

Economic Analysis of Law Review

Securitização de Recebíveis: Uma avaliação de créditos tributários e dívida ativa no setor público brasileiro

Securitization of Receivables: An evaluation of tax credits and active debt in the Brazilian public sector.

Kleber Pacheco de Castro¹
Universidade do Estado do Rio de Janeiro

José Roberto Rodrigues Afonso²
Instituto Brasiliense de Direito Público /
Fundação Getúlio Vargas – Rio de Janeiro

RESUMO

Vislumbra-se atualmente no Brasil a possibilidade de securitizar créditos tributários do setor público como forma de antecipar recursos que serviriam para mitigar a crise fiscal pela qual passa o país. Tendo isso em vista, este artigo visou fazer um levantamento do estoque de crédito recebível no setor público como todo, além de avaliar o grau de recuperação deste estoque na forma de receita. Complementarmente, o artigo se propôs apresentar uma breve contextualização teórica do processo de securitização, bem como da posição do setor público brasileiro com relação a tal instrumento financeiro.

Palavras-chave: securitização; dívida ativa; crédito tributário

JEL: H27, H81

ABSTRACT

It is currently envisaged in Brazil the possibility of securitizing public sector tax credits as a way of anticipating resources that would serve to mitigate the fiscal crisis that the country is going through. With this in view, this article seeks to survey the receivables in the public sector as a whole, as well as to evaluate the degree of recovery of this stock in the form of revenue. In addition, the article proposes to present a brief theoretical contextualization of the securitization process, as well as the position of the Brazilian public sector in relation to such financial instrument.

Keywords: securitization; delinquent debt; tax credit

R: 30/06/17 **A:** 25/04/18 **P:** 31/08/18

¹ E-mail: kleberpcastro@gmail.com

² E-mail: zeroberto.afonso@gmail.com

1. Introdução

A crise fiscal tem dominado a agenda econômica brasileira. Anos de gestão pública pouco responsável, combinados com uma crise econômica sem precedentes na história do Brasil, se refletem nos atuais indicadores fiscais, que têm apresentado sucessivas piores. De acordo com dados do Banco Central, em 2016, o déficit primário do setor público consolidado foi de 2,47 do PIB (o pior da série histórica do indicador) e a dívida bruta do governo geral chegou a 69,5% do PIB, apresentando uma preocupante trajetória explosiva nos últimos anos.

Neste contexto pouco favorável, há uma série de discussões sobre os caminhos a serem adotados para reverter tal quadro e trazer de volta as concepções de austeridade e de estabilidade como princípios fundamentais para a condução da política fiscal. As propostas mais relevantes giram em torno de reformas mais profundas, como a da previdência e a tributária, que – apesar de serem muito importantes – são de difícil aprovação e produzem resultados não tão rápidos quanto se gostaria.

Contudo, medidas que podem ter um efeito mais imediato também estão sendo discutidas – Bichara (2016) apresenta uma análise de diferentes projetos de lei em tramitação no Congresso tratando da securitização da dívida. Este artigo optou por concentrar a atenção na proposta que trata da “securitização de recebíveis”. O Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 204 de 2016, de autoria do Senador José Serra, tem o propósito de permitir ao setor público alienar o fluxo de recursos relativos a dívidas de contribuintes junto à Fazenda pública. Na prática, isso significa que o ente poderia ceder a uma entidade securitizadora direitos originados de créditos tributários ou não com garantia de pagamento das dívidas de contribuintes junto ao setor público. Os objetos da operação são os créditos negociados nas diversas edições do Refis, na esfera federal, e os parcelamentos concedidos por governos estaduais e prefeituras. Ou seja, o projeto trata de créditos que já foram parcelados (negociados).

Há, porém, um universo bem mais amplo e desconhecido de recursos que o setor público tem a recuperar. Os créditos já negociados representam a menor parte do ativo. De acordo com o parecer do relator do PLS nº 204 de 2016, senador Paulo Bauer: “[...] somente no âmbito da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN) havia, em 2015, mais de R\$ 93 bilhões em parcelamentos, segundo dados divulgados pelo órgão”. Se o escopo for ampliado para abarcar todos os créditos detidos pelo Estado brasileiro, pode-se chegar a um número significativamente maior: para PGFN (2013), a dívida ativa tributária da União era superior a R\$ 1 trilhão em 2012; já TCU (2016) afirma que “[...] ao final de 2014, o montante dos créditos ainda não recuperados pela União atingiu o valor aproximado de R\$ 2,55 trilhões, composto por R\$ 110,1 bilhões em estoque de parcelamentos de créditos não inscritos em dívida ativa, R\$ 995,3 bilhões de créditos com exigibilidade suspensa e R\$ 1.449,5 bilhões de créditos inscritos em dívida ativa”, (TCU, 2016, p.76).

Não há um consenso absoluto sobre o montante de créditos a receber pelos governos. Além disso, o foco de análise recai sobre a União – haja vista a facilidade de obtenção da informação e o fato desta ser a esfera de governo com o maior crédito a reaver.

Além da mensuração do tamanho do ativo tributário em poder do setor público, deve-se também questionar qual o percentual deste montante que é recuperado. Ou seja, é pertinente a pergunta: quanto é convertido em receita para o setor público? Também não há consenso com relação a isso, mas as estimativas apontam para um aproveitamento muito baixo, que gira próximo de 1% dos recebíveis ao ano.

A cobrança dos ativos governamentais no Brasil que representam tributos e outros créditos devidos por contribuintes e pela sociedade deixa muito a desejar. Os estoques acumulados nos ativos são cada vez maiores e a sua efetiva transformação em receita segue respondendo por proporções ínfimas da arrecadação dos governos. É curioso que há uma enorme resistência de gestores públicos, especialmente de fiscos e procuradorias, contra qualquer proposta que transfira tal cobrança para terceiros, mas pouco se debate sobre a qualidade da recuperação de tais créditos pelos poderes públicos. Não por acaso, as estatísticas sobre o estoque de tais ativos públicos a receber são muito pouco conhecidas ou consensuais.

Faltam diagnósticos atualizados e consistentes sobre a situação da dívida ativa no País, tanto de seu volume de estoque acumulado, quanto (e sobretudo) de sua recuperação.

A posição agregada certamente muda, e muito, de uma para outra esfera de governo, como de um para outro ente federado, fora a distinção entre tipos de dívidas. É interessante precisar esse diagnóstico por ente. Isso tende a valorizar a necessidade do poder público buscar formas de reverter este quadro, se desejar tornar este ativo em uma fonte de receitas de fato.

Sob a perspectiva de fragilidade fiscal pela qual passa o setor público brasileiro atualmente (fato vivenciado pelas três esferas de governo), a avaliação da composição do ativo tributário em poder dos governos, bem como a frequência e magnitude do retorno deste ativo na forma de receitas (fluxo), é uma importante forma de discutir alternativas para escapar da “armadilha” fiscal (orçamento rígido e carga tributária muito próxima do limite suportável pela economia) na qual se encontra o país.

Desta forma, a proposta deste artigo é fazer uma análise do tamanho do estoque da dívida tributária (estoque) e de sua evolução, comparando com a receita (fluxo) decorrente deste ativo. Além da análise agregada para o governo consolidado, serão feitas avaliações quantitativas – porém, estáticas – para os estados e para os municípios. O objetivo principal do estudo, portanto, é dimensionar o tamanho absoluto e relativo do tamanho desses ativos e apurar a importância relativa do que efetivamente se conseguiu converter em receitas efetivas nos últimos anos.

Ainda que o objeto central seja traçar um diagnóstico da estrutura atual e da evolução recente, uma breve análise teórica com revisão de literatura sobre securitização de ativos será apresentada antes mesmo da análise de dados.

Desta forma, este artigo está dividido em seis seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção serão apresentados os conceitos relativos à securitização e também a evolução desta. Na terceira seção é listada uma série de vantagens e desvantagens (riscos) do processo de securitização. A quarta seção tem o objetivo de apresentar casos brasileiros e dar destaque para a proposta de securitização dada pelo PLS nº 2014 de 2016. A quinta seção apresenta uma análise estatística para verificar o tamanho, a trajetória e a situação atual do estoque de dívida

ativa (e outros créditos) e da receita pública decorrente. A sexta seção faz algumas ponderações finais sobre a pesquisa.

2. Securitização: Conceito e Evolução

De uma maneira geral, securitização nada mais é do que um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros ou não-financeiros (ativos base) são vendidos, no mercado, a investidores na forma de títulos. Desta forma, qualquer fluxo de caixa, seja atual ou futuro, que é gerado por ativos, pode ser securitizado.

À medida que o mercado de securitização cresceu e se tornou mais sofisticado³, a variedade de ativos securitizados também aumentou. Os processos de securitização mais comuns incluem empréstimos hipotecários, financiamento de automóveis, recebíveis de cartões de crédito e empréstimos educacionais.

De forma mais precisa, pode-se definir securitização como:

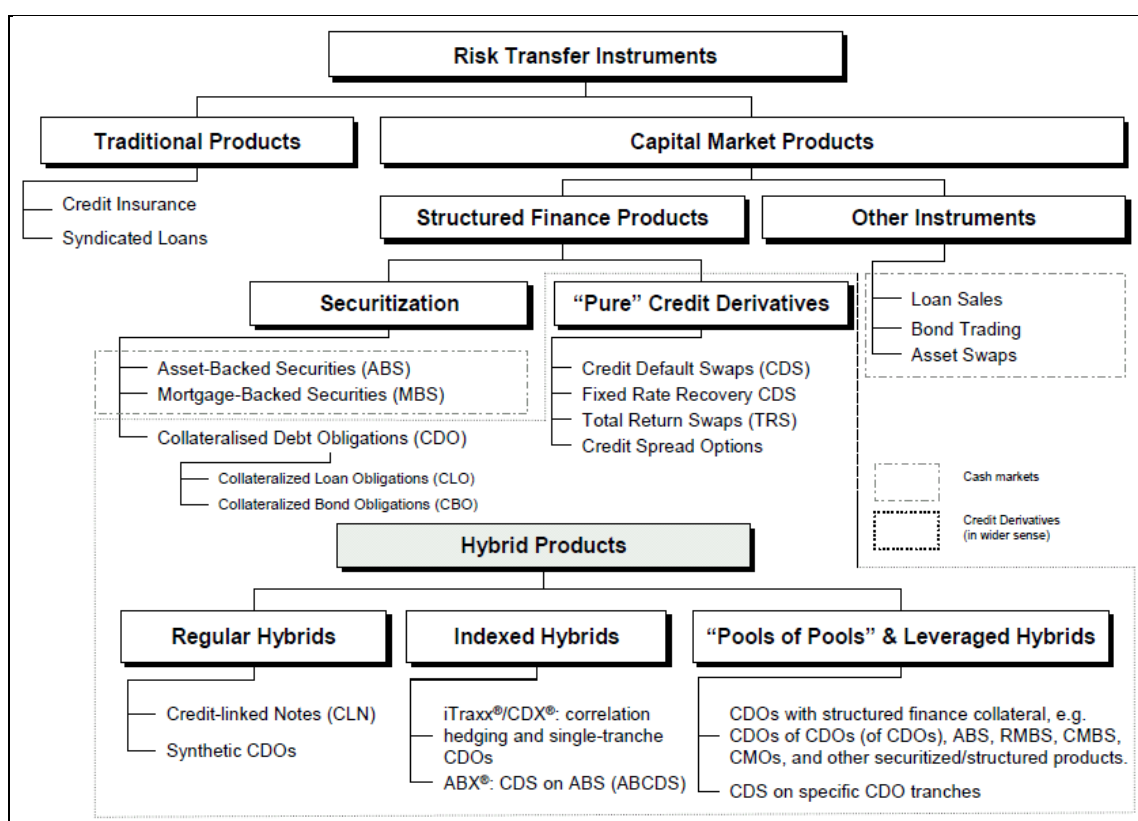
Asset securitization describes the process and the result of converting a pool of designated financial assets into tradable liability and equity obligations as contingent claims backed by identifiable cash flows from the credit and payment performance of these asset exposures. From an issuer perspective, securitization registers as an alternative, market-based source of refinancing profitable economic activity in lieu of intermediated debt finance, (Jobst, 2006, p.4).

Assim, o termo “securitização” passou a ser designado para descrever processos nos quais empresas – que normalmente tomariam empréstimos junto ao sistema bancário – passaram a captar recursos no mercado de capitais através da emissão de valores mobiliários. Ou seja, seus passivos passaram a ser constituídos por títulos emitidos no mercado, tornando-os assim negociáveis (líquidos).

O próprio ativo que deu origem a securitização serve como lastro para os títulos emitidos a partir deste processo, diferenciando este tipo de captação de recursos daquela na qual há a pura e simples emissão de títulos públicos, na qual, usualmente, os investidores exigem garantias adicionais para verificar a solvência do empréstimo, (Silva Filho, 2014).

De acordo com Jobst (2007), securitização é apenas um dos mecanismos existentes para transferir riscos a terceiros – o que a literatura chama de *structured finance* e compreende os arranjos privados e públicos para refinar atividades econômicas de forma não convencional, com o intuito de reduzir custos de tomada de recursos e de intermediação de instituições financeiras. A Figura 1 ajuda a entender o universo destes mecanismos e onde a securitização se insere:

³ O mercado de securitização evoluiu a tal ponto, que ativos intangíveis também passaram a ser securitizados. O exemplo mais famoso (e pioneiro) neste caso foi a securitização, em 1997, do fluxo futuro de royalties decorrentes da produção artística do cantor David Bowie (Kerr, 2000), o que levou Kim Clark a escrever um artigo para a revista Fortune com o título “*On the frontier of creative finance how Wall Street can securitize anything*”.

Figura 1 - Visão Geral dos Instrumentos de Terceirização de Riscos

Fonte: Jobst (2007).

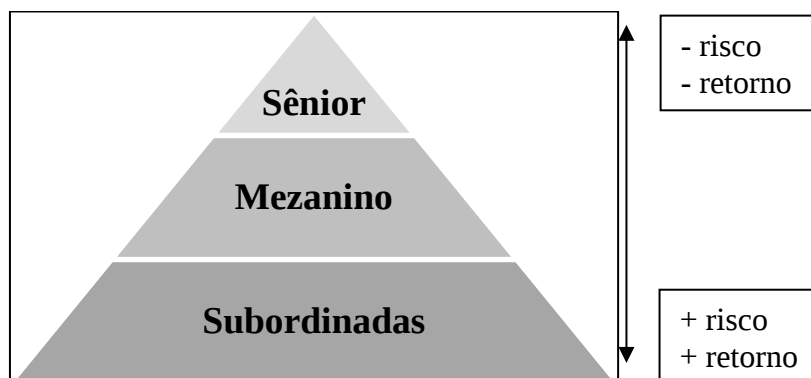
Observa-se na Figura 1 que há três espécies de securitização: *asset-backed securitization* (ABS); *mortgage-backed securitization* (MBS); e *collateralized debt obligations* (CDO). Apenas o primeiro e o terceiro têm importância para a análise desta pesquisa. A securitização no formato ABS se refere, de forma genérica, a emissão de títulos mobiliários lastreados em ativos, cujos fluxos de caixa (previsão) constituem a principal fonte de pagamento destes títulos (principal mais juros). Já a securitização no formato CDO refere-se a emissão de títulos mobiliários lastreados em uma carteira de: a) empréstimos, neste caso também são chamados de *collateralized loan obligations* CLO; ou b) títulos de dívida pública ou privada, neste caso também são chamados de *collateralized bond obligations* (CBO). Estas carteiras podem ser estáticas, o que ocorre quando a carteira inicial de títulos é a mesma até o final da operação, ou dinâmicas, quando há mutação do volume do ativo ao longo da operação, exigindo, neste caso, uma gestão ativa da carteira. A estrutura “colateralizada” costuma ser mais usual no mercado de securitização:

[...] o conceito de *pass-through* dá ao detentor do título a propriedade sobre o ativo, e a SPE tem uma função limitada à distribuição. No caso da colateralização, a SPE administra os descasamentos entre ativo e passivo, para o que necessitará repor recebíveis quando estes vencerem antes dos títulos emitidos; no *pass-through*, o fluxo de caixa para o investidor é irregular, já que ele detém indiretamente os ativos. Por essa razão, a estruturação baseada no conceito de *pass-through* não é considerada amigável sob a ótica do investidor, (Pinheiro, 2008, p.49)

As operações de CDO são lastreadas em um ativo que possui uma ou mais classes de débito (risco) (Goodman & Fabozzi, 2002). Em outras palavras, as divisões deste ativo são

classificadas em diferentes níveis de confiança a partir de classificações realizadas por agências de *rating*, as quais são outro importante elemento dentro do processo geral da securitização. Os ativos “colateralizados” são, assim, distribuído em cotas como mostra a Figura 2.

Figura 2 - Classificação das Cotas CDO de Acordo com o Nível de Risco e Retorno



Elaboração própria. Fonte primária: Goodman e Fabozzi (2002).

As cotas são importantes, pois determinam a ordem de pagamento dos juros e do principal aos cessionários do direito creditório. Invariavelmente, as cotas seniores têm o maior nível de proteção contra ausência de liquidez, pois são as primeiras a serem pagas. Este seria o crédito de alta qualidade. As cotas subordinadas, por sua vez, têm elevado risco de não serem pagas, pois estão “no fim da fila”. Este é o crédito “podre” (de baixa qualidade). Em contrapartida, os juros que estas cotas pagam são muito maiores do que os das cotas seniores. Há ainda as cotas intermediárias, denominadas “mezanino”, que proporcionam médio grau de risco e de retorno.

Este último aspecto referente ao CDO é muito relevante, pois tem relação direta com a estrutura dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FDIC) e das Sociedades de Propósito Específico (SPE), instrumentos que, normalmente, atuam no Brasil na securitização de recebíveis dos governos brasileiros, como dívida ativa e créditos tributários não inscritos na dívida ativa. Usualmente, a securitização de direitos creditórios desses governos oferece ao mercado apenas as cotas seniores (menor risco), ficando o próprio ente público com as cotas subordinada. Ou seja, os cessionários, neste caso, ficariam apenas com a parte “nobre” da dívida ativa e dos créditos tributários, partindo do entendimento de que o mercado brasileiro não estaria disposto a adquirir um ativo que não tivesse boas chances de ser recuperado (Semer, 2016).

Ainda que os conceitos e procedimentos inerentes à atividade de securitização sejam conhecidos há séculos (Lejot, Arner & Schou-Zibell, 2008), formalmente, a origem da securitização remonta aos anos 1970, quando inseriu-se a possibilidade de hipotecar de imóveis nos EUA (Klein, 2011). A chegada deste tipo de financiamento aos países emergentes se deu apenas anos mais tarde: em 1987 a empresa *Teléfonos de México S.A.* securitizou seus recebíveis (Jobst, 2006).

A partir de então este tipo de procedimento passou a se difundir no mundo, especialmente nos países de origem anglo-saxã, como EUA, Austrália e Nova Zelândia. Nos países em desenvolvimento, apesar de haver algumas experiências bem-sucedidas – como, por exemplo,

o caso da securitização da dívida agrícola do Banco do Brasil em meados dos anos 1990⁴ (Silvestrini & Lima, 2012) – o mercado de securitização de recebíveis ainda é incipiente, vis-à-vis a experiência americana. Nos BRICS, por exemplo, Silva Filho (2014) aponta a existência de amplo espaço para a utilização de instrumentos de securitização, como hipotecas e alienação de ativos do poder público.

3. Vantagens e Riscos da Securitização de Recebíveis

Há ampla literatura internacional e nacional que apresenta e discute as vantagens e desvantagens da securitização de recebíveis, tanto para o setor privado como para o setor público, com destaque para Arner (2002), Jobst (2006), Pinheiro (2008), Dechow, Myers e Shakespeare (2010), Mostowofi (2011) e Kothari (2012).

É recorrente a difusão da defesa da securitização a partir do argumento de que esta permite às instituições financeiras gerar um volume de empréstimos superior ao que poderia ser oferecido na inexistência de tal operação. Contudo, o este tipo de expediente proporciona outros benefícios mais específicos. Uma das listagens mais recentes e bem condensadas sobre as vantagens da securitização é feita por Kothari (2012), que apresenta um rol com oito vantagens da securitização em geral (aplicada a qualquer tipo de mercado ou instituição envolvida), que é resumida a seguir:

- facilita a criação de mercados de créditos financeiros. Na ausência deste tipo de operação, apenas acordos bilaterais seriam possíveis, como, por exemplo, o empréstimo bancário. Com a negociação dos créditos a terceiros, haveria um natural crescimento do mercado de crédito, com mais tomadores e mais ofertantes;
- quando lastreada em ativos, é capaz de reduzir o risco de liquidez do mercado de crédito, evitando crises financeiras severas. A redução de risco, por sua vez, implica em redução do custo de financiamento;
- aumenta a dispersão dos ativos financeiros. Como usualmente são vários os cessionários participantes da operação envolvendo um ativo, desconcentra-se na prática a propriedade deste;
- incrementa a propensão a poupar da economia como um todo, haja vista a criação de um mercado para aplicações financeiras que proporciona retornos atrativos – normalmente acima da média;
- ao eliminar intermediários (bancos e agentes financeiros especializados), a securitização de ativos reduz custos de transação. O processo conecta a atividade de tomada de crédito com o mercado de capitais, facilitando a negociação entre tomadores e ofertantes de crédito, o que, quase sempre, significa menos custos para realizar a operação;
- diversifica o risco em diferentes níveis, que são atribuídos a diferentes agentes, atuando em sentido oposto ao tradicional sistema bancário de crédito, que concentra todo o risco em seus representantes, inviabilizando muitas vezes a expansão das empréstimos. O

⁴ Pires (2015) aponta que o processo pioneiro de securitização no Brasil foi feito pela Mesbla em 1992, no qual uma SPE adquiriu recebíveis de vendas da empresa, emitindo debêntures no mercado de capitais.

resultado disso é uma melhor alocação dos riscos e dos recursos no mercado, promovendo o fortalecimento do mercado financeiro;

- reduz o foco sobre a propriedade, uma vez que há efetivamente a transferência do direito sobre esta (na forma de ativos) para terceiros, tornando o cedente um administrador ou custodiante de recursos gerados pela operação. A propriedade, neste caso, seria de todos os investidores envolvidos na operação. Filosoficamente, admite-se a partir daí que o capitalismo deixaria de ser um capitalismo de propriedades, mas de administração de recursos; e
- absorve/reduz o impacto de recessões econômicas. A facilidade para acessar o mercado de crédito seria um amenizador de momentos de crise. Evidências históricas mostradas pelo autor corroboram esta tese.

Kothari (2012) ainda destaca uma vantagem adicional, esta relacionada especificamente à securitização em governos:

The most common justification given for securitization of government revenues is socially beneficial investments by the governments. Governments of all nations have to invest in public goods such as healthcare and infrastructure. Some government spending is in sectors that do not have any identifiable revenues; there are some of these investments that have long-term revenues. The former should appropriately be funded by the general budgets of governments, but for the latter, if government finances are linked with capital markets, it enables a more efficient funding of social utilities, and reduces the burden on government finances, (Kothari, 2012, p.511).

Esta visão é compartilhada por Ketkar e Ratha (2001), que destacam a importância da securitização nos investimentos públicos, especialmente nos momentos de crise econômica. Apontam também que os governos dos países que adotam tal medida costumam receber melhores avaliações das agências de *rating* do que aqueles que recorrem ao mercado internacional de capitais. Adicionalmente, Jobst (2006) aponta que uma externalidade da securitização dos fluxos futuros de receitas no âmbito do governo é a exigência de um ambiente jurídico e institucional mais acurado e confiável do que nas transações não garantidas.

A operação em torno da securitização, contudo, não é sempre vantajosa. Com efeito, é possível apontar diversos problemas inerentes a este tipo de atividade. De acordo com Mostowofi (2011), desde a crise do subprime americano de 2008, emergiu na literatura internacional uma série de publicações críticas às operações de securitização, que atribuíam a esta operação a criação de um risco sistêmico no mercado financeiro. Muitos anos antes da crise, Kaufman (1999) já apontava para futuros problemas neste mercado.

Mais uma vez é possível recorrer a Kothari (2012) para elencar os possíveis riscos decorrentes da securitização de recebíveis, sendo, de acordo com a tipologia do autor, podem ser agrupados em cinco riscos:

- risco de crédito, que está associado à possibilidade do tomador do crédito não cumprir com sua obrigação. Esta possibilidade é ocasionada pela gestão inadequada do ativo securitizado, pela depreciação do ativo ou da garantia concedida, ou ainda, pelo simples atraso no pagamento da dívida;

- risco de pré-pagamento, que está associado à possibilidade de antecipação do pagamento da remuneração do investidor, antes da data de vencimento prevista. Neste caso, o cessionário (investidor) teria alguma perda dos juros a que teria direito caso o pagamento se desse na data correta;
- risco da taxa de juros, que está associado à possibilidade de haver um descasamento entre a taxa utilizada na captação dos recursos e taxa utilizada no pagamento destes recursos. Por exemplo, uma operação pode ter um ativo remunerado a taxas pré-fixadas enquanto seu passivo é corrigido a taxas pós-fixadas. Neste caso, se houve um choque (aumento) dos juros na economia, a operação estará comprometida, pois a obrigação de remuneração aos investidores crescerá muito frente aos ativos securitizados;
- risco da taxa de câmbio, que está associado a possibilidade de haver um descasamento entre as moedas que estão atreladas ao ativo e passivo da operação. Ou seja, tal risco só se dará quando os recebíveis da operação foram indexados por alguma moeda estrangeira. Em caso de grande desvalorização da moeda nacional frente a estrangeira, haveria um aumento da obrigação do agente securitizador;
- risco operacional, que está associado aos riscos inerentes ao negócio. São eles: fraudes, demandas trabalhistas, falhas de sistemas de informação, falhas de gerenciamento, práticas inadequadas relativas a clientes, entre outros.

Há ainda mais dois riscos não destacados pelo autor e que merecem ser citados: risco de liquidez (Carneiro & Goldfajn, 2000) e risco de seleção adversa do portfólio (Greenbaum & Thakor, 1987). No primeiro caso, o risco decorre do mercado secundário para os títulos/debêntures emitidas no processo de securitização não encontrarem mercado secundário relevante, tornando-os pouco atrativos para negociação (baixa liquidez). No segundo e último caso, há o risco de se selecionar os bons ativos para a securitização e manter os de menor qualidade em carteira, o que configura uma seleção adversa. Tal situação é relevante e se verifica comumente nas securitizações de recebíveis nos governos subnacionais brasileiros. O inverso também pode ocorrer: ou seja, a oferta ao mercado seria referente àqueles ativos de menor qualidade, estando o risco, neste caso, nas mãos do investidor.

Securitizations can also have unanticipated costs, as exemplified by the current financial crisis. Since receivables are “sold” to a special purpose entity (SPE), a moral hazard exists where by managers face incentives to lower credit standards since the firm no longer bears the full cost of defaults. This can result in adverse selection such that firms want to sell their lower quality receivables, (Dechow, Myers & Shakespeare, 2010, p.2).

Outras vantagens e riscos podem ser encontrados na literatura sobre o tema. Contudo, não é o objetivo deste artigo esgotar o debate sobre o tema. Pinheiro (2008) faz uma ótima revisão do tema, destacando a posição de cada autor acerca dos benefícios e problemas que podem advir da securitização.

4. Securitização nos Governos Brasileiros

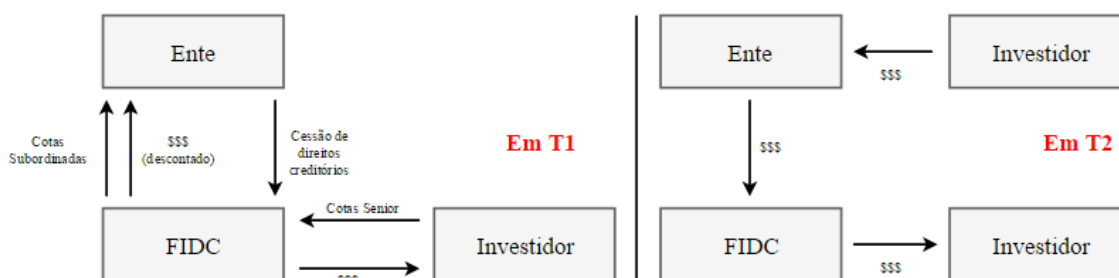
Nos últimos anos foi observado um movimento de crescimento do processo de securitização da dívida ativa (e outros créditos tributários) no âmbito dos governos subnacionais. Tal movimento chegou a gerar algum debate dos entes beneficiários com o Tribunal de Contas da União (TCU) e com a PGFN acerca da legalidade da operação em questão. Em resumo, o TCU entendeu que a operação de securitização da dívida ativa do município de Belo Horizonte (MG), iniciada em 2009 por meio de FIDC, estaria enquadrada no conceito de operação de crédito, como estabelecido no Artigo 29, inciso III, da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). Tal entendimento levou o Senado Federal a aprovar a Resolução nº 11 de 2015, que permite “[...] que as estruturas de FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios), com base em recebíveis originados pelo parcelamento de dívida ativa, não sejam considerados e enquadrados como operação de crédito conforme estabelecido pela Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF), na hipótese que prevê”, (Brasil, 2015, p.1).

A PGFN também manifestou-se contrariamente à securitização da dívida ativa do governo, ainda que com argumentos distintos do TCU:

A tese defendida pela PGFN é no sentido de que a medida viola os princípios da igualdade e da capacidade contributiva, a repartição e vinculação de receitas tributárias, o dever de que a cobrança tributária seja procedida por órgãos específicos e o metaprincípio da indisponibilidade do interesse público. A violação à igualdade e à capacidade contributiva decorreria do tratamento diferenciado que seria dado a devedores em situações idênticas, o que seria posto em prática sem razões jurídicas que justificassem o *discrimen*, (Sales, 2016).

A Figura 3 detalha a operação de securitização da dívida ativa dos entes subnacionais por meio de FIDC. De forma simplificada, em T1, o ente concede ao FIDC o direito ao crédito, que vende as cotas seniores (crédito “nobre”) ao mercado. Em contrapartida, o FIDC concede ao ente as cotas subordinadas (crédito “podre”) e a arrecadação obtida no mercado descontada por uma taxa que cobre o risco da operação e a rentabilidade. Em T2, quando o contribuinte paga sua dívida junto ao ente, há a transferência deste fluxo ao mercado (investidor) para remunerar as cotas vendidas em T1.

Figura 3 - Securitização de Dívida Ativa por Meio de FIDC



Fonte: Nunes (2016).

Uma segunda alternativa aventada pelos estados e municípios para securitizar a dívida ativa é a SPE – como é o caso do modelo do estado de São Paulo – no qual esta instituição adquire os recebíveis e emite debêntures ao mercado, lastreadas no ativo público. A rigor, as diferenças entre FIDC e SPE são pequenas:

Tanto a constituição de um fundo de investimento em direitos creditórios como a securitização de recebíveis tem a mesma finalidade e ainda apresentam outras semelhanças, uma vez que têm lastro em ativos semelhantes e apresentam a mesma forma de rendimento, embora existam algumas diferenças. A SPE, por se tratar de uma sociedade, apresentará incidência de tributos sob a forma de pessoa jurídica, o que implica maior recolhimento tributário. Os fundos de investimento não têm personalidade jurídica, já que se apresentam na forma de condomínios cujas quotas são adquiridas pelos investidores, representando para o investidor um encargo tributário menor em relação à securitização, (Machado, 2007).

Da mesma forma que no caso dos FIDC, o TCU também tem entendimento que a securitização via SPE constitui operação de crédito. Apesar disso, é verificável, na literatura, opiniões contrárias, como é o caso de Nascimento (2016):

[...] as operações de emissão de debêntures nos Estados e Municípios não representa golpe nas finanças públicas ou afronta à Lei de Responsabilidade Fiscal, já que a LRF não alcança as empresas estatais não dependentes. Em sentido contrário, a emissão apresenta-se como alternativa em um período de crise financeira e fiscal. Se um ente público tem um direito a receber, derivado de um crédito que não foi honrado no passado, porque não tentar antecipar esses recursos?, (Nascimento, 2016).

Os pareceres de TCU e PGFN, contudo, foram anteriores ao mais recente projeto de lei envolvendo a securitização de créditos tributários: o Projeto de Lei do Senado (PLS) nº 204 de 2016, de autoria do Senador José Serra (PSDB/SP), que permite “[...] 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”, (Brasil, 2016b, p.1).

Ao contrário dos modelos anteriores, que vinham sendo adotados nos governos subnacionais, esta proposta não cria uma SPE e não converte o crédito em “papeis” negociáveis no mercado. Trata-se tão simplesmente de alienação de recebíveis através de um deságio. A operação é finalizada quando o poder público recebe o recurso do contribuinte devedor e repassa o valor ao agente que comprou o crédito (cessionário). O risco do negócio (não pagamento da dívida pelo contribuinte), neste caso é exclusivamente do cessionário. Configura-se assim, um mecanismo muito mais simples do que nos modelos anteriores. Não por acaso, Sales (2016) afirma que o projeto é bem elaborado e “[...] possui uma conformação distinta daquela que foi analisada nos pareceres que pugnaram pela inconstitucionalidade da securitização” (Sales, 2016).

Para não gerar insegurança jurídica e tentar alinhar o entendimento com o TCU e a PGFN, a justificativa da proposta destaca:

[...] o projeto prevê explicitamente que as operações que observem rigorosamente as condições estabelecidas – especialmente que sejam definitivas e não imponham qualquer ônus futuro – não sejam caracterizadas como operações de crédito, especialmente para os fins da Lei de Responsabilidade Fiscal, (Brasil, 2016b, p.3).

Contudo, há ainda uma segunda possibilidade de interpretação deste tipo de proposta: a concepção de terceirização da cobrança da dívida ativa. A Resolução do Senado nº 33 de 2006

concede poder aos governos subnacionais para “[...] ceder a instituições financeiras a sua dívida ativa consolidada, para cobrança por endosso-mandato, mediante a antecipação de receita de até o valor de face dos créditos”, (Brasil, 2006, p.1). Porém, há uma Ação Direta de Inconstitucionalidade (nº 3786) questionando esta resolução tramitando no Supremo Tribunal Federal (STF) desde agosto de 2006, de tal modo que o entendimento sobre a matéria ainda não está pacificado.

Como todos os modelos de securitização de ativos governamentais, o objetivo deste projeto é elevar a receita (de curto prazo) do ente que realizar a operação. Além disso, apontam Salto e Ribeiro (2016), se aprovado o projeto contribuiria para consolidar uma norma geral sobre o tema, gerando segurança jurídica para os entes da federação que atuam ou pretendem atuar nesta área. Apesar da intenção do projeto de tentar aprimorar a instituição da securitização no Brasil e melhorar o caixa em um momento de crise fiscal, contribuindo para amenizar os impactos da recessão econômica nas contas públicas, o referido PLS não está livre de críticas.

Em primeiro lugar, observando o projeto pelo ponto de vista do fluxo de recursos no curto prazo, há uma clara subutilização de potencial da securitização. Como o PLS só contempla os créditos que são objetos de parcelamentos (administrativos e judiciais), como os Programas de Recuperação Fiscal (Refis), por exemplo, o tamanho do ativo a ser securitizado se reduz fortemente com relação ao universo da dívida ativa. Isto é verificado por PGFN (2015): ao final de 2014 o estoque de créditos já parcelados, no âmbito da União, era de aproximadamente R\$ 93,76 bilhões, enquanto o estoque total de créditos em cobrança chegou a quase R\$ 1,388 trilhão – ou seja, o objeto de securitização do PLS nº 204 de 2016 refere-se a apenas 6,8% do potencial, no caso do governo central.

Em segundo lugar, não há clareza sobre o grau do custo financeiro (deságio) envolvido na operação. Mesmo dentro do grupo de pesquisadores que são favoráveis ao projeto, não há consenso acerca deste percentual, que pode variar de 5%/10% (Nascimento, 2016) até 65% (Ribeiro, 2016). A diferença entre as estimativas chama atenção, trazendo um sério questionamento sobre a realidade envolvendo tais projeções e tornando a eficácia do projeto uma incógnita.

Do ponto de vista do fluxo de recursos no longo prazo, deve se ter em mente a possibilidade do projeto afetar a receita do ente que efetivar a operação. Na prática, o projeto prevê a cessão do fluxo de receitas que já tinham previsão de recolhimento em determinado intervalo de tempo (receita de parcelamentos). Trata-se de receitas cujo fato gerador já ocorreu e deveriam ter ingressado em exercícios anteriores. Ou seja, o ente pode receber hoje o que deveria ter recebido no passado se o contribuinte tivesse em dia com suas obrigações tributárias. Além de recuperar o recurso, pode-se observar que o projeto trata de uma securitização de um crédito de boa qualidade, que provavelmente (com razoável grau de certeza) seria recebido pelo ente público. Em termos estritamente econômicos, o fluxo de receitas originado com as operações de securitização pode ser entendido como redução da dívida líquida, conforme última versão do Manual de Estatísticas Fiscais do Banco Central (Bacen, 2018). Assim, o governo que participa desta operação recupera uma importante parcela de seu orçamento passado.

O relator do projeto em questão, Senador Paulo Bauer, posicionou-se favorável à constitucionalidade e legalidade:

A constitucionalidade do PLS nº 204, de 2016 – Complementar, é extraída do art. 24, inciso I, da Constituição Federal, que dispõe ser a União competente, em concorrência com os Estados e o Distrito Federal, para legislar sobre direito financeiro; e do art. 163, inciso I, do Texto Constitucional, que exige a edição de lei complementar para dispor sobre finanças públicas.

Quanto à juridicidade, verificamos, quando da apresentação da matéria, a presença dos atributos de inovação legislativa, generalidade, compatibilidade e harmonização com o ordenamento jurídico brasileiro.

No tocante à técnica legislativa, foram atendidas as normas regimentais e as disposições da Lei Complementar nº 95, de 26 de fevereiro de 1998, que dispõe sobre a elaboração, a redação, a alteração e a consolidação das leis.

Com relação ao mérito, o projeto é de elevada importância para o reequilíbrio das contas dos entes federativos, que passam por momento de notória dificuldade financeira.

A proposição, como relatado, regula cessão de direitos creditórios pelo Poder Público. Trata-se de importante passo para autorizar, com segurança jurídica, operações dessa natureza, (BRASIL, 2016a, p.3-4).

Há controvérsias, naturais para uma matéria complexa. Carneiro (2018), por exemplo, mesmo elogiando o propósito do projeto, elenca algumas falhas que podem levar a um cenário de insegurança jurídica, prejudicando o próprio objetivo pretendido com o instrumento da securitização – são elas: (i) uma suposta contradição entre duas passagens do projeto, que cede os créditos de forma definitiva (livra do cedente a responsabilidade pelo efetivo pagamento do crédito), mas prevê que a cessão se dê apenas sobre o “direito autônomo ao recebimento do crédito”; (ii) a cobrança do crédito, mesmo após a cessão, deve ser realizada pelo próprio setor público, o que, segundo o autor, seria inconstitucional por colocar a burocracia pública em serviço de interesses privados; (iii) a atualização do crédito cedido, segundo o projeto, segue os critérios originais aplicados à dívida ativa e aos demais créditos tributários, o que deve promover insegurança jurídica, uma vez que este critério não estaria minimamente correlacionado com as regras do mercado privado (Selic); e (iv) os devedores que tiverem seu crédito cedido devem solicitar judicialmente a exclusão de sua inscrição de dívida ativa, fato não previsto no projeto. Para o autor, inevitavelmente, estes e (eventualmente) outros pontos do projeto devem levar o tema à judicialização e, conseqüentemente, a um forte deságio do crédito público quando da cessão deste.

Outra dúvida respeita à possível caracterização deste tipo de operação como uma operação de crédito, o que implicaria em violar a LRF. Apesar do projeto deixar claro o fato do cedente não ser o responsável final pelo pagamento do crédito, Carneiro (2018), como já destacado, levanta dúvidas sobre este ponto ao evidenciar uma suposta contradição no texto do projeto. Porém, como destacado em Vidigal Neto (2017), a Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal (CAE) apresentou argumentação no sentido de que a securitização de créditos públicos não representa a assunção de compromisso financeiro pelo Estado, não podendo ser classificada assim como uma operação de crédito. A exceção ocorre quando a estrutura adotada pelo instrumento venha a criar passivos aos futuros governantes (contenha mecanismos de garantia que impliquem compromissos ou comprometimento financeiro por parte do ente estatal).

Ainda que não emita papéis e não constitua uma SPE, a securitização neste caso pode ser enquadrada em pelo menos uma das características das operações de crédito, definidas por STN (2014):

Em regra, as operações de crédito possuem pelo menos uma das seguintes **características**:

- a) Envolvem o **reconhecimento**, por parte do setor público, **de um passivo**, que equivale a um aumento do endividamento público com impactos no montante da dívida pública e na capacidade de endividamento do ente;
- b) Pressupõem a **existência de risco de não adimplemento** de obrigações que, em geral, materializa-se na forma de cobrança de juros explícitos ou implícitos, deságio e demais encargos financeiros, tendo como consequência uma redução do Patrimônio Líquido do ente que equivale a um aumento do valor original da dívida; e
- c) **Diferimento no tempo**, uma vez que, em regra, as operações de crédito envolvem o recebimento de recursos financeiros, bens, ou prestação de serviços, os quais terão como contrapartida a incorporação de uma dívida a ser quitada em momento futuro, (STN, 2014, p.606).

Se há certa incerteza quanto à caracterização da operação de securitização como operação de crédito, parece menos problemático o debate em torno da concepção de “antecipação de receita orçamentária”. Esta modalidade de receita – que é restringida pela LRF – é levantada como ponto fraco da securitização por alguns críticos do projeto. Ocorre que é infundada a alegação de antecipação, haja vista que trata-se de um fluxo de recursos que deveria ter sido recebido no passado, mas que não se efetivou. Sobre este aspecto, entendemos que há pouca margem para judicialização. O próprio texto da LRF, em seu art. 37, inciso I, deixa claro que não se trata de operação de crédito a “captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido”.

Outro aspecto crítico abrange o debate da vinculação das receitas. Está relacionado apenas à parte tributária do ativo securitizado – a maior parte do montante, especialmente no caso dos estados. Como parte das receitas tributárias da União é destinada aos governos subnacionais (transferências intergovernamentais) e às despesas com Ações e Serviços Públicos de Saúde (ASPS) e Manutenção e Desenvolvimento do Ensino (MDE), não fica clara como o gestor iria alocar os fluxos futuros de recebimentos de contribuintes entre estas obrigações e o pagamento dos cessionários do crédito. Este ponto denota na falta de garantia das obrigações constitucionais com saúde, educação e demais entes da federação, além de ser um potencial gerador de problemas futuros de liquidez no governo central (Nunes, 2016).

O PLS apresenta dispositivos que buscam resolver os problemas relacionados às vinculações. Segundo o texto aprovado pelo Senado, a cessão dos direitos creditórios deverá preservar a base de cálculo das vinculações constitucionais. Além disso, não poderá abranger percentuais do crédito que, por força de regras constitucionais, pertençam a outros entes da Federação.

Existem ainda questões de normatização contábil que não são claras com a securitização de recebíveis no governo. Uma questão suscitada por qualquer ente que realize este tipo de operação é a seguinte: qual a classificação contábil das receitas decorrentes da securitização de ativos? E ainda: qual a classificação contábil das despesas decorrentes da remuneração aos cessionários que participaram da securitização?

Não há resposta oficial para nenhuma das duas perguntas. De acordo com STN (2015), atualmente não há um padrão de contabilização das receitas decorrentes da securitização de direitos creditórios nos os governos subnacionais que realizam este tipo de operação. Alguns classificam como “alienação de ativos” e outros como “receita de dívida ativa”. Há um entendimento entre fiscalistas a esse respeito que a falta de normatização tem levado os entes a classificar as receitas de acordo com seus interesses, fugindo de bases que estão vinculadas, como a Receita Corrente Líquida (RCL) ou a Receita Líquida Real (RLR). Sobre a classificação dos pagamentos referente à securitização, aparentemente, ainda não há qualquer posição dos agentes públicos, possivelmente por que este problema ainda não surgiu para eles. Sobre estes dois pontos, a PLS nº 204 de 2016 nada afirma, deixando uma lacuna em um ponto que não é mais um risco e sim uma realidade.

De acordo com o PLS, a receita deverá ser classificada como “Receita de Capital” – Alienação de ativos. Nesse caso, aplica-se o disposto no art. 44 da LRF para orientar a destinação dos recursos.

Não custa citar, por último, que a regulamentação da securitização dos créditos do governo vem ao encontro dos princípios constitucionais da celeridade e eficiência processual, previstos a partir da Emenda Constitucional nº 45 (Brasil, 2004).

5. Análise dos Recebíveis dos Governos Brasileiros

Um dos pontos mais debatidos e questionados sobre a securitização, quando da edição do PLS nº 204 de 2016, foi relativo à identificação do universo de recursos que poderiam se enquadrar dentro dos requisitos para serem negociados com o mercado. Ou seja, duas perguntas (uma derivada da outra) foram suscitadas: Qual o montante de recursos securitizáveis? O quanto poderia ser “arrecadado” a partir deste montante? Os números apontados pelos diversos atores (especialistas, congressistas) e instituições (PGFN, TCU), que se pronunciaram sobre o tema, divergem sensivelmente, variando conforme os itens de ativos que estavam sendo considerados na conta.

5.1. Aspectos Metodológicos

Como o referido projeto de lei destacou categoricamente quais direitos poderiam ser securitizados – quais sejam, débitos tributários já negociados em programas de parcelamento lançados pelo poder público, como o Refis, no âmbito federal – não seria, em tese, tão complicado chegar a um número consensual sobre o alcance do projeto. De fato, isso é verdade para a informação da União. Porém, esta se torna cada vez mais difícil conforme se descentraliza o nível de governo e se reduz o tamanho da instituição envolvida. Em outras palavras, uma análise externa do tamanho do ativo a ser securitizado e do potencial de receita desta operação é muito difícil quando se observa algum município de porte médio ou pequeno. Apesar das estatísticas fiscais no Brasil terem evoluído muito a partir da instituição da LRF – a qual obrigou todos os entes a prestar contas através de relatórios e balanços oficiais regularmente – alguns dados mais específicos são difíceis de obter, haja vista a baixa transparência e a irregularidade na divulgação destas informações em boa parte dos entes federados.

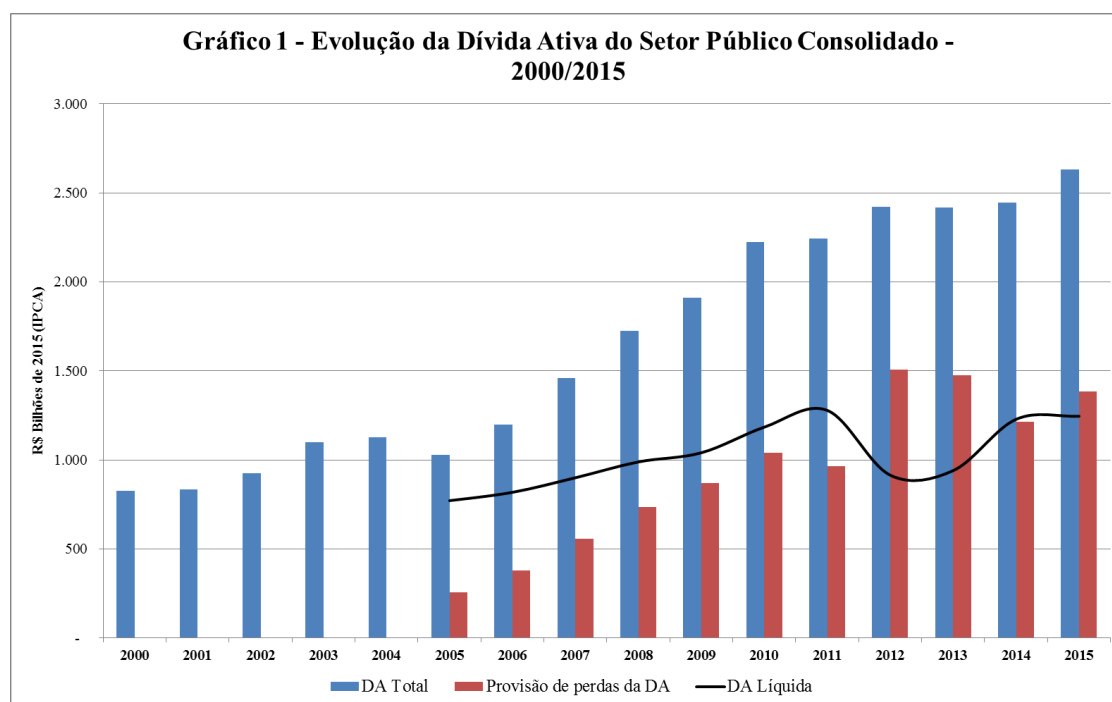
Outra dificuldade reside na construção de uma série temporal das estatísticas em questão, basicamente por questões de compatibilização de informações. Como os planos de divulgação das contas públicas vão se aprimorando com o passar do tempo, é natural e esperado que os relatórios de anos mais recentes proporcionem estatísticas mais elaboradas, no que toca ao nível de detalhamento. Infelizmente estas aberturas não retroagem, impossibilitando a análise da evolução de alguns indicadores. Outro problema, e ainda mais complexo, diz respeito a mudança de classificação contábil na qual as informações de um ano não são totalmente compatíveis com as informações de outro ano, dificultando comparações.

Felizmente, a STN produz uma consolidação das contas do setor público (Balanço do Setor Público Nacional – BSPN), que – ainda que não apresente o detalhamento desejado – contribui para dirimir este problema. Além disso, suas publicações anuais do Finanças do Brasil (FINBRA) são compatíveis com o BSPN, suprimindo a demanda por algumas estatísticas de estados e municípios que não são fornecidas pelo BSPN. Pelo lado do governo central, estes dados complementares foram extraídos do sistema SIGA BRASIL, que é uma plataforma on-line do Senado Federal de acompanhamento da execução orçamentária do governo federal e que extrai suas informações do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (SI-AFI). Estas três fontes forneceram a maior parte dos dados que serão apresentados adiante. O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) também serviu como fonte de dados complementares, como o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) e o Produto Interno Bruto (PIB).

O horizonte temporal de análise é o período 2000/2015, sendo que no último ano da série merecerá uma avaliação mais acurada, não apenas por apresentar dados que permitem esta avaliação, como pela importância de ter uma boa “fotografia” mais atualizada dos créditos do governo e da receita proveniente desta.

5.2. Análise dos Dados

Considerando a análise da evolução do ativo “securitizável” do governo consolidado (União, estados e municípios), foi tomada a dívida ativa como referência principal, haja vista a limitação de informações detalhadas para anos do início da série temporal em questão. O Gráfico 1 mostra a evolução da dívida ativa entre 2000 e 2015 em valores reais.



Elaboração própria. Fonte primária: BSPN/STN, FINBRA/STN, SIGA BRASIL/Senado Federal e IPCA/IBGE.

Alguns pontos merecem destaque no Gráfico 1. Em primeiro lugar, chama atenção a clara trajetória expansionista do estoque de dívida ativa. No início da série temporal este indicador não chegava nem a R\$ 1 trilhão (a preços de 2015), enquanto no final o montante ultrapassou a marca de R\$ 2,6 trilhões, o que representa um crescimento real acumulado de 218% ou um crescimento real médio de aproximadamente 8% a.a.

O segundo ponto diz respeito à apresentação da provisão de perdas da dívida ativa a partir de 2005, como consequência da edição do Manual de Procedimento da Dívida Ativa (Portaria STN nº 564 de 2004). De fato, esta é uma informação importante, pois o retorno da dívida ativa na forma de receita é bastante incerto, dependendo a capacidade financeira do devedor e do andamento das ações judiciais. “Um fator importante, na avaliação apropriada de contas a receber, é o tratamento da incerteza quanto ao seu pagamento, a receita deve ser medida pelo seu valor a ser recebido”, (Hendriksen & Breda, 1999, p.347). Ou seja, a introdução desta informação permite ao gestor público trabalhar com um número mais próximo da realidade, tendo em vista que parte do crédito simplesmente não tem chance de ser recuperado – é um crédito “podre”.

Este aspecto é especialmente relevante no âmbito do processo de securitização, que, não por acaso, quase sempre precisa trabalhar em parceria com agências de classificação de risco (*rating*), com o intuito de sinalizar ao mercado o risco do ativo que está sendo negociado. A probabilidade de perda cresce exponencialmente conforme declina a classificação de risco do ativo (Goodman & Fabozzi, 2002). Esta classificação é tão importante que passou a ser alvo de avaliação por parte do governo federal antes mesmo de se discutir o processo de securitização. Por exemplo, “A contabilização de ajustes para perdas dos créditos tributários administrados

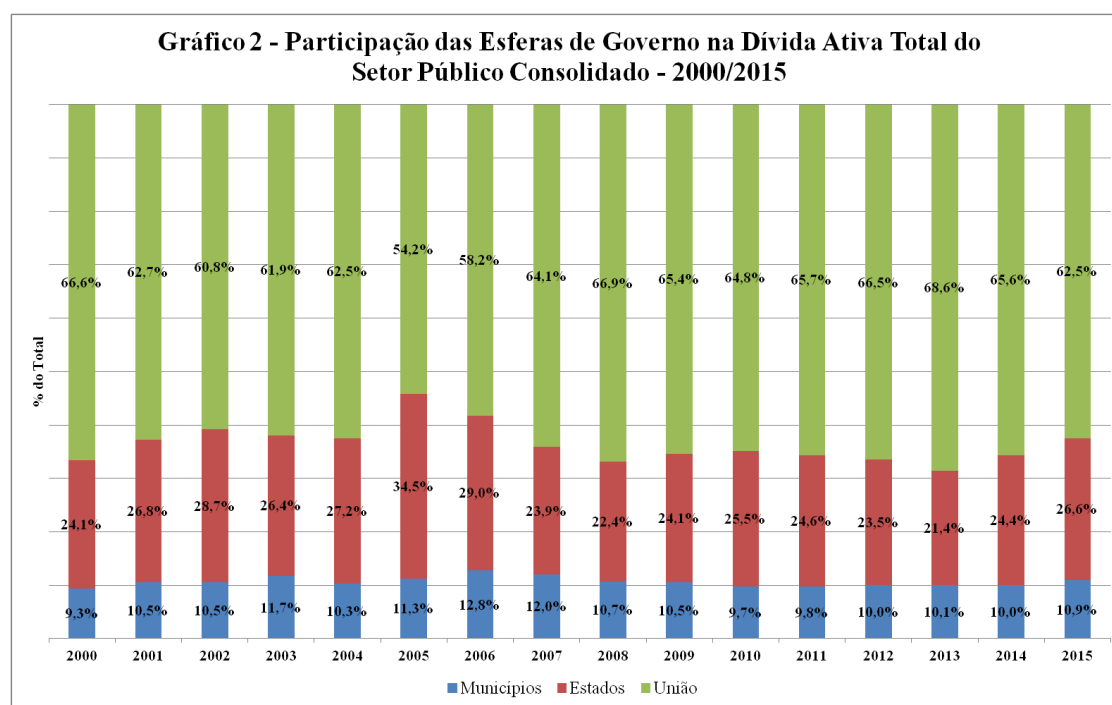
pela RFB começou a ser realizada em 2012”⁵. No âmbito da PGFN já se discute a elaboração de um *rating* próprio para a dívida ativa da União, que tem como objetivo aumentar a eficiência do órgão, focando “[...] as energias dos procuradores na cobrança de débitos de empresas sólidas e evitar gasto de tempo e horas de trabalho correndo atrás de contribuintes falidos ou fora de atividade”, (Pombo, 2016). Mais recentemente, através da Portaria MF nº 293 de 2017, o Ministério da Fazenda criou um *rating* da dívida ativa da União, no qual os créditos serão classificados com notas de acordo com sua perspectiva de recuperação.

A partir da introdução da provisão de perdas, foi possível calcular o que foi denominado de dívida ativa “líquida”. Esta variável também apresentou tendência de crescimento – desta vez entre 2005 e 2015 – tendo apresentado uma quebra de sequência apenas nos anos de 2012 e 2013⁶. Neste caso, o crescimento real acumulado foi de 62% e o crescimento real médio foi de 4,9% a.a., chegando a um valor de R\$ 1,2 trilhão em 2015. Apesar de menor do que o da dívida ativa total, o crescimento da dívida ativa líquida também foi expressivo.

A dívida ativa total tem, ao longo dos quinze anos da amostra, em sua composição, participação majoritária da União, como mostra o Gráfico 2. Além disso, após um breve período de descentralização, entre 2000 e 2005, houve uma leve tendência de acentuação da participação do governo central até 2013.

⁵ Informação obtida através da Lei de Acesso à Informação. Pedido feito em 25 de outubro de 2016, com resposta concedida em 4 de novembro de 2016.

⁶ Os dados de 2013 merecem alguma atenção, pois seu comportamento “fora da curva”, tem relação direta com a mudança metodológica no plano contábil que passou a ser implementada no setor público brasileiro a partir daquele ano, com o intuito de compatibilizar informações de diferentes entes da federação e se adequar às normas internacionais de contabilidade. A Portaria STN nº 634 de 2013 normatizou a questão e determinou a obrigatoriedade da adoção destas regras a partir da divulgação das contas de 2014. Alguns entes (estados e municípios), contudo, já promoveram alterações a partir das contas de 2013. Como neste ano não havia obrigatoriedade de seguir a nova metodologia, alguns entes mantiveram o padrão anterior, o que proporcionou a publicação concomitante de dois tipos de balanços patrimonial dentro da federação, dificultando a consolidação das contas públicas. Possivelmente devido a este evento, os dados de 2013 podem estar sensivelmente distorcidos. Ainda assim, o dado de 2013 não corrompe a análise aqui empreendida e tampouco modifica as conclusões que serão apresentadas.



Elaboração própria. Fonte primária: BSPN/STN, FINBRA/STN e SIGA BRASIL/Senado Federal.

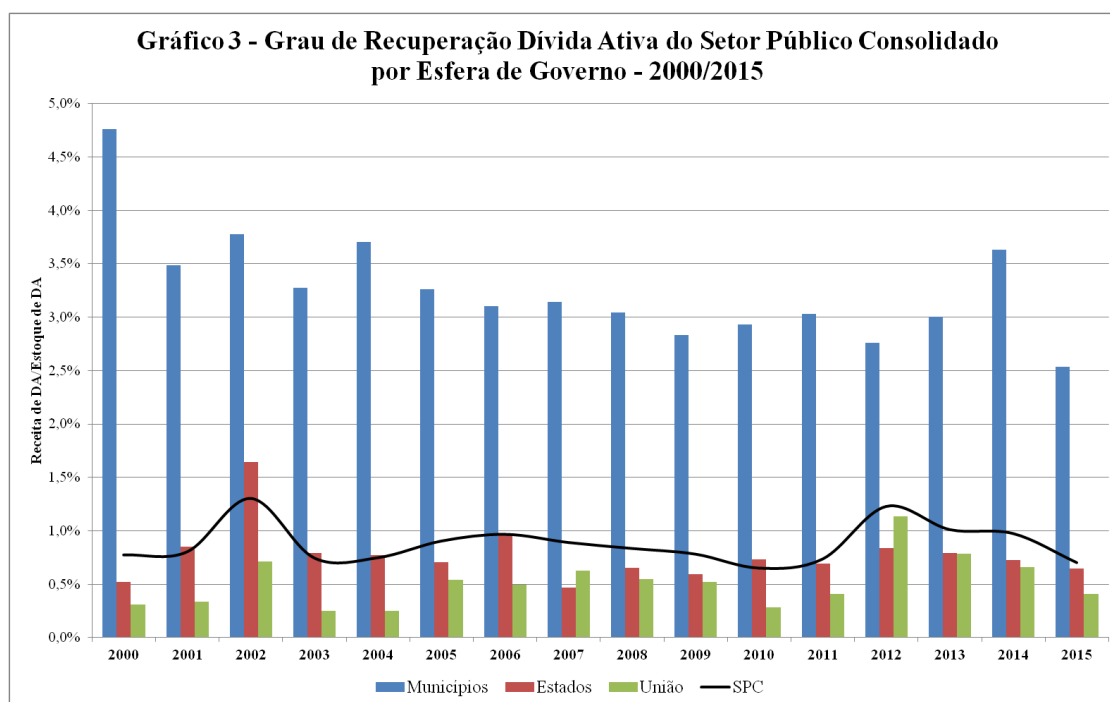
Esta trajetória é tão evidente, que em 2013 a participação do governo central na dívida ativa do governo consolidado chegou a pouco menos que 69% do total. Este patamar foi obtido não apenas pelo crescimento absoluto da dívida ativa da União, como também pela diminuição no crescimento da dívida ativa de estados e municípios em 2012 e 2013, o que pode ser atribuído ao crescente esforço de recuperação destes créditos empreendido pelos governos subnacionais nos últimos anos. O governo do estado de São Paulo, por exemplo, fez um grande programa de parcelamento de débito do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços (ICMS) em 2013⁷. O sentimento de que a crise econômica – que só chegou a ser efetivamente sentida a partir de 2014 – já estava surtindo efeito nas receitas dos governos subnacionais fez com que alguns entes da federação acelerassem medidas alternativas de arrecadação.

Já em 2014 e 2015 houve um novo movimento de aumento da participação de estados e municípios no total da dívida ativa, especialmente pelo forte aumento deste estoque no âmbito dos governos estaduais. É razoável assumir, neste caso, que os efeitos da crise econômica passaram a ser sentidos nos cofres públicos. Muitas empresas passaram a não recolher ICMS por falta de caixa, utilizando-se do não pagamento como fonte de “financiamento”, haja vista a escassez e alto custo do financiamento bancário durante a recessão. Esta “estratégia” empresarial, que é evidenciada por Afonso e Pinto (2016), tem sido reforçada nos últimos anos pelos sucessivos programas de refinanciamento de dívidas tributárias (Rezende & Dalmácio, 2016), proporcionando um cenário de risco moral no comportamento das empresas.

Apesar do impressionante volume de recursos que constam como ativos governamentais classificados como dívida ativa (aproximadamente 45% do PIB em 2015), o que efetivamente importa é a recuperação deste crédito, para que ele entre em caixa e possa ser usado. Quanto a

⁷ Resolução Conjunta SF/PGE nº 01/2013.

este ponto, o que se observa é um quadro alarmante, no qual o grau de recuperação da dívida ativa é extremamente baixo, como mostra o Gráfico 3.



Elaboração própria. Fonte primária: BSPN/STN, FINBRA/STN e SIGA BRASIL/Senado Federal.

Observando os dados agregadamente nota-se que o grau de recuperação da dívida ativa flutua em torno de 1% ao longo do período em análise, mas quase sempre um pouco abaixo deste patamar. A própria PGFN confirma tal índice irrisório de sucesso. A situação se diferencia sensivelmente quando a análise é decomposta por esfera de governo: neste caso há uma clara hierarquia, na qual a recuperação do crédito é tão maior quanto mais descentralizado for o governo. Isto é, municípios apresentam o melhor desempenho neste quesito, seguido pelos estados e, finalmente, pela União. Ainda assim, é forçoso reconhecer que, mesmo no caso municipal, o nível de retorno da dívida ativa é muito baixo, não tendo chegado nem a 5% em qualquer dos 15 anos da série.

Este baixíssimo retorno pode ser atribuído a problemas no procedimento de execução fiscal. Em primeiro lugar, há um elevado custo para o poder público (PGFN e Justiças Federal e Estadual) em recorrer judicialmente para tentar reaver o crédito, fazendo com que processos de baixo valor ou que não tenham garantias suficientes de recuperação sejam ineficientes, por gerarem mais despesas do que eventualmente possam conseguir em receitas. Especificamente sobre o caso da União é possível considerar que:

Considerando-se o custo total da ação de execução fiscal e a probabilidade de obter-se êxito na recuperação do crédito, pode-se afirmar que o *breaking even point*, o ponto a partir do qual é economicamente justificável promover-se judicialmente o executivo fiscal, é de R\$ 21.731,45. Ou seja, nas ações de execução fiscal de valor inferior a este, é improvável que a União consiga recuperar um valor igual ou superior ao custo do processamento judicial, (IPEA, 2012, p.14).

Para dirimir este problema, o Ministério da Fazenda editou a Portaria nº 75 de 2012, na qual deixam de ser ajuizados apenas os débitos cujos valores consolidados sejam iguais ou

EALR, V. 9, nº 2, p. 05-34, Maio-Agosto, 2018

inferiores a R\$ 20.000,00. Contudo, além desta portaria não exigir um cálculo prévio estimado de chances de êxito na cobrança, seus valores estão defasados com relação aos preços atuais. Apenas em 2016 houve uma mudança mais relevante neste sentido: a Portaria PGFN nº 396 de 2016. Esta possibilitou a suspensão em massa das execuções fiscais de valor igual ou inferior a R\$ 1 milhão que não estejam garantidas – que representavam 97,5% dos processos judiciais.

Ainda não é possível observar os efeitos destas medidas no sucesso da execução fiscal. Mas, Bichara e Afonso (2017) fazem um alerta: “Paradoxalmente, a corporação da PGFN postula na Justiça 60 dias de férias anuais, por analogia aos magistrados, além do antigo pleito para que seja permitido o exercício de advocacia privada aos procuradores. Ou seja, enquanto a dívida cresce sem parar, os atuais responsáveis por cobrá-la querem trabalhar menos.”

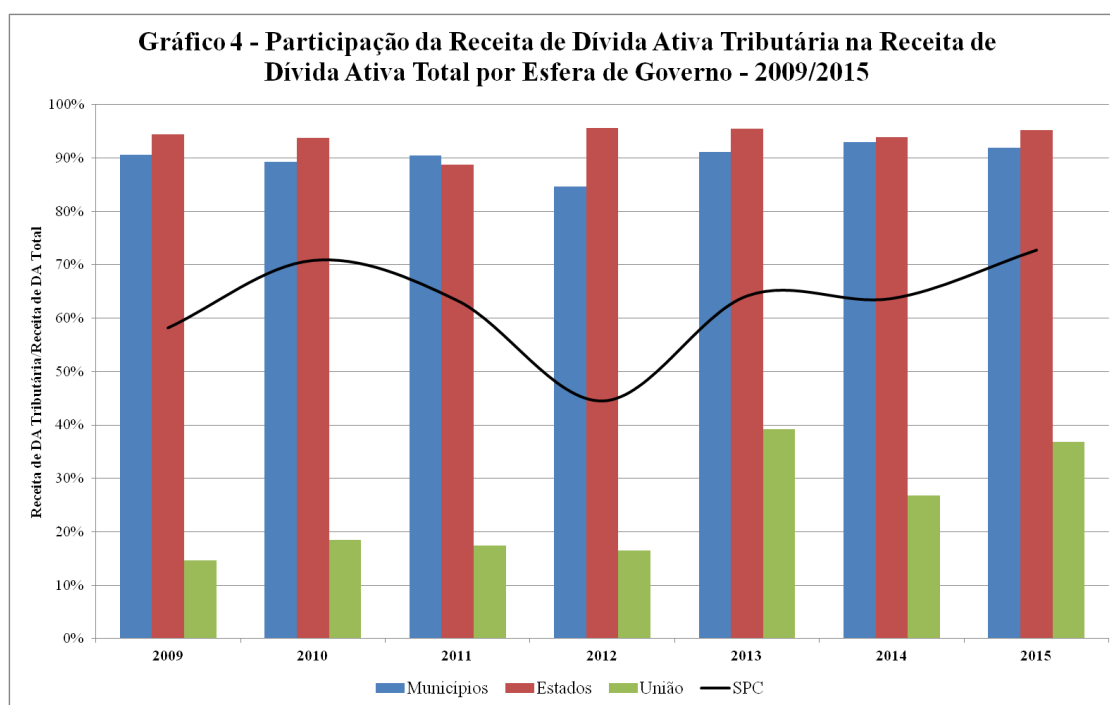
Em segundo lugar, há uma dificuldade com relação à localização do contribuinte que está sendo executado, com consequente ausência de resposta à citação e não comparecimento à audiência. Um terceiro problema, é a dificuldade de localização dos bens do executado, que, via de regra, só acontece após o início do processo de execução fiscal. Por fim, pode-se incluir na lista de motivos para o baixo retorno dos processos o próprio histórico recente de recuperação de créditos, estabelecendo uma dinâmica de autogeração (criação endógena).

[...] a baixa performance da cobrança judicial estimula os contribuintes a não adimplirem suas obrigações pontualmente para valerem-se da execução fiscal como forma de postergação do cumprimento de suas dívidas. Trata-se, portanto, da utilização do litígio como planejamento para a inadimplência tributária, (Camara & Freire, 2016).

Além disso, há questões relacionadas ao andamento dos processos judiciais. Aproximadamente 1/3 (um terço) de todos os processos judiciais em tramitação no Brasil são execuções fiscais, “[...] o que concorre para o congestionamento daquele Poder [judiciário] e para a morosidade da prestação jurisdicional”, (Eich, Pimentel & Moura, 2013, p.25).

Naturalmente, não se deve esperar percentuais de receita de dívida ativa muito elevados, haja vista que este indicador é uma relação entre um fluxo (receita) e um estoque (dívida). Seria praticamente impossível que um determinado governo conseguisse recuperar toda sua dívida ativa (ou quase isso) na forma de receita em um curto espaço de tempo. Contudo, o atual grau de recuperação destes créditos é tão baixo que tem proporcionado um crescimento regular do estoque de dívida ativa ao longo do tempo, como mostrou o Gráfico 1. Em outras palavras, se o grau de recuperação estivesse em um patamar adequado, a dívida ativa poderia estar declinando suavemente, ou, no limite, se mantendo estável.

Do total da receita decorrente da dívida ativa do governo consolidado, a maior parte dela é decorrente de créditos tributários (dívida ativa tributária). Isso também é verdade para estados e municípios, mas não para a União, como mostra o Gráfico 4, limitando a análise ao período 2009/2015, devido a ausência destas informações para anos anteriores.



Elaboração própria. Fonte primária: BSPN/STN, FINBRA/STN e SIGA BRASIL/Senado Federal.

Aproximadamente 90% da receita de dívida ativa dos governos subnacionais tem natureza tributária, enquanto na União este percentual foi de, no máximo, 40% (aproximadamente) em 2013. É curiosa esta discrepância, haja vista a elevadíssima participação do estoque de dívida ativa tributária no total da dívida ativa da União: de acordo com PGFN (2013), esta relação chegou a 93% em 2012. No mesmo ano, a participação da receita de dívida ativa tributária foi inferior a 20% do total.

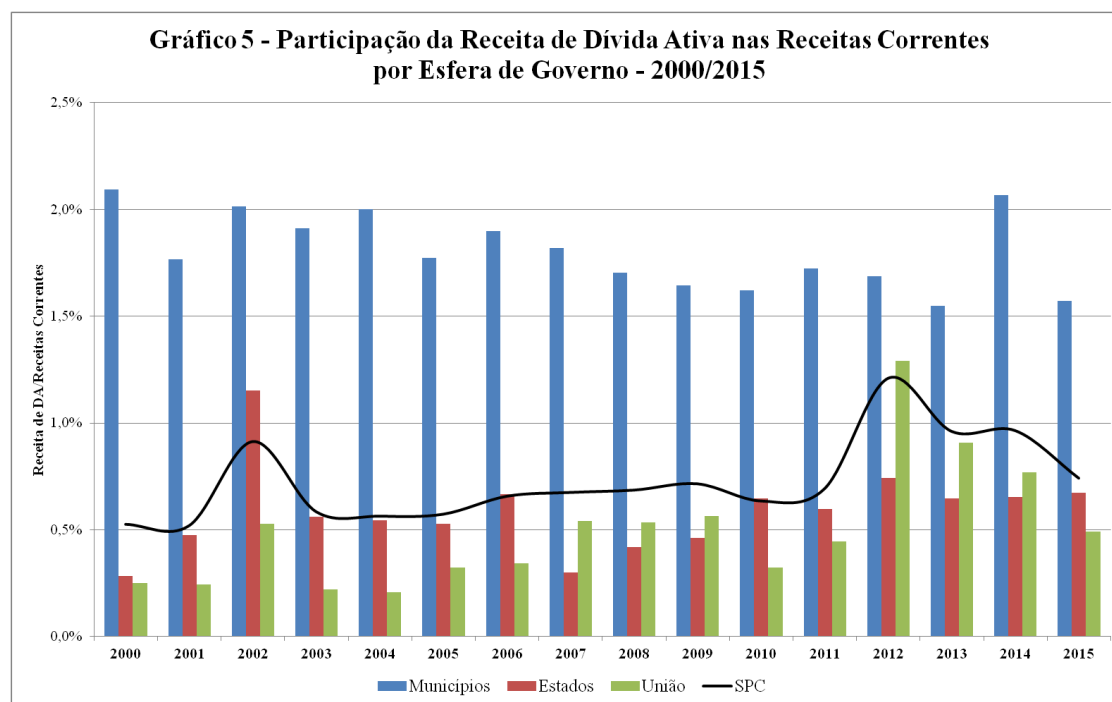
Combinadas estas duas informações, é possível obter um indício de que a recuperação de créditos da SRF é muito baixa perto da recuperação de outros órgãos federais que também possuem recursos a serem reavidos na dívida ativa (Polícia Federal, Justiça do Trabalho, Justiça Eleitoral, Ministério da Saúde etc.). Outra possibilidade seria a de informação errada, isto é, o governo federal poderia ter divulgado estatísticas fiscais equivocadas. Essa possibilidade parece improvável, tendo em vista a consistência temporal dos dados (usualmente estes erros são pontuais) e ainda pelo fato da série apontar para uma tendência de aumento da participação da receita de dívida ativa tributária federal no total ao longo dos anos em análise. Ou seja, a PGFN aumentou seu esforço para recuperar os créditos tributários nos últimos anos, tendo em vista o evidente baixo desempenho em anos anteriores.

Este maior esforço recente no âmbito federal se somou ao já elevado patamar de receitas tributárias oriundas da dívida ativa nos estados e municípios, fazendo com que em 2015 o indicador para o governo consolidado chegasse a quase 73%, superando em muito o resultado do início da série (2009), que foi de aproximadamente 58%.

Os dados apresentados no Gráfico 4 são especialmente interessantes para a análise dos governos subnacionais por revelarem implicitamente a composição da dívida ativa destes entes – o que não é possível pela avaliação dos balanços patrimoniais consolidados destes, a não ser em anos mais recentes. Como a receita de dívida ativa tributária é majoritária dentro do universo de receitas da dívida ativa, assume-se que a maior parte do estoque de dívida ativa de estados e

municípios também é de natureza tributária. No caso da União, como já evidenciado, esta estatística não serviria para este propósito.

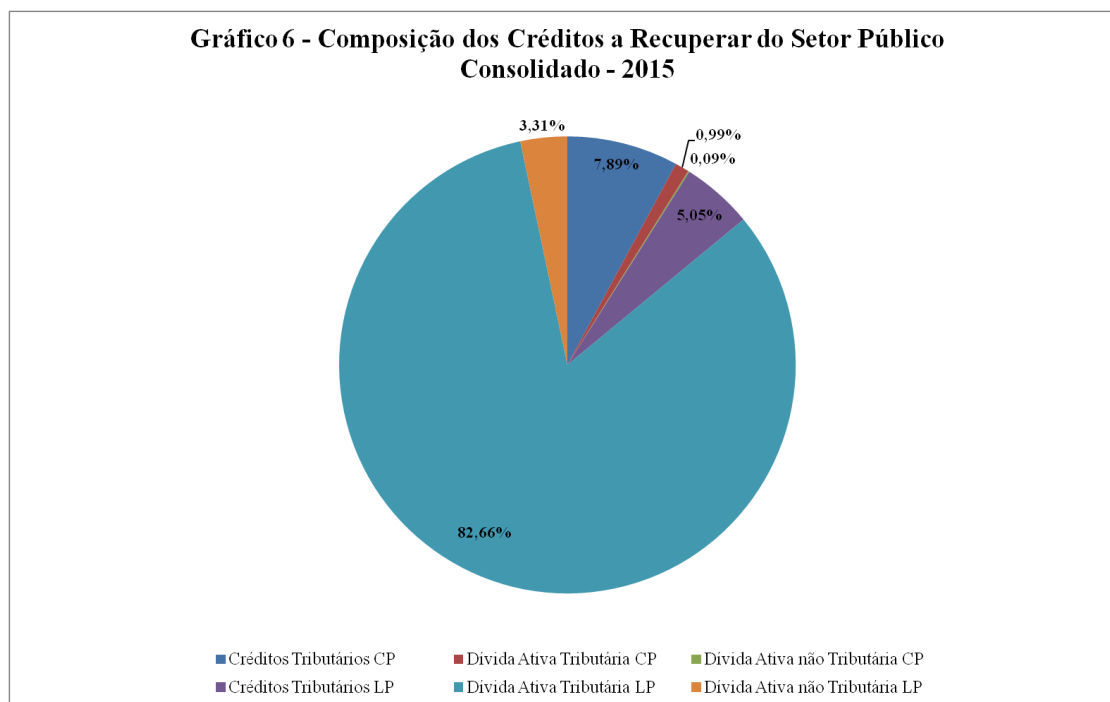
Corroborando o quase estável esforço de recuperação dos créditos da dívida ativa, exibido no Gráfico 3, a participação da receita de dívida ativa nas receitas correntes consolidadas também teve um comportamento relativamente pouco variável entre 2000 e 2015, como mostra o Gráfico 5.



Elaboração própria. Fonte primária: BSPN/STN, FINBRA/STN e SIGA BRASIL/Senado Federal.

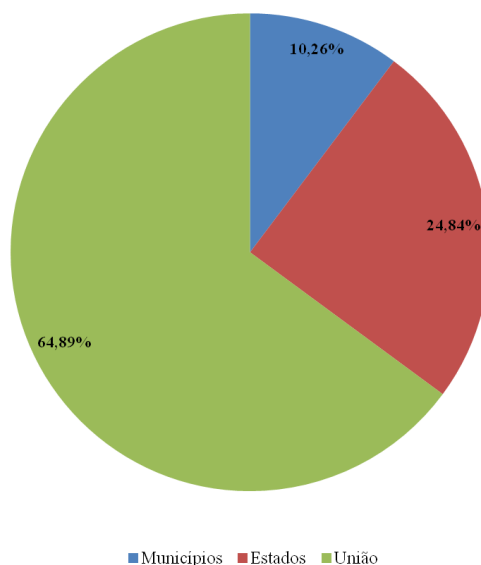
Neste caso também é possível observar dois picos de elevação da razão, em 2002 (pico de esforço estadual) e em 2012 (pico de esforço da União), além de ficar evidente uma suave trajetória de crescimento do indicador ao longo do tempo, passando de 0,52% das receitas correntes em 2000, para 0,74% em 2015.

Apesar de a dívida ativa (e de sua receita decorrente) ser uma boa aproximação do estoque de recebíveis para uma avaliação dinâmica (série temporal), é preciso realizar uma estimativa mais acurada do real montante que pode estar envolvido em um eventual processo de securitização de ativos a serem recuperados. Infelizmente, devido à limitação dos dados, não foi possível fazer um “filme” deste indicador, mostrando sua trajetória ao longo dos últimos anos. Porém, uma “fotografia” em um ano mais recente foi possível de obter e pode ser vista no Gráfico 6.



Alguns aspectos do Gráfico 6 são marcantes e merecem destaque. Primeiro, a dívida ativa tributária (de curto e de longo prazos) responde por quase 84% do estoque de créditos a recuperar. Se incluirmos toda a dívida ativa não tributária nesta conta, a participação passa a 87%, o que indica que a dívida ativa é uma boa *proxy* dos créditos recebíveis do governo, respaldando os dados de série temporal apresentados anteriormente. Segundo, os créditos de natureza tributária (de curto e longo períodos) respondem por quase 97% do total, corroborando a tese deduzida a partir do Gráfico 4. Essa diferenciação da natureza do ativo é importante, pois não foi possível fazer esta distinção nos dados de série temporal. E terceiro, os ativos recuperáveis no longo prazo tem plena predominância (90% do total) sobre os ativos de curto prazo. Tal informação remete à securitização, que visa, dentre outros objetivos, adiantar recebíveis que poderiam demorar a serem obtidos pelo poder público. Neste caso, a maior parte dos recursos teria esta característica.

Outro aspecto importante de ser notado na composição dos créditos tributários a recuperar pelo governo é sua distribuição por esfera. Esta, que é apresentada no Gráfico 7, tem estreita relação com a participação de cada nível de governo na arrecadação da carga tributária: em 2015 (Afonso & Castro, 2016), a União respondeu por 66% da carga tributária e seu estoque de créditos tributários ao final do mesmo ano correspondia a quase 65% do total; os estados responderam por 26,8% da carga tributária e seu estoque de créditos tributários ao final do mesmo ano correspondia a 24,8% do total; por fim, os municípios responderam por 7,2% da carga tributária e seu estoque de créditos tributários ao final do mesmo ano correspondia a 10,2% do total.

Gráfico 7 - Participação das Esferas de Governo nos Créditos Tributários a Recuperar - 2015

Elaboração própria. Fonte primária: BSPN/STN e FINBRA/STN.

Apesar de alguns entes da federação já possuírem companhias securitizadoras e terem avançado rapidamente neste processo nos últimos anos, seu potencial para gerar receita sobre este montante de ativo é significativamente menor do que o potencial do governo central. Este dado verifica que ainda há um caminho a se trilhar para que a securitização de recebíveis do governo venha a ser efetivamente aproveitada no Brasil. De qualquer forma, as experiências pontuais já realizadas por governos locais ajudam a apontar problemas e a buscar alternativas para tornar mais ágil e exato o processo de securitização.

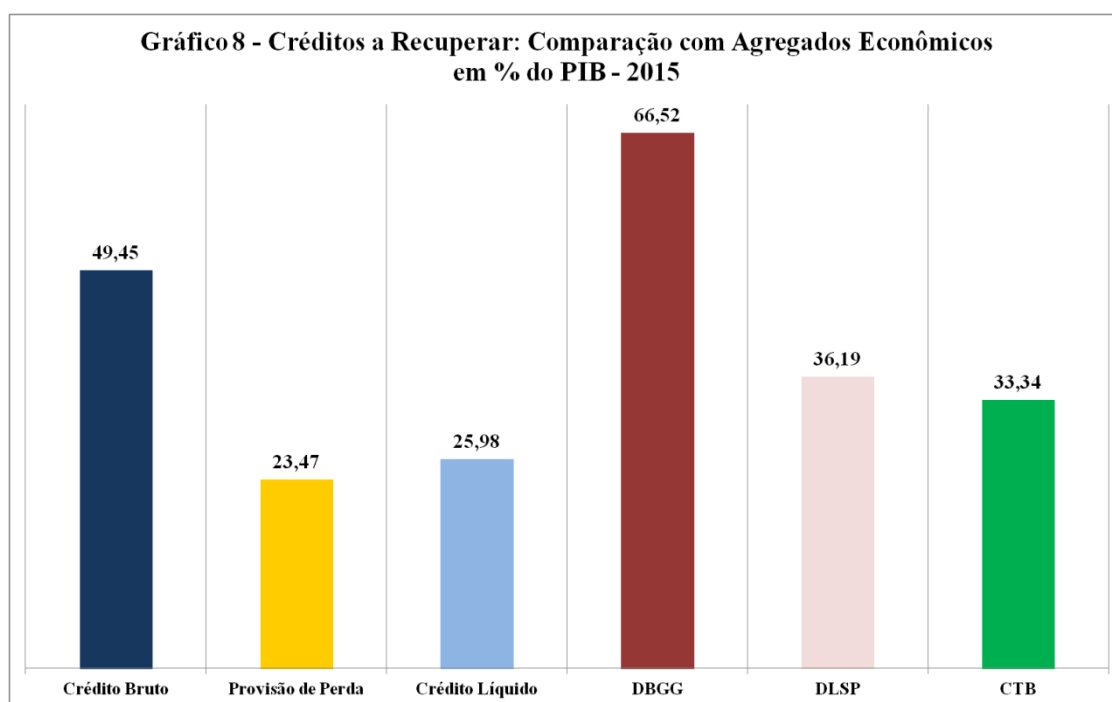
A Tabela 1 permite observar as informações dos dois últimos gráficos em um único instrumento, além de proporcionar os valores absolutos envolvidos, dando uma melhor noção da ordem de grandeza envolvida nesta análise.

Tabela 1 - Créditos a Recuperar por Tipo e por Esfera de Governo em R\$ Correntes - 2015

Ativo		Municípios	Estados	União	SPC
Curto Prazo (Ativo Circulante)	Créditos Tributários a Receber	29.068.931.407,91	33.573.854.164,81	175.976.633.754,20	238.619.419.326,92
	Dívida Ativa Tributária	18.372.205.682,40	11.455.781.620,27	5.982.690,02	29.833.969.992,69
	Dívida Ativa não Tributária	2.208.155.982,23	620.560.892,31	9.459.505,51	2.838.176.380,05
Longo Prazo (Ativo não Circulante)	Créditos Tributários a Receber	11.612.964.145,54	9.671.684.612,62	131.319.987.717,49	152.604.636.475,65
	Dívida Ativa Tributária	240.626.688.241,18	670.707.958.122,00	1.587.510.182.590,81	2.498.844.828.953,99
	Dívida Ativa não Tributária	25.811.206.517,30	18.241.354.616,23	56.085.313.299,89	100.137.874.433,42
Total Geral		327.700.151.976,56	744.271.194.028,24	1.950.907.559.557,92	3.022.878.905.562,72
Total de Crédito Tributário		299.680.789.477,03	725.409.278.519,70	1.894.812.786.752,52	2.919.902.854.749,25

Elaboração própria. Fonte: BNSP/STN e FINBRA/STN.

Trata-se de uma posição ativa bruta (sem considerar as provisões de perdas) de quase R\$ 3 trilhões ao final de 2015, o que representaria praticamente metade do PIB do mesmo ano. Se considerarmos a provisão de perdas (da dívida ativa), a posição ativa líquida se reduz para aproximadamente R\$ 1,5 trilhão ou pouco menos de 26% do PIB. O montante não é desprezível e pode ser comparado com outros agregados econômicos importantes como mostra o Gráfico 8.



Elaboração própria. Fonte primária: BSPN/STN, FINBRA/STN, Bacen e Afonso e Castro (2016).

O crescimento do agregado da dívida ativa foi expressivo ao ponto de se equiparar aos principais agregados das contas públicas do país. Não por acaso, em 2015 notícias vinculadas na mídia davam conta de que a dívida ativa da União tinha superado a arrecadação do mesmo ente em 2013.

De acordo com a Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2015 (Lei 13.080/15), a DAU chegou, em 2013, a R\$ 1,273 trilhão. Desse total, apenas 1,8% (R\$ 23,4 bilhões) foi recuperado pelo Executivo. No mesmo ano, a arrecadação de todos os tributos federais chegou a R\$ 1,13 trilhão, 11% (R\$ 143 bilhões) a menos do que o valor devido por contribuintes ao fisco, (Câmara Notícias, 2015).

Em uma hipotética situação de encontro de contas, o crédito líquido a recuperar pelo governo poderia abater aproximadamente 40% da dívida bruta do governo geral (DBGG) em 2015.

6. Considerações Finais

Tendo como pano de fundo um cenário de instabilidade econômica e fiscal e de incerteza com relação ao destino das contas públicas do país, este artigo procurou produzir subsídios para o debate em torno da securitização de recebíveis no governo, com especial atenção a um dos projetos de lei em tramitação no Congresso (PLS nº 204 de 2016).

Como objetivo principal, este artigo promoveu um levantamento, uma compatibilização e uma análise da evolução recente do estoque de dívida ativa e da receita decorrente desta dívida nas três esferas de governo. Procurou ainda trazer uma avaliação mais fina do estoque de créditos tributários no último ano com dado disponível (2015). Nesta análise ficou demonstrada uma clara tendência de crescimento da dívida ativa bruta e líquida (descontada as provisões de perdas) no governo consolidado no período 2000/2015, com maior participação da União neste

estoque. Foi destacado ainda o baixíssimo grau de recuperação deste crédito, até mesmo no âmbito municipal, que apresentou o melhor desempenho dentre as três esferas de governo.

Outra conclusão obtida foi sobre a elevada participação de créditos de natureza tributária dentro da dívida ativa total. O estoque do ativo em questão chegou a um ponto bastante significativo, já podendo ser comparado com outros agregados econômicos (em finanças públicas) relevantes, como DBGG e carga tributária. O cenário atual consegue ser ruim para os dois lados, como bem resumido por Bichara (2016): para os contribuintes, “[...] o modelo adotado atualmente é falho para os contribuintes que objetivam discutir judicialmente os seus débitos, em razão do afã arrecadatório do Fisco [...]”; e também para o fisco, “[...] o modelo adotado atualmente é falho para a Fazenda, que não consegue arrecadar o que deveria, e ainda tem as férias e honorários como assunto na pauta corporativa”.

Além desta análise quantitativa, ainda procurou-se fazer uma revisão teórica sobre a securitização, explicando sua origem e seu funcionamento, além de elencar vantagens e desvantagens deste instrumento financeiro. Aproveitando este contexto, uma explanação sobre a posição do setor público brasileiro nos procedimentos de securitização de recebíveis também foi apresentado, destacando rapidamente o debate jurídico em torno do tema no país.

7. Referências

- Afonso, J.R., Castro, K.P. (2016). Carga Tributária em Brasil: Redimensionada y Repensada. *Revista de Administración Tributaria CIAT*, s.v.(40), 1-16.
- Afonso, J.R., Pinto, V.C. (2016). Antecipando os números oficiais da Arrecadação Federal: resultados para setembro de 2016. *Boletim Informativo FGV/IBRE*, (s.n.). p. 11.
- Arner, D. (2002). Emerging Market Economies and Government Promotion of Securitization. *Duke Journal Of Comparative & International Law*, 12(2), 505-519.
- Banco Central do Brasil. (2018). Manual de Estatísticas Fiscais: Janeiro 2018. Brasília: Bacen.
- Bichara, L.G. (2016). *A Securitização da Dívida Ativa*. Apresentação de 19/10/2016. OAB.
- Bichar, L.G., Afonso, J.R. (2017). *Uma solução para a cobrança da dívida ativa*. Disponível em: <http://www.bicharalaw.com.br/uploads/ou-tros/d4cd3be71e56a87d4032b4e59f4d667a.pdf>>. Acesso em: 10 de mar. 2018.
- Brasil (2004). *Emenda Constitucional nº 45, de 30 de dezembro de 2004*. Brasília: Presidência da República.
- Brasil. (2006). *Resolução do Senado Federal nº 33 de 2006*. Brasília: Senado Federal.
- Brasil. (2015). *Resolução do Senado Federal nº 11 de 2015*. Brasília: Senado Federal.
- Brasil. (2016a). *Parecer nº 735, de 2016-PLN (PLS nº 204, de 2016)*. Brasília: Senado Federal.
- Brasil. (2016b). *Projeto de Lei do Senado Federal nº 204 de 2016*. Brasília: Senado Federal.

Camara, A.Q., Freire, R.V.F. (2016). *Projeto Macrovisão do Crédito Tributário: Diagnóstico da cobrança judicial da Dívida Ativa da União*. Disponível em: <<http://jota.info/projeto-macrovisao-credito-tributario-diagnostico-da-cobranca-judicial-da-divida-ativa-da-uniao>>. Acesso em: 19 out. 2016.

Câmara Notícias. (2015). *Dívida ativa supera arrecadação; propostas para agilizar cobrança não andam*. Disponível em: <<http://www2.camara.leg.br/camaranoticias/noticias/ECONOMIA/480908-DIVIDA-ATIVA-SUPERA-ARRECADACAO-PROPOSTAS-PARA-AGILIZAR-COBRANCA-NAO-ANDAM.html>>. Acesso em: 03 nov. 2016.

Carneiro, A.V. (2018). *Securitização de dívida ativa: o omelete e os ovos*. Disponível em: <<http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/securitizacao-de-divida-ativa-o-omelete-e-os-ovos/>>. Acesso em: 10 mar. 2018.

Carneiro, D.D., Goldfajn, I. (2000). *A Securitização de Hipotecas no Brasil*. Rio de Janeiro [Texto para Discussão Nº 426]. Rio de Janeiro: Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Economia.

Dechow, P.M., Myers, L.A., Shakespeare, C. (2010). Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits. *Journal Of Accounting And Economics*, 49(1-2), 2-25. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacc-eco.2009.09.006>.

Eich, C.A., Pimentel, G.R., Moura, M.T. (2013). Aprimoramento da sistemática atual de execução fiscal: Alternativas pré e pós-inscrição do crédito tributário em dívida ativa. *Programa de Estudos do Fórum Fiscal dos Estados Brasileiros*, Brasília, DF, Brasil.

Goodman, L.S., Fabozzi, F.J. (2002). *Collateralized Debt Obligations: Structures and Analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Greenbaum, S.I.; Thakor, A.V. (1987). Bank funding modes. *Journal Of Banking & Finance*, 11(3), 379-401. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0378-4266\(87\)90040-9](http://dx.doi.org/10.1016/0378-4266(87)90040-9).

Hendriksen, E.S., Breda, M.F.V. (1999). *Teoria da Contabilidade*. 5 ed. São Paulo: Atlas.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. (2012). *Custo e tempo do processo de execução fiscal promovido pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional (PGFN)* [Comunicado do IPEA Nº 127]. Brasília: IPEA.

Jobst, A.A. (2006). Sovereign Securitization in Emerging Markets. *The Journal Of Structured Finance*, 12(3), 68-79. DOI: <http://dx.doi.org/10.3905/jsf.2006.661448>.

Jobst, A.A. (2007). A primer on structured finance. *Journal Of Derivatives & Hedge Funds*, 13(3), 199-213. DOI: <http://dx.doi.org/10.1057/palgrave.jdhf.1850070>.

Kaufman, H. (1999). Protecting Against the Next Financial Crisis Business. *Business Economics*, 34(3), 56-64.

Kerr, T.N. (2000). Bowie Bonding in the Music Biz: Will Music Royalty Securitization be the Key to the Gold for Music Industry Participants?. *UCLA Entertainment Law Review*, 7(2), 367-397.

Ketkar, S., Ratha, D. Securitization of Future Flow Receivables: A Useful Tool for Developing Countries. *Finance & Development: A quarterly magazine of the IMF*, 38(1), 46-49.

Klein, M. (2011). Securitization: Wonder Drug or Financial Alchemy?. In: Köhn, D. (Ed.). *Mobilising Capital for Emerging Markets: What Can Structured Finance Contribute?* (pp.1-12). Berlin: Springer.

Kothari, V. (2012). *Securitization: Financial Evaluation for the Originator*. Singapore: John Wiley & Sons.

Lejot, P., Arner, D., Schou-Zibell, L. (2008). *Securitization in East Asia* [Working Paper Series on Regional Economic Integration N° 12]. Mandaluyong: Asian Development Bank.

Machado, T. (2007). *Securitização de recebíveis: O que tem de atrativo?*. Disponível em: <<http://www.animainfo.com.br/site/wp-content/uploads/2007/11/securitizacao.pdf>>. Acesso em: 16 out. 2016.

Mostowfi, M. (2011). Mobilising Structured Finance for Development: Potential Welfare Benefits and Challenges of Securitisations in Large Emerging Markets. In: Köhn, D. (Ed.). *Mobilising Capital for Emerging Markets: What Can Structured Finance Contribute?* (pp.51-61). Berlin: Springer.

Nascimento, E.R. (2016). *Securitização da Dívida Ativa: verdades e mentiras*. Disponível em: <<http://www.gestaopublica.com.br/blog-gestao-publica/securitizacao-da-divida-ativa-verdades-e-mentiras.html>>. Acesso em: 10 nov. 2016.

Nunes, S.P.P. (2016). *Securitização: Uma operação de crédito de elevado risco*. Disponível em: <<http://www.selene.blog.br/single-post/2016/08/11/Securitização-uma-operação-de-crédito-de-elevado-risco>>. Acesso em: 01 nov. 2016.

Pinheiro, F.A.P. (2008). *Securitização de recebíveis: Uma análise dos riscos inerentes* (Dissertação de Mestrado). USP, São Paulo, SP, Brasil.

Pires, D.M. (2015). *Os fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC)*. 2 ed. São Paulo: Almedina.

Pombo, B. (2016). *Ministério da Fazenda vai criar rating da dívida ativa da União*. Disponível em: <<http://jota.info/ministerio-da-fazenda-vai-criar-rating-da-divida-ativa-da-uniao>>. Acesso em: 31 out. 2016.

Procuradoria Geral da Fazenda Nacional. (2013). *Dívida Ativa da União: Evolução no relacionamento com os órgãos de origem*. Brasília: PGFN.

Procuradoria Geral da Fazenda Nacional. (2015). *PGFN em Números*. Brasília: PGFN.

Ribeiro, L. (2016). *Potencial de Arrecadação com Securitização da Dívida – Estados/Municípios* [Mimeo]. Brasília, DF.

Rezende, A.J., Dalmácio, F.Z. (2016). Avaliação do impacto dos incentivos fiscais sobre os retornos e as políticas de investimento e financiamento das empresas. *Anais do Congresso Anpcont*, Ribeirão Preto, SP, Brasil, 10.

Sales, P.H.R. (2016). *PLS 204/16 e o mito da securitização da dívida pública: Um mau negócio à vista*. Disponível em: <<http://jota.info/pls-20416-e-o-mito-da-securitizacao-da-divida-publica-um-mau-negocio-vista>>. Acesso em: 10 nov. 2016.

Salto, F., Ribeiro, L. (2016). Um fôlego para as contas públicas. *O Estado de S. Paulo*. São Paulo, SP.

Secretaria do Tesouro Nacional. (2014). *Manual de Demonstrativos Fiscais: Aplicado à União e aos Estados, Distrito Federal e Municípios - Válido a partir do exercício financeiro de 2015*. 6 ed. Brasília: STN.

Secretaria do Tesouro Nacional. (2015). *Ata da Reunião Conjunta do Grupo Técnico de Padronização de Procedimentos Contábeis – GTCN e do Grupo Técnico de Padronização de Relatórios – GTREL de 22 de Outubro de 2015*. Brasília: STN.

Semer, M. (2016). *Securitização da dívida ativa: Uma jabuticaba que é coisa nossa*. Disponível em: <<http://justificando.com/2016/07/28/securitizacao-da-divida-ativa-uma-jabuticaba-que-e-coisa-nossa/>>. Acesso em: 16 out. 2016.

Silva Filho, E.B. (2014). *Securitização de ativos públicos para financiamento de projetos de infraestrutura: O caso brasileiro e a experiência dos BRICS* [Texto para Discussão N° 1989]. Brasília: IPEA.

Silvestrini, A.D., Lima, R.A.S. (2011). Securitização da dívida rural brasileira: o caso do Banco do Brasil de 1995 a 2008. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, 49(4), 1021-1050. DOI: <http://dx.doi.org/10.1590/s0103-20032011000400009>.

Tribunal de Contas da União. (2016). *Relatório Anual de Atividades 2015*. Brasília: TCU.

Vidigal Neto, R. (2017). *Securitização de créditos públicos: sobre o PLS 204/16*. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/securitizacao-de-creditos-publicos-sobre-o-pls-20416-17012017>>. Acesso em: 10 mar. 2018.