

No Brasil, essa operação começou a ficar conhecida e bem delineada a partir da década de 1990. No setor privado, a referência é o caso *Mesbla* e, nesse contexto, o termo espelha exatamente o sentido que projetamos no início do texto. Por outro lado, numa questão que envolve o setor público, o termo securitização assume a condição de sinônimo de “alongamento de dívida”. Trata-se do caso da crise de inadimplência dos produtores rurais que levou, em 1995, à promulgação da lei 9.138, responsável pela regulamentação do socorro que o governo levaria às instituições financeiras abaladas pela inadimplência de suas carteiras de crédito rural, possibilitando, por outro lado, aos produtores rurais uma situação mais propícia para o enfrentamento dos problemas derivados da perda de sua renda e da queda dos preços dos seus produtos na safra 94-95.

No contexto atual, a securitização tornou-se comum nos mais diversos tipos de mercados que, atingidos por altos índices de inadimplência, procuram-na para produzir maior liquidez em créditos vencidos ou pendentes de pagamento.

Mas é apenas na última década que a administração pública passa a querer fazer parte dessa história, na tentativa de dar maior “utilidade” a seus ativos. Quem defende a medida, o faz, entre outras coisas, baseado na autorização “normativa” (*sic*) insculpida no artigo 1º, parágrafo 1º, inciso II da Instrução CVM 444/2006. Despiciendo lembrar aos leitores desta **ConJur** que a administração só pode fazer algo em virtude de lei. Uma instrução CVM pode até ser importante para dirimir questões relativas à organização da operação, mas não pode ser utilizada como o argumento principal que autorizaria a administração a proceder à securitização de seus recebíveis.

De todo modo, essa é a contradição secundária do problema. Há questões mais graves. A partir daqui, passamos a analisá-las.



O segredo e a alma do negócio

Para efeitos de nossa pesquisa, comparamos alguns elementos objetivos observados nos processos legislativos que resultaram na aprovação, em ordem cronológica, das leis do Estado de São Paulo, do município de Ribeirão Preto – SP e do Estado do Rio de Janeiro.

O resultado principal foi o seguinte: a administração pública, que deveria se pautar pela publicidade de seus procedimentos e transparência de seus atos, optou aqui, de forma uníssona, pelo segredo.

No caso da Lei 13.723/09 do Estado de São Paulo, o projeto foi aprovado uma semana depois de sua apresentação (prazo extremamente exíguo para uma matéria de tamanha complexidade). Por outro lado, o executivo contava com uma coalizão de 70 deputados que garantia a aprovação do projeto com larga margem de votos.

A lei recentemente aprovada no município de Ribeirão Preto repete elementos muito parecidos. Ampla maioria de vereadores compondo a base governista e projeto aprovado num espaço de tempo de apenas dois dias úteis entre a apresentação e a votação (conhecida estratégia para inibir debates e articulações divergentes).

Por fim, a Assembleia Legislativa do Estado do Rio de Janeiro aprovou a lei, em moldes parecidos, tendo o projeto sido apresentado no dia 23 de junho de 2015 e votado no dia 30 de junho de 2015.

Isto significa que as chances de rejeição do projeto – ou mesmo de um debate que implicasse algum tipo de emenda parlamentar – foram reduzidas a zero. Em nenhum dos casos, os legislativos debateram a matéria. Ao contrário, os executivos impuseram autoritariamente suas agendas e as leis acabaram publicadas nos exatos termos em que foram apresentadas para a votação.

No grau de desenvolvimento de nossa democracia deveríamos ter, no mínimo, audiências públicas para ouvir outros especialistas e interessados na matéria. E, em nenhum dos casos analisados, tivemos algum tipo de discussão que envolvesse a sociedade.

Outro ponto importante de ser destacado é que, do modo como os projetos foram apresentados pelos executivos, só é possível perceber a superfície da questão. Não há notícia sobre a divulgação da projeção, por exemplo, da margem de lucro que se espera pagar para os investidores. Operações desse tipo, que envolvem um alto risco, costumam atrair investidores a partir da promessa de generosas remunerações. Assim, qual é a estimativa por parte da administração, do montante do seu fluxo de caixa futuro de que abrirá mão no momento em que houver o resgate por parte dos investidores? É possível presumir que, internamente, a administração possui esses números. Mas a questão é: se isso é verdade, por que não torná-los públicos antecipadamente? Qual o motivo para manter uma questão como essa envolta por esse escuro véu? É um contrassenso que se apregoe a transparência administrativa ao mesmo tempo em que se admita que tal tipo de delicada e duradora operação seja estruturada sem a necessária legitimação.

A necessidade da justificação jurídica

O segredo somado à rapidez do processo legislativo são sintomas que indicam uma doença mais

profunda: o intuito da administração com a realização da securitização da dívida ativa não é modernizar-se, criando condições criativas para a administração e recuperação de seus créditos. Ao que tudo indica, a medida visa resolver um problema de custeio, de organização das finanças.

A administração pública no Brasil tem uma trajetória de endividamento crônico que foi potencializado durante a década de 1980 e os primeiros anos da década de 90 por conta da hiperinflação. Depois do plano real e da garantia da estabilidade econômica, ficou muito claro que esse endividamento não era uma decorrência de meros fatores externos – o ambiente econômico desfavorável, por exemplo – mas, também, fruto da imperícia ou imprudência de gestores que, por incompetência ou malícia, tomavam empréstimos astronômicos, às vezes com taxas de juros espoliativas, para reorganizar finanças ou simplesmente realizar projetos de governo.

A lei de responsabilidade fiscal (LC 101/2000) veio para, entre outras coisas, frear esse tipo de expediente, na busca de maior racionalidade administrativa. Um de seus principais aspectos está na proibição do administrador recorrer a empréstimos que ultrapassem os limites dos índices estabelecidos pela lei. A antecipação de receitas que aconteceria por conta da securitização seria um meio de burlar essa limitação já que, a princípio, a medida não significa empréstimo e não entrará no balanço como endividamento. Assim, corremos o risco de transformar a lei de responsabilidade fiscal em letra morta! Afora o aumento do risco de condutas corruptivas que acabem por criar uma espécie de bolha de especulação da dívida ativa, com gestores “inflando artificialmente” suas carteiras de crédito inadimplidas para poder fazer mais caixa. Imaginem: um *subprime* dos recebíveis das fazendas públicas...!

Gracejos à parte, outro componente importante diz respeito ao compromisso do administrador com as gerações futuras e que se apresenta também como uma exigência da lei de responsabilidade fiscal. O descompasso administrativo é evidente quando se antecipam recebíveis futuros para o momento presente, fingindo que o componente *juro projetado* seja absolutamente disponível e passível de dispensa sem aprofundadas projeções orçamentárias. Nessa medida, exige-se um planejamento com relação às dívidas de longo prazo e, nalgumas hipóteses, a antecipação de valores pode prejudicar o caixa das administrações futuras. Principalmente num contexto em que 100% dos ativos serão envolvidos na operação, como é previsto na lei do município de Ribeirão Preto.

No caso de Ribeirão, aliás, há ainda um ponto que torna mais evidente esse caráter desviante da medida. Cuida-se do dispositivo (artigo 10) que autoriza o executivo a proceder à abertura de créditos adicionais em 50% dos recursos do fundo (o que, na prática, significa que o chefe do executivo pode fazê-lo por decreto, sem a participação do legislativo) e, de maneira insidiosa, excepciona o exercício financeiro de 2015, possibilitando a abertura de tais créditos para resolver problemas de repasses em atraso ou de despesas já contratadas. Um esclarecimento: a lei, na linha das justificativas de praxe que já mencionamos, condiciona a aplicação dos recursos obtidos por meio da securitização em obras de infraestrutura. A possibilidade de utilização dos recursos para garantir repasses ou contratos já em curso foge ao escopo dessas finalidades.

Note-se: essa previsão coloca em xeque o caráter permanente, ou de política de Estado, da securitização que se pretende realizar. Na verdade, ela acaba por afigurar-se como mera política de governo que, ao que tudo indica, serve para resolver problemas específicos da gestão em curso. A pergunta, então, deve



ser colocada da seguinte forma: a securitização que se pretende efetuar é uma medida que vem para modernizar a administração como um todo, constituindo-se em política permanente, de Estado? Ou, ao contrário, serve ela simplesmente para resolver um problema específico do administrador que, sem poder recorrer a índices de endividamento superiores àqueles permitidos pela Lei de Responsabilidade Fiscal, busca nessa saída “mágica” uma forma de ajustar ou minorar os problemas das contas públicas?

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

Numa palavra final, a securitização da dívida ativa não deve ser encarada como um mal em si. Se bem projetada (com a essencial legitimação e a observância de procedimentos que garantam a participação democrática), e se servir, efetivamente, para qualificar políticas de Estado, pode até ser interessante. Mas, quando temos indicativos suficientes para considerá-la mera política de governo, a medida perde qualquer dimensão de legitimidade. Essa é a mensagem que gostaríamos de deixar aos leitores.

Date Created

11/07/2015