



META PÚBLICA®
Consultoria e Assessoria em Gestão Pública

ORIENTAÇÃO TÉCNICA 026.2025

Ementa: Securitização – Dívida Ativa Pública – Operações Financeiras – Recebíveis – Tribunal de Contas do Estado de São Paulo.

Assunto: Securitização da Dívida Ativa Pública: noções introdutórias.



I – INTRODUÇÃO

A securitização é o agrupamento e a conversão de dívidas em títulos padronizados e negociáveis no mercado de capitais. Esse processo envolve instituições financeiras securitizadoras, que são responsáveis por transformar os créditos que as empresas têm a receber em papéis que podem ser comprados por investidores – desta forma, as empresas antecipam o recebimento de recursos para o financiamento de seus projetos, e os investidores são remunerados pelos juros dessas aplicações (ANBIMA).

Essa operação possibilita que empresas utilizem suas dívidas como um produto financeiro, assim na Administração Pública a securitização pode ser vista como um instrumento auxiliar ao ente municipal, por exemplo, para antecipar o recebimento de receitas futuras, podendo gerir políticas públicas sem maiores impactos orçamentários.

A presente Orientação Técnica tem o intrínseco objetivo de trazer considerações iniciais acerca da Securitização da Dívida Pública. Com breves apontamentos sobre o que seria a operação e suas vantagens práticas, retrataremos aos servidores e gestores municipais o entendimento do assunto, conforme reunião organizada pelo Tribunal de Contas do Estado de São Paulo no mês de maio de 2025.

II – DA SECURITIZAÇÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

Em reunião promovida no último dia 29 de maio de 2025 com autoridades e especialistas no assunto, o Tribunal de Contas do Estado de São Paulo abordou a Securitização da Dívida Pública, tendo, nas palavras do Dr. Rafael Carneiro,





definido a securitização no setor público como a conversão do direito ao recebimento de créditos públicos em ativos financeiros negociáveis no mercado. No contexto geral, os entes públicos cedem os direitos creditórios que serão securitizados, antecipando o recebimento das receitas futuras (decorrentes de fatos geradores passados) e mitigando o risco de inadimplência.

Assim, a cessão onerosa do fluxo de recebíveis dos créditos públicos é um mecanismo de antecipação de recebíveis, que permite o financiamento de políticas públicas sem a necessidade de aumento da dívida consolidada.

Nesse contexto, a União, Estados e Municípios possuem estoque muito grande de créditos inscritos em dívida ativa (cerca de R\$ 5 trilhões), com baixo grau de recuperabilidade (em torno de 1%). Diante do cenário de crescente restrição orçamentária, a securitização de créditos públicos passa a ser alternativa estratégica e legítima de captação de recursos.¹

A Lei Complementar nº. 208/2024, introduziu o art. 39-A na Lei 4.320/1964 (marco dos orçamentos públicos), que passou a autorizar em lei a cessão onerosa de direitos tributários e não tributários às pessoas jurídicas ou fundos de investimentos. Importante consignar que essa cessão é limitada a créditos públicos cujo fato gerador já tenha ocorrido, conforme se extrai do art. 37, I, da LRF.

Além das alterações na Lei nº. 4.320/1964, a lei complementar esclareceu que a securitização não configura operação de crédito, mas se qualifica como “operação de venda definitiva de patrimônio público” (*true sale*).





Inclusive, nesse aspecto, importante colacionar trecho do artigo publicado pelo Conselheiro Alexandre Manir Figueiredo Sarquis², membro do Tribunal de Contas do Estado de São Paulo, o qual esclarece a impossibilidade de compreensão da securitização como operações de crédito, vejamos:

A securitização desenhada pela lei estaria no plano mercadológico dos adiantamentos. Quanto a isso, a LRF é razoavelmente abrangente, estipulando que constitui operação de crédito o “recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços” (art. 29, III https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp101.htm#art29iii), bem como equiparando a operação de crédito quaisquer assunções ou confissões (art. 29, §1º e art. 37 https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LCP/Lcp101.htm#art37). Em suma em se tratando de cessões onerosas de recebíveis a troco de juros, de primeira análise, parece que teríamos o suficiente para inferir sua classificação enquanto “operação de crédito”. Mas, atenta a isso, **a Lei Complementar 208/2024 desde logo enuncia que as operações que cria “não se enquadram nas definições de que tratam os incisos III e IV do art. 29 e o art. 37 da [LRF], sendo consideradas operação de venda definitiva de patrimônio público” (art. 39-A, §4º da Lei 4.320/64 https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp208.htm)**. Um comentário ad latere: a venda definitiva de patrimônio público atrairia a necessidade do procedimento licitatório (art. 2º, I da Lei 14.133/21), o que não é preocupação da norma senão pela hipótese de dispensa de licitação que introduz ao art. 39-A, §7º.

Caminhando nas considerações importantes do normativo legal, necessária a compreensão de que a LC nº. 208/2024 não se limita à securitização, regulando de forma abrangente a cessão onerosa dos créditos públicos; a cessão deve ser autorizada na forma de lei específica do ente; a cessão tem por objeto o direito autônomo ao recebimento de direitos creditórios já constituídos (existentes), tributários e não tributários, inscritos em dívida ativa ou não, parcelados ou não, a entidades privadas ou fundos de investimento regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Além disso, a lei complementar também esclareceu quanto a necessidade de reconhecimento do devedor em razão à existência do crédito, nota-se que não é exigida confissão expressa de dívida, pois o reconhecimento pode se dar de outras formas (ausência de impugnação específica quanto à sua constituição, ou a





declaração e não pagamento, entre outros). A cessão de direitos creditórios não pode abranger os percentuais que pertençam a outros entes da Federação; bem como a receita de capital decorrente da cessão de créditos deve ser destinada em, pelo menos 50% a previdência social, e o restante, a despesas com investimentos.

Entre as principais características da securitização temos que esta modalidade financeira não é uma operação de crédito propriamente dita, como já destacado nesta Orientação, mas uma operação definitiva e sem cláusula revogatória; o ente público não tem qualquer responsabilidade pelo pagamento e, caso a arrecadação não atinja o valor previsto, o prejuízo é suportado pelos investidores.

Mais uma vez, não se trata de uma antecipação de receita futura, a operação se limita a fatos geradores que ocorreram no passado, sendo compreendida como uma recomposição de valor presente de uma receita que já deveria ter ocorrido, mas que é objeto de inadimplência. Em resumo, a securitização é uma operação de venda de patrimônio público.

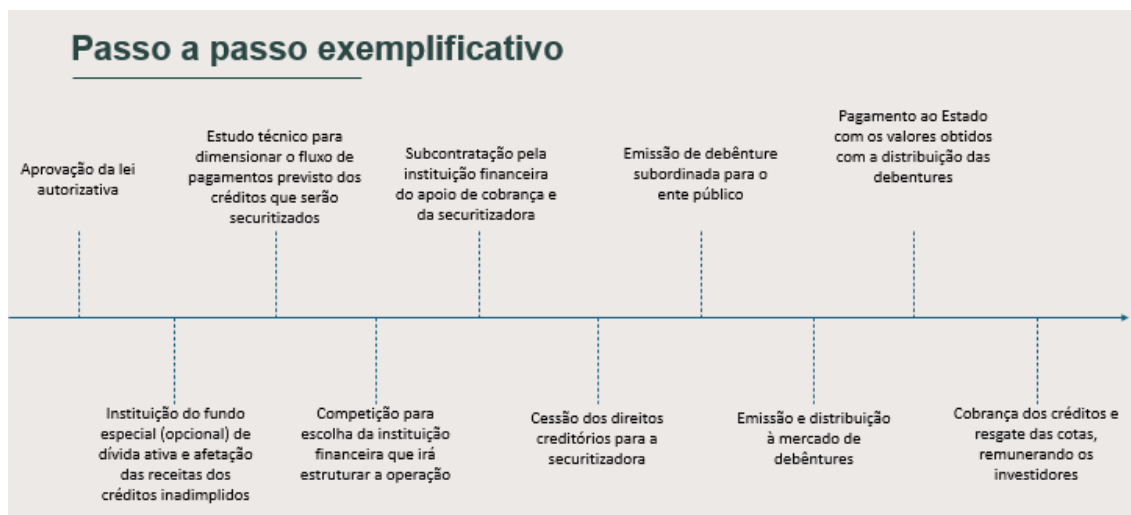
A securitização pode ser observada sob dois modelos na Administração Pública, o modelo financista e o modelo aprimorado. No modelo financista ocorre a emissão de debêntures por meio de uma SPE (Sociedades de Propósito Específico), com cotas limitadas ao mercado, e uma grande cota subordinada subscrita pelo Estado. Nesse modelo há uma antecipação do fluxo, com benefícios moderados para o Estado.

Já no modelo aprimorado ocorre a contratação de um serviço de assessoria para cobrança e estruturação do projeto, com consequente elevação da recuperação e mitigação do risco de performance. O modelo aprimorado aumenta o volume de recursos antecipados pelo Estado.





Em termos gerais, como explicou o Dr. Rafael Carneiro, no Auditório Nobre ‘Professor José Luiz de Anhaia Mello’, a Securitização da Dívida Pública segue como rito:



A implantação da securitização garante vantagens como a otimização e eficiência para a cobrança das dívidas, já que é feita por meio de processo competitivo, garantindo o menor custo ao ente. Ainda, a securitização pode ser modelada para que os ganhos dos investidores sejam limitados a um determinado valor pré-determinado, destinando os excessos da arrecadação ao ente público.

Para mais, não há que se falar em deságio (depreciação do valor nominal de um título ou do preço de uma mercadoria em relação ao seu valor de mercado) sobre o valor de face da dívida ativa, pois ao final da operação todo o estoque não cobrado, volta ao titular original, que pode realizar uma nova operação de securitização sob tal montante.



Ainda, no artigo “Securitização de recebíveis municipais: cuidados para além daqueles da Lei Complementar 208/2024” ², o Conselheiro Alexandre Manir Figueiredo Sarquis, considerou pontos importantes que merecem a atenção dos gestores municipais que buscam a implantação da securitização, ou melhoria do instrumento no município, conforme colaciona-se abaixo:

a) O manejo da dívida deve contemplar sua própria sustentabilidade, principalmente devido ao fato de que, a par de representar um ingresso imediato que vincula uma série de desembolsos (ou de não ingressos) ao longo do tempo, não altera nem prejudica as participações eventualmente devidas nos momentos em que efetivamente devidas, sejam os dos honorários da advocacia pública, sejam duodécimos de órgãos públicos, sejam os percentuais de saúde e educação, sejam quaisquer outros. A operação deve estimar e estar consciente desse cronograma de obrigações, bem como a contabilidade deve estar pronta para bem evidenciá-lo e controlá-lo.

b) A contabilidade também deve ser adaptada à efetividade da Resolução SF 43/2001, na redação que lhe foi conferida pela Resolução SF 17/2015. Possivelmente essa adaptação envolva uma alteração do Anexo 2 - Demonstrativo de Dívida Consolidada Líquida - para que ali se anote o total contratado pendente. Assim se deve proceder, nem que a título de mera nota explicativa (<https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/cosis/manuais/mdf>).

c) Os custos da transação, de avaliação dos ativos e de elaboração da oferta são consideráveis, o que sugere que somente devem recorrer à securitização entes maduros, com receita tributária relevante, e com uma estrutura de custeio financeiro mais sofisticada, não sendo a cessão onerosa de recebíveis sua primeira opção de *funding*. Nesse sentido, ao menos para municípios, parece fazer mais sentido que, em havendo conveniência e motivação suficientes, devam simplesmente aderir a operações processadas pelos Estados para a dívida confessada e parcelada do ICMS, tais como as emissões da CPSEC. O art. 158, IV, “a” de nossa Constituição estipula que 25% de tais receitas pertence originalmente às municipalidades, viabilizando a parceria mencionada, com a vantagem do aproveitamento da estrutura e credibilidade do Estado. A própria CPSEC poderia vislumbrar tal possibilidade em emissões futuras, modernizando-as para contemplar tal possibilidade de tal adesão.

d) Indicadores usuais de sofrimento financeiro não devem ser negligenciados, constituindo sinalização relevante para que a operação seja repensada, melhor motivada ou mesmo evitada. Por exemplo, a extrapolação do limite global de endividamento de que trata a Resolução SF 40/2001, ou o comprometimento de mais de 95% da receita corrente com a despesa corrente nos últimos doze meses.

e) Embora a Lei condicione a concretização da operação nos últimos 90 dias do mandato (Lei 4320/1964 art. 39-A, §1º, VII), esse prazo parece pequeno para inspirar os cuidados que pretende. A parcimônia sugere que todo o ano do pleito eleitoral, não apenas os últimos 90 dias, seja tomado com redobrado cuidado para a conclusão de tais operações. Em qualquer momento de sua conclusão, deve-se ter em mente o horizonte temporal adequado à alternância eleitoral.

f) Embora a Lei não tenha reproduzido o cuidado da norma paulista, parece adequado que a colocação no mercado se processe sem deságio, ou seja, que seja lavrada pelo valor do saldo atualizado do parcelamento, excluídos juros e demais acréscimos





típicos das parcelas vincendas (art. 3º da Lei 13.723/2009<https://www.al.sp.gov.br/repositorio/legislacao/lei/2009/lei-13723-29.09.2009.html>). Em assim procedendo, a apuração de economicidade da oferta poderia ser objetivamente realizada observando-se as taxas de administração e de desconto efetivamente praticadas.

Na prática a securitização já acontece há muito tempo no Brasil, como exemplo, no Estado de São Paulo, a Companhia Paulista de Securitização (CPSEC), Sociedade de Propósito Específico controlada pelo Estado de São Paulo, foi constituída em outubro de 2009 com base na Lei Estadual nº. 13.723/09, tendo como objetivo captar recursos no mercado de capitais, por meio da emissão de valores mobiliários.

Em parceria com a CPSEC, o Estado de São Paulo já realizou a securitização de seus créditos decorrentes de dois programas de parcelamento: o Programa de Parcelamento Incentivado e o Programa Especial de Parcelamento.

Com a instituição desses programas de parcelamento, o Estado de São Paulo recebe mensalmente um fluxo de receitas decorrente dos pagamentos dos montantes devidos pelos contribuintes que a eles aderiram. Esses fluxos de pagamentos foram então parcialmente cedidos ao veículo de securitização escolhido – a CPSEC – que emitiu debêntures para captar os recursos necessários para pagar ao Estado pela cessão.

Em 2023, o TCESP analisou, no julgamento da TC-012447.989.21-1, Recurso Ordinário do Ministério Público de Contas do Estado de São Paulo que questionava a regularidade do modelo de securitização adotado pelo Estado através da CPSEC.





O TCESP rejeitou o recurso, ressaltando que *“a operação segue lastreada na Lei Estadual nº 13.723/09, não havendo notícias quanto à declaração de sua inconstitucionalidade”*.

Além disso, destacou que a operação *“não configura operação de crédito à luz da Lei de Responsabilidade Fiscal, por versar sobre cessão de créditos pro soluto, relativa a fatos geradores passados (débitos confessados), em caráter definitivo e pela qual o Estado não assume qualquer obrigação futura de pagamento ou de garantia adicional pelo adimplemento dos contribuintes.”*

Sobre o tema, alunos da universidade Federal de Minas Gerais produziram, em 2020, o artigo *“Securitização da política pública em Belo Horizonte e redes de financeirização”*³, uma vasta compreensão acerca da operação e dos reflexos na capital mineira, o que justifica a valiosa leitura, já que apresenta peculiaridades que merecem atenção dos gestores em razão.

A securitização é uma operação colaborativa ao orçamento público, podendo ser encarada como uma fonte de recebíveis alternativa com a finalidade de captar recursos para a financiamento de políticas públicas, sem comprometer o erário.

III – CONCLUSÃO

A securitização é um instrumento de grande potencial para os entes públicos, compreender a ferramenta financeira é um grande ganho para a gestão da coisa pública, principalmente valendo-se de exemplos práticos positivos como os trazidos (Companhia Paulista de Securitização).





As considerações do Tribunal de Contas do Estado de São Paulo, tanto na referida reunião, quanto no artigo publicado, norteiam de maneira significativa a instituição da operação financeira.

Em razão da extensão do tema, suas nuances e desdobramentos, esta Orientação se limita a considerações iniciais e genéricas do assunto, divergências e aprofundamentos acerca da tramitação legislativa e a prática da operação na rotina Pública devem ser abordadas em outro momento.

Ficamos à disposição para maiores esclarecimentos.

São José do Rio Preto, 12 de junho de 2025.

**METAPÚBLICA
CONSULTORIA E ASSESSORIA EM GESTÃO PÚBLICA LTDA**





REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

¹**Securitização da Dívida Pública.** Palestra promovida pelo Tribunal de Contas do Estado de São Paulo em 29 de maio de 2025. Disponível em: <https://www.youtube.com/watch?v=Ncig-5vipG0>. Último acesso em 11/06/2025.

²**Securitização de recebíveis municipais: cuidados para além daqueles da Lei Complementar 208/2024.** Tribunal de Contas do Estado de São Paulo. Disponível em: https://www.tce.sp.gov.br/sites/default/files/noticias/Artigo_Dr_Sarquis.pdf. Acesso em 10/06/2025.

³**Securitização da política pública em Belo Horizonte e redes de financeirização.** Scimago Institutions Rankings. Disponível em: <https://www.scielo.br/i/cm/a/w46f7bmJhJ7XhftTY5g7YyL/>. Acesso em 11/06/2025.

Securitização: conheça os instrumentos de securitização e encontre informações sobre seus diferentes ativos em mercado. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt-br/especial/securitizacao.htm>. Acesso em 10/06/2025.

