

VICTÓRIA BARUSELLI CABRAL DE MELO

**Securitização de Créditos Públicos:
*Aspectos de Mercado de Capitais***

RESUMO FINAL

XVI Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2021**

VICTÓRIA BARUSELLI CABRAL DE MELO

**Securitização de Créditos Públicos:
*Aspectos de Mercado de Capitais***

RESUMO FINAL

Resumo final, referente à dissertação de mestrado desenvolvida no âmbito do Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, na área de concentração Direito Comercial, sob a orientação da Professora Doutora Juliana Krueger Pela, apresentado à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais no contexto do XVI Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais.

XVI Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo – SP
2021**

SUMÁRIO

1. OBJETIVOS DO ESTUDO	1
2. METODOLOGIA DE PESQUISA UTILIZADA	1
3. CONCLUSÕES OBTIDAS	3

1. OBJETIVOS DO ESTUDO

A dissertação de mestrado objeto do presente Resumo Final – apresentado à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) no contexto do XVI Prêmio ANBIMA de Mercado de Capitais – tem como tema “*Securitização de Créditos Públicos: Aspectos de Mercado de Capitais*”.

A presente pesquisa busca estudar a securitização de créditos públicos sob a perspectiva do Direito Comercial e da regulação do mercado de capitais. Parte-se da hipótese de que essa operação traz particularidades quando comparada com a securitização realizada no setor privado, decorrentes da natureza dos créditos públicos que serão securitizados e do fato de seu originador ser um ente público.

Os objetivos principais do trabalho são, assim: (a) identificar as particularidades da securitização de créditos públicos, quando comparada com a securitização no setor privado; e (b) avaliar quais seriam os impactos dessas especificidades, do ponto de vista do Direito Comercial e da regulação do mercado de capitais.

2. METODOLOGIA DE PESQUISA UTILIZADA

Para se atingirem os objetivos da presente pesquisa, primeiramente é analisada a *securitização no setor privado* (Parte I). A Parte I está dividida em dois capítulos, sendo que são apresentados (a) no Capítulo 1, o funcionamento da securitização no setor privado e os riscos envolvidos, de forma geral; e (b) no Capítulo 2, o modelo de securitização no setor privado brasileiro por meio de seu principal veículo de securitização – o fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC). Na investigação desse veículo de securitização, busca-se não apenas a apresentação da estrutura e das normas existentes, mas também a análise dos fundamentos por trás de tais normas, identificando-se os interesses protegidos e os riscos considerados pelo regulador do mercado de capitais.

Em seguida, é investigada a *securitização de créditos públicos* (Parte II). Para tanto, optou-se por realizar um estudo de caso das operações de securitização do Estado de São Paulo. A presente pesquisa adota, do ponto de vista de sua metodologia, o estudo desse caso em particular com o objetivo de, num raciocínio

indutivo¹ – próprio do Direito Comercial² –, compreenderem-se as particularidades de uma estrutura de securitização de créditos públicos. Diante de uma complexa realidade³, o caso serve para identificar os principais questionamentos a serem desenvolvidos, ilustrar reflexões, bem como extrair elementos para se fazer a abstração necessária à compreensão das particularidades da securitização de créditos públicos, a fim de atingir os objetivos da pesquisa destacados acima. Trata-se, efetivamente, de um primeiro olhar para a realidade para uma posterior reflexão sobre o Direito.

O estudo de um caso divide-se em duas partes essenciais: o relato (ou a narrativa) do caso e a análise crítica do caso⁴. Assim sendo, a Parte II deste trabalho decompõe-se em dois capítulos. No Capítulo 3, é apresentado o relato do caso das operações de securitização de créditos públicos do Estado de São Paulo, ou seja, a descrição do caso objeto de estudo, com seus elementos essenciais sistematizados para a compreensão do caso e para possibilitar as reflexões e os questionamentos que seguirão. Tais reflexões e questionamentos são realizados especialmente no Capítulo 4, onde o caso é analisado criticamente – do ponto de vista do Direito Comercial e da regulação do mercado de capitais – para identificar e avaliar as especificidades encontradas em comparação com a securitização no setor privado analisada na Parte I (especialmente com relação ao modelo de securitização por meio dos FIDC). No setor privado, a regulação da securitização foi – e ainda é – objeto de reflexão, debates e evolução normativa. Assim, no Capítulo 4 é investigado o impacto das especificidades da securitização de créditos públicos com relação aos interesses protegidos e aos riscos considerados quando da regulação da securitização.

¹ Cf. MARCHI, Eduardo C. Silveira. *Guia de metodologia jurídica: teses, monografias e artigos*. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 87.

² Cf. FORGIONI, Paula Andrea. *A evolução do Direito Comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 22.

³ Cf. YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2001, p. 21.

⁴ Cf. GHIRARDI, José Garcez; PALMA, Juliana Bonacorsi de; VIANA, Manuela Trindade. Posso fazer um trabalho inteiro sobre um caso específico? In: FEFERBAUM, Marina; QUEIROZ, Rafael Mafei Rabelo (Coord.). *Metodologia jurídica: um roteiro prático para trabalhos de conclusão de curso*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 177-190 (178).

3. CONCLUSÕES OBTIDAS

A securitização é um mecanismo que foi desenvolvido no âmbito do mercado de capitais, tornando-se uma relevante alternativa de financiamento, de gerenciamento de risco e de investimento, especialmente para o setor privado. Apesar dos potenciais riscos associados ao seu uso, a importância desse mecanismo para o funcionamento da economia é reafirmada pelos reguladores do mercado de capitais, os quais se dedicam ao desenvolvimento da regulação em torno da securitização para mitigar esses riscos, bem como para resguardar os interesses eleitos como dignos de proteção. Entende-se que as discussões regulatórias sobre o uso da securitização no setor privado podem contribuir para o estudo de uma operação em particular, marcada por especificidades decorrentes da natureza pública de seus ativos subjacentes e de seu originador: a securitização de créditos públicos.

Para se atingirem os objetivos da presente pesquisa, foi analisada, primeiramente, a securitização no setor privado, para, na sequência, explorar a securitização de créditos públicos.

No estudo da securitização no setor privado, observou-se que a estrutura do funcionamento da securitização pode ser dividida em três fases: (a) constituição do veículo de securitização; (b) segregação do ativo; e (c) emissão e subscrição dos valores mobiliários. No Brasil, os veículos de securitização normalmente utilizados no setor privado consistem na companhia securitizadora de créditos imobiliários, na companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio e no FIDC. A fase da segregação do ativo relaciona-se com a segregação de risco feita pela securitização, buscando-se evitar que eventuais obrigações do originador afetem os ativos securitizados, ou que os passivos do originador contaminem esses ativos. Na fase de emissão dos valores mobiliários tem-se a efetiva realização da securitização, quando os ativos que lhe servem de lastro se transformam em títulos negociáveis.

Os riscos ligados à securitização foram trazidos à tona pela crise dos *subprime*. Ainda assim, tendo em vista a sua importância sistêmica, a reação dos reguladores a essa crise não consistiu na vedação ao uso da securitização, mas sim na sua regulação. As discussões sobre a regulação após a crise giram em torno de evitar que a securitização seja novamente utilizada de forma inadequada, mas também de

preservar seus aspectos positivos e de estimular o desenvolvimento saudável do mercado de securitização.

Também no estudo da securitização no setor privado, foi explorado o modelo de securitização por meio do principal veículo brasileiro: o FIDC. Na investigação desse veículo, buscou-se apresentar não apenas a estrutura e as normas existentes, mas também os fundamentos por trás de tais normas, identificando-se os interesses protegidos e os riscos considerados pelo regulador do mercado de capitais. Os principais interesses resguardados pela CVM consistem na proteção do investidor (inclusive por meio de sua adequada informação), bem como na integridade, na segurança e na confiabilidade dos FIDC e do mercado de securitização. Dentre os principais riscos considerados pela CVM, encontram-se os riscos decorrentes da assimetria de informação, o risco de fraude, os riscos decorrentes de conflitos de interesses e o risco de fungibilidade.

Para a análise da securitização de créditos públicos, optou-se por realizar um estudo de caso das operações de securitização do Estado de São Paulo. O estudo de um caso divide-se em duas partes essenciais: o relato do caso e a análise crítica do caso.

Assim, primeiramente, foi apresentado o relato do caso das operações de securitização de créditos públicos do Estado de São Paulo, com seus elementos essenciais sistematizados, passando por cada uma das fases de uma operação de securitização. Observou-se que o Estado de São Paulo cedeu a uma sociedade de propósito específico – a CPSEC – o fluxo financeiro decorrente de créditos de sua titularidade relativos a programas de parcelamento de débitos fiscais. A CPSEC, em seguida, emitiu debêntures para colocação junto a investidores no mercado de capitais e transferiu ao Estado os recursos assim arrecadados a título de pagamento pela cessão do fluxo financeiro. Os titulares das debêntures seniores fazem jus a uma taxa de juros estabelecida conforme as condições de mercado então vigentes e, em contrapartida, assumem o risco de o fluxo financeiro ser insuficiente para amortizá-las (em caso de inadimplência dos contribuintes devedores dos créditos parcelados). Por fim, o fluxo financeiro recebido pela CPSEC, no que exceder ao montante necessário para amortizar as debêntures distribuídas ao mercado, retorna ao Estado de São Paulo por meio das debêntures subordinadas que ele próprio subscreveu. Nota-se que as operações de securitização de créditos públicos do Estado de São Paulo são alvo de questionamentos (quanto à sua regularidade do ponto de vista do Direito

Público) em um processo administrativo e em dois processos judiciais, todos eles sem julgamento de mérito até o momento.

A partir do relato do caso das operações de securitização do Estado de São Paulo, foi possível analisá-lo criticamente – do ponto de vista do Direito Comercial e da regulação do mercado de capitais – para identificar e avaliar as especificidades encontradas em comparação com a securitização no setor privado (especialmente com relação ao modelo de securitização por meio dos FIDC). As características desse caso que se afastam dos padrões da securitização no setor privado – em decorrência, especialmente, dos desafios trazidos pela natureza pública dos créditos e de seu originador/cedente – foram verificadas: (a) no veículo de securitização; (b) na transparência da estrutura; (c) na segregação dos ativos e do risco; (d) na cobrança dos créditos; e (e) nos valores mobiliários subordinados. Considerando essas especificidades, entende-se ser ainda mais importante que se resguardem os interesses protegidos pelo regulador do mercado de capitais e que se mitiguem os riscos envolvidos na securitização.

A estruturação de uma operação de securitização leva em conta inúmeros fatores além das preocupações regulatórias. Nada obstante, é possível formular algumas diretrizes para a estruturação de uma operação de securitização de créditos públicos, considerando as preocupações identificadas da perspectiva do regulador do mercado de capitais e dos investidores: (a) idealmente, utilizar como veículo um FIDC-NP; (b) ter atenção à efetiva segregação do ativo e dos fluxos financeiros; (c) reforçar os mecanismos de alinhamento de interesses entre o originador/cedente e os investidores; (d) buscar, de forma acentuada, a transparência da estrutura; e (e) restringir o público-alvo da oferta aos investidores considerados como mais sofisticados pela CVM (os investidores profissionais).

Assim, conclui-se que, quando da estruturação de uma operação de securitização de créditos públicos (ou, ainda, quando de seu estudo sob a perspectiva do Direito Público), além de considerar as preocupações típicas de Direito Público, não se pode ignorar as preocupações sob o ponto de vista do Direito Comercial e da regulação do mercado de capitais encontradas na presente pesquisa.