

Brasília (DF), 25 de março de 2021.

À

Comissão de Valores Mobiliários

audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

Brasília (DF)

Ref.: AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 08/2020

Senhores,

Nos termos do item 7, do Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/2020, de 01 de dezembro de 2020, sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros e aos fundos de investimento em direitos creditórios, a Febrafite - Federação Brasileira de Associações de Fiscais de Tributos Estaduais apresenta a seguinte sugestão¹.

Acrescentar no CAPÍTULO XIV – DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS, do ANEXO NORMATIVO II – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS, ou onde couber, artigo com a seguinte redação, ou outra, com a mesma finalidade.

Art. 63. Fica vedada a participação dos fundos especial ou público, inscritos ou não no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas, em operações de securitização, em operações de emissão ou em operações de colocação de valores mobiliários, com lastro

¹ Para manter a objetividade e a clareza deste texto, dispensamos as citações em trechos iguais ou semelhantes anteriormente publicados em diversos tipos de mídia, inclusive redes sociais e apresentações, e, em especial, em notas oficiais da Federação Brasileira de Associações de Fiscais de Tributos Estaduais (Febrafite) e do estudo “*Invalidez Jurídica e Social das Sociedades de Economia Mista Gestoras de Ativos Estaduais*” publicado pela Febrafite e em formato eBook Kindle pela Amazon, bem como da sugestão apresentada à CVM pela FEBRAFITE no âmbito da Audiência Pública SDM 05/20, todos elaborados pelo coassinatário desta nota João Pedro Casarotto.



(61) 3328-2907
(61) 3328-1486



febrafite@febrafite.org.br
www.febrafite.org.br



SRTVN - QD. 702 - BL. "P"
ED. RÁDIO CENTER - SALAS 1056
A 1059 ASA NORTE BRASÍLIA / DF

ou não em direitos creditórios decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios ou de suas autarquias e fundações, assim como em direitos creditórios cedidos ou originados por empresas controladas pelo poder público.

Em consequência desta sugestão de acréscimo de artigo prevendo a vedação da atividade, apresenta a sugestão de **supressão** dos seguintes dispositivos:

1. **Alínea b)**, do Inciso XIV, do Art. 2º (caput), do CAPÍTULO II – DEFINIÇÕES, do ANEXO NORMATIVO II – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS;
2. **Art. 8º**, do CAPÍTULO III – CARACTERÍSTICAS E CONSTITUIÇÃO, do ANEXO NORMATIVO II – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS;
3. **§ 7º**, do Art. 48, do CAPÍTULO IX – CARTEIRA, do ANEXO NORMATIVO II – FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS;
4. **Itens a.7) e b.7)**, da Tabela I - ATIVO (R\$), do SUPLEMENTO H - MODELO DE INFORME MENSAL DE FIDC - ANEXO II.

JUSTIFICAÇÃO

Por ocasião da Audiência Pública SDM0520, desta Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que tinha como objeto a regulamentação das companhias securitizadoras, a Febrafite apresentou a sugestão no sentido de que fosse vedada a participação tanto das sociedades de economia mista gestoras de ativos estatais (“companhias”) quanto dos fundos especial ou público, inscritos ou não no cadastro nacional de pessoas jurídicas (“fundos”), no mercado de operações de securitização, de operações de emissão ou de operações de colocação de valores mobiliários, com lastro ou não em direitos creditórios.

Como o nosso objetivo é o de colaborar com este órgão regulador na proteção da sociedade, dos investidores e dos gestores públicos - governadores,



prefeitos, secretários e outros ordenadores de despesas -, entendemos de expressar a nossa opinião também nesta Audiência Pública SDM0820, que trata especificamente sobre “fundos”.

E a nossa opinião vai no sentido de que as “companhias” são inconstitucionais, mas os “fundos” são **flagrantemente inconstitucionais, pois a estes sequer é permitido o exercício de qualquer atividade econômica.**

Senão vejamos.

Apesar de serem de natureza jurídica distinta, mas espécies de um mesmo grupo, entendemos que, por terem o mesmo objetivo central, a inserção do poder público no mercado de securitização, tanto via “fundos” quanto via “companhias”, deve ser analisada sob a ótica do princípio da simetria das operações, pois elas são, na essência, semelhantes.

Aliás, é bastante conhecido o caso em que um ente federado ao ver o seu “fundo” ser questionado juridicamente o substituiu por uma “companhia”, que, por sua vez, também foi questionada jurídica e politicamente.

Assim, continuamos defendendo que estas instituições – os “fundos” e as “companhias” - são nulas de pleno direito pois afrontam a ordem econômica prevista na Constituição da República Federativa do Brasil (CRFB), como expomos a seguir.

O caput do artigo 170, da CRFB, assim estabelece (grifamos):

*Art. 170. **A ordem econômica, fundada** na valorização do trabalho humano e **na livre iniciativa**, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:*

Este dispositivo inicial do Capítulo dos Princípios Gerais da Atividade Econômica, fixa a regra geral constitucional: a ordem econômica é fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa.

Por sua vez, o artigo 173, da CRFB, estabelece:

*Art. 173. Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a **exploração direta de atividade econômica** pelo Estado **só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional** ou a **relevante interesse coletivo**, conforme definidos em lei.*





§ 1º A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre:

I - sua função social e formas de fiscalização pelo Estado e pela sociedade;

II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários;

III - licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações, observados os princípios da administração pública;

IV - a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários;

V - os mandatos, a avaliação de desempenho e a responsabilidade dos administradores.

§ 2º As empresas públicas e as sociedades de economia mista não poderão gozar de privilégios fiscais não extensivos às do setor privado.

§ 3º A lei regulamentará as relações da empresa pública com o Estado e a sociedade.

§ 4º A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros.

§ 5º A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular.

Fica claro, portanto, que a CRFB prevê a existência, tão somente, de empresas públicas e de sociedades de economia mista, o que, nem de longe, têm algo a ver com os “fundos”, que são constituídos na forma de condomínio - onde se comungam recursos - aberto ou fechado, e que estão sujeitos, inclusive, a serem liquidados por determinação da CVM.

Mas continuemos com o exame.

Este artigo 173 remete para a legislação posterior a regulamentação das empresas públicas e das sociedades de economia mista, mas, ao mesmo tempo, estabelece os mandamentos e os contornos que devem nortear a elaboração desta norma regulamentadora.



O primeiro mandamento – fixado no "caput" – é de que não cabe ao Estado a exploração de atividade econômica, mas deixa aberta a possibilidade de que, excepcionalmente, isto possa vir a ocorrer em casos específicos e previstos na própria CRFB.

O segundo mandamento – também fixado no "caput" - é de que a empresa pública e a sociedade de economia mista poderão existir para a exploração direta de atividade econômica.

Porém, sempre que o Estado, utilizando-se desta exceção constitucional, pretender exercer alguma atividade econômica ele precisará comprovar a existência de um dos dois pressupostos básicos que são: a) o atendimento aos imperativos da segurança nacional; e b) o atendimento relevante de interesse coletivo.

No primeiro pressuposto, o Estado poderá exercer a atividade econômica desde que isto seja um imperativo de segurança nacional, isto é, não pode ser um mero motivo, mas um motivo imperioso, impostergável, indeclinável e inarredável.

No segundo pressuposto, o Estado poderá exercer a atividade econômica desde que seja para atender relevante interesse coletivo, portanto aqui também não é um mero motivo, mas um motivo que tenha relevância, que seja destacável, notável e imprescindível.

Um relevante interesse coletivo não pode ser confundido com o interesse de um eventual governante nem com o interesse de uma evanescente base parlamentar, que nada mais é do que um mecanismo legislativo que reúne um forte grupo de parlamentares que proporcionaria a dita "governabilidade".

Aliás, este mecanismo, de regra, gera um astucioso dualismo maniqueísta na casa legislativa – base aliada e oposição - para falaciosamente criar apenas duas bandas diametralmente opostas onde uma - a do bem – defenderia a governabilidade e o éden administrativo e a outra – a do mal – defenderia a ingovernabilidade e o manicômio administrativo.

De qualquer modo, estas duas exceções que justificariam a criação de uma empresa pública ou de uma sociedade de economia mista (imperioso motivo de



segurança nacional e relevante interesse coletivo) são aquelas abertas para atender motivos excepcionais, que, por serem excepcionais, tendem, como regra geral, a desaparecer.

Por este motivo, é importante que a legislação criadora aponte, especifique, precise, dimensione, restrinja de forma absolutamente clara qual é a exceção justificadora da criação daquela sociedade de economia mista bem como qual é a expectativa de tempo para a sua duração.

Desta maneira, como regra geral, os atos constitutivos devem prever reavaliações periódicas a fim de que seja verificada a permanência da exceção originária e prever a extinção da sociedade quando ocorrer o falecimento do motivo da criação, o que nos leva a concluir que nenhuma empresa pública ou sociedade de economia mista pode ser constituída por tempo indeterminado.

Por sua vez, o parágrafo primeiro, deste artigo 173, deixa bem delineado quais são as atividades econômicas possíveis de serem exercidas pelo Estado: a) produção de bens; b) comercialização de bens; e c) prestação de serviços.

Uma rápida observação: estas atividades são excludentes, ou uma ou outra ou outra, portanto uma empresa pública ou uma sociedade de economia mista tem que exercer uma única atividade, regra que visa evitar o gigantismo estatal.

Nos incisos deste parágrafo primeiro, encontramos o delineamento peculiar de uma empresa pública ou de uma sociedade de economia mista, que é a sujeição ao direito público e ao mesmo tempo ao direito privado.

A empresa pública e a sociedade de economia mista devem ter bem definida: a) a sua função social; b) as formas de fiscalização do Estado e da Sociedade; c) a submissão aos princípios da administração pública para a licitação e contratação de obras, serviços, compras e alienações; e d) a submissão às normas do direito público.

Da mesma forma, a empresa pública e a sociedade de economia mista devem ter bem claro: a) a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas; b) a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, com a participação de acionistas minoritários; e c) a submissão às normas do direito privado.



O fato de a empresa pública e a sociedade de economia mista estarem sujeitas aos dois direitos, o público e o privado, não significa que elas estejam em um limbo jurídico que lhes dá o direito de atuarem segundo o entendimento dos seus circunstanciais agentes políticos instituidores e administradores.

Os parágrafos segundo e quarto, deste artigo 173, estabelecem que as empresas públicas e as sociedades de economia mista não poderão gozar de privilégios fiscais que não sejam extensivos ao setor privado e estabelecem também que será reprimido o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros, o que às nivela às empresas do setor privado.

Desta maneira, ao participarem do mercado de operações de securitização, de operações de emissão ou de operações de colocação de valores mobiliários, com lastro ou não em direitos creditórios, as “companhias” e os “fundos” desequilibram a concorrência uma vez que, por conta dos enormes volumes financeiros administrados pelos governos, têm condições de: 1) movimentar e captar vultosos recursos junto aos investidores; 2) apresentar garantias, mais vultosas ainda, que permitem manter elevados Índices de Cobertura; 3) pagar desproporcionais juros, comissões, honorários, e todos os demais custos operacionais necessários para a montagem destas operações como, por exemplo, a securitização da dívida ativa; e 4) servir de obstáculo à suavização das flutuações no nível de atividade econômica, objetivo do Banco Central do Brasil estabelecido pela Lei Complementar federal nº 179/2021.

Além disto, as “companhias” e os “fundos” podem: 1) utilizar as estruturas orgânicas tanto das Fazendas Públicas quanto das Procuradorias Públicas para o desempenho de atividades fundamentais durante todo o processo, pois estes órgãos atuam desde a constituição até a cobrança dos direitos creditórios; e 2) dada a momentaneidade dos governantes, expor os recursos públicos envolvidos nas operações com alguma eventual imoderação tanto da parte dos investidores quanto da parte dos próprios gestores públicos.

Assim, fica extremamente claro que os “fundos” não estão entre as entidades admitidas pela CRFB para exercer a atividade econômica, que pode ser



exercida tão somente pelas empresas públicas ou pelas sociedades de economia mista e, mesmo assim, sob severas e limitantes condições, que excluem a atividade de securitização de direitos creditórios.

Decorre daí a necessidade da preservação dos interesses dos investidores e dos interesses dos próprios gestores públicos, pois, mesmo após o Supremo Tribunal Federal já ter fixado três teses com repercussão geral e publicadas sob os temas números 666, 897 e 899, ainda não está de todo pacificada a questão da prescritibilidade ou da imprescritibilidade do dano à Fazenda Pública.

No debate sobre o conjunto destes três temas feito por proeminentes acadêmicos, em especial da área do direito financeiro, fica muito claro que, em alguns casos específicos, o dano ao erário ainda pode ser entendido como sendo imprescritível.

Ora, isto significa dizer que, a qualquer tempo, tanto os investidores quanto os gestores públicos podem vir a ter de responder a processo instaurado por algum órgão de controle em função da avaliação de um agente público sobre a utilização de alguma ou algumas disposições contratuais para a realização de alguma ou algumas operações.

Importante salientar que a operação de securitização realizada pelo poder público, tanto por “fundos” quanto por “companhias”, se reveste da característica de uma autêntica operação de crédito geradora de obrigação para o ente federado, a qual é fortemente regulada pela União, principalmente pela Lei de Responsabilidade Fiscal que visa, inclusive, a inibir o excessivo endividamento público.

Aliás, este entendimento, em especial sobre as operações dos “fundos”, já foi adotado pela própria CVM e em vários Tribunais de Justiça e de Contas de diversos Estados e da própria União.

A propósito, é importante destacar que há bem fundamentos entendimentos de que a *alínea “b”, do inciso VII, do artigo 5º, da Resolução do Senado Federal nº 43/2001, com a redação dada pela Resolução 17/2015*, veda não só a



operação como a própria constituição de “fundos” e de “companhias”, que visem a realização destas operações.

Outra característica muito importante da operação de securitização realizada pelo poder público é a de que elas possibilitam uma triangulação entre o ente público e o contribuinte, onde o ente público é o credor, por exemplo, da dívida ativa e o contribuinte - por si ou por preposto – é o devedor desta mesma dívida ativa e, também, o adquirente dos papéis emitidos pelos “fundos” ou pelas “companhias”.

Esta possível triangulação não só provoca a fragilização da concorrência comercial e financeira, mas, também, do próprio sistema tributário nacional, pois esta possibilidade incentiva grandes contribuintes a não pagar os impostos em dia e aguardar a inscrição do seu débito em dívida ativa ou aguardar a oportunidade de aderir a um futuro programa de recuperação fiscal (refis), ambos – dívida ativa e refis - abastecedores dos títulos que são utilizados como garantia nas operações de securitização realizada pelo poder público.

Desta maneira, estes contribuintes podem aproveitar os generosos descontos e as suaves prestações que são concedidos pelos recorrentes refis e utilizar os recursos que seriam destinados ao pagamento em dia dos impostos para investir na operação de securitização, que, normalmente, são altamente remuneradas.

A diferença das remunerações (altas na securitização e baixas nos refis) incentiva os contribuintes a adotarem o procedimento de forma rotineira mantendo, assim, um sequenciado fluxo alimentador da operação financeira estatal e uma continuada fragilização da concorrência e do sistema tributário.

A propósito, o lucro destes contribuintes pode ser ainda maior se eles - ou seus prepostos – tiverem condições de participar da própria estruturação das operações de securitização, que tendem a pagar elevadas retribuições, seja com prêmios, honorários, comissões ou outras despesas próprias deste tipo de atividade.

Para reforçar a nossa sugestão, entendemos ser importante deixar registrado o funcionamento das operações de securitização da dívida ativa de um ente público.



Nestas transações, o ente público transfere ao investidor o direito sobre o fluxo financeiro decorrente da cobrança da dívida ativa, que passa a ser depositada não mais na conta corrente bancária do ente, mas em conta corrente bancária vinculada à operação criando, assim, uma estreita relação entre o devedor da fazenda pública e o investidor.

E esta estreita relação se dá tão somente com os dinheiros – do contribuinte que paga e do investidor que recebe em conta corrente vinculada – e não com o título de crédito que o ente público emite ao registrar o débito do contribuinte na sua conta contábil representativa da dívida ativa, ou seja, o investidor recebe o dinheiro enquanto todas as demais partes da obrigação legal continuam inalteradas.

Portanto, são totalmente improcedentes as notícias veiculadas de que em uma operação de securitização o poder público transfere de forma definitiva para o investidor o título da dívida ativa passando ser este o responsável pela respectiva cobrança, já que o ente público continua sendo o titular do direito creditório, que é, inclusive, mantido na contabilidade pública como uma conta a receber.

E nem poderia ser diferente, pois o crédito tributário é um ativo indelegável.

Um dos motivos para a existência de severo impedimento para a cessão do ativo, ou seja, para a transferência da titularidade do crédito a receber, é o de que estaríamos diante não só da transferência do risco do ente público para o investidor, mas também diante da renúncia do ente público à titularidade do crédito tributário, o que implicaria, necessariamente, na quitação do débito do contribuinte o que geraria um verdadeiro caos tanto nas finanças públicas quanto no sistema tributário nacional.

Portanto, a cessão pelo poder público do direito de receber o fluxo financeiro, isto é, os valores decorrente da cobrança da dívida ativa – que continuará sendo feita pela fazenda e procuradoria, públicas - viabiliza uma formidável operação, pois o investidor fica protegido 1) pela impossível falência de um ente público; 2) pelo direito de receber o valor pago pelo contribuinte em conta bancária vinculada à operação; e 3) com, obviamente, a inevitável cláusula contratual que confere ao



investidor o direito de ver substituído no rol das garantias qualquer título inadimplido pelo devedor.

Assim, na prática, a securitização pelo poder público - União, Estados, Distrito Federal e Municípios - se torna numa operação com potencial para comprometer seriamente o funcionamento desta ferramenta do mercado de capitais por não envolver qualquer tipo de risco para o investidor, o que desequilibra totalmente a concorrência com as transações realizadas entre pessoas da iniciativa privada onde o cessionário está sujeito a eventuais dificuldades, como a falência, que, eventualmente, possa vir a ocorrer com o cedente.

Temos convicção de que esta nossa sugestão vai ao encontro da meta do edital desta audiência pública SDM0820, que é a elaboração de *“uma proposta de regulamentação para os fundos de investimento que seja aderente à filosofia e aos ditames da Lei da Liberdade Econômica”*.

Com efeito, é necessário frisar o disposto no *caput* do artigo 1º, da Lei de Liberdade Econômica (LLE), que instituiu a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que estabelece normas de **proteção à livre iniciativa** e ao **livre exercício de atividade econômica**, bem como dispõe sobre a **atuação do Estado como agente normativo e regulador**.

Ou seja, a LLE, como não poderia deixar de ser, distingue claramente os dois polos da relação: o exercício da atividade econômica e o exercício da atividade normativa e regulatória.

Portanto, ao sugerirmos a vedação da participação do Estado nas atividades de securitização de direitos creditórios apontamos para uma imperiosa necessidade de a CVM impedir que o Estado seja agente emissor de títulos de securitização e ao mesmo tempo seja agente normativo e regulador deste mesmo mercado.

A participação do Estado como emissor de títulos no mercado de securitização confrontaria frontalmente a LLE em vários pontos, entre os quais destacamos: 1) o princípio norteador do reconhecimento da vulnerabilidade do particular frente ao Estado, que é um fato, pois o Estado possui informações



econômica, financeira, política e social, que lhe possibilita travar os eventuais concorrentes; e 2) a proibição do abuso do poder regulatório - em especial a da criação de reserva de mercado -, que pode vir a favorecer tanto a si próprio quanto a grupo econômico que opere como seu agente.

A LLE também incluiu no Código Civil o artigo 49-A, que estabelece que a pessoa jurídica não se confunde com os seus sócios, associados, instituidores ou administradores.

Ora, as características da operação de securitização do ente público explicitadas anteriormente demonstram, com clareza, que a “companhia” ou o “fundo” ficam não só confundidos com o instituidor, mas passam a ser, praticamente, uma unidade.

Assim, de todo o exposto, defendemos que, para a proteção da sociedade, dos investidores e dos gestores públicos (governadores, prefeitos, secretários e outros ordenadores de despesas), a CVM no exercício 1) do seu mandato legal 2) do seu propósito de zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores e 3) da autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária, deve impedir que tanto as “companhias” quanto os “fundos” atuem no mercado de operações de securitização, de operações de emissão ou de operações de colocação de valores mobiliários, com lastro ou não em direitos creditórios.

Atenciosamente,

Rodrigo Keidel Spada
Presidente

Roberto Kupski
Presidente de Honra

João Pedro Casarotto
Membro



(61) 3328-2907
(61) 3328-1486



febrafite@febrafite.org.br
www.febrafite.org.br



SRTVN - QD. 702 - BL. "P"
ED. RÁDIO CENTER - SALAS 1056
A 1059 ASA NORTE BRASÍLIA / DF