

# LICITAÇÕES PARA ESTRUTURAÇÃO, EMISSÃO E DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS LASTREADOS EM DÍVIDA ATIVA, A PARTIR DA LEI COMPLEMENTAR Nº208/2024: SECURITIZAÇÃO OU ASSESSORIA DE COBRANÇA DE CRÉDITOS?

Alexandre Manir Figueiredo Sarquis<sup>1</sup>

A edição da Lei Complementar nº 208/2024 inaugurou novo capítulo na gestão dos créditos públicos brasileiros. Ao inserir o art. 39-A na Lei nº 4.320/1964, a norma autorizou a cessão onerosa de direitos creditórios originados de créditos tributários e não tributários da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios — movimento que formalizou, no plano legislativo, uma demanda antiga dos entes federativos por instrumentos mais flexíveis de gestão patrimonial.

Desde então, diversas administrações passaram a estruturar operações de securitização de recebíveis públicos. Podem ser mencionadas as iniciativas do Município de São Sebastião (Pregão Eletrônico 33/2025), de Recife (Pregão Eletrônico 9/2026), de Vinhedo (Pregão Eletrônico 3/2026), de Parapanema (Pregão Presencial nº 32/2025), do Estado do Piauí (Pregão Eletrônico 90002/2026) e do Distrito Federal, cuja operação envolveu contratação do BRB e coordenação do BTG Pactual, por exemplo. A experiência ainda é incipiente, mas já permite reflexões relevantes para gestores, órgãos de controle e operadores do mercado.

O debate jurídico inicial concentrou-se em temas como a natureza da operação, sua compatibilidade com a Lei de Responsabilidade Fiscal, a preservação das vinculações constitucionais de receita e a eventual caracterização como operação de crédito vedada. Escrevi ano passado, neste espaço, acerca do tema (“Securitização de Recebíveis Municipais - Cuidados para Além Daqueles da Lei Complementar 208/2024”, 26/02/2025). Essas discussões conservam inteira pertinência. Entretanto, a análise de editais recentemente publicados revela uma questão adicional — menos visível nos textos normativos, mas igualmente relevante do ponto de vista da política de contratação pública: o que, afinal, está sendo objeto de licitação?

## SECURITIZAÇÃO E O PROBLEMA DO OBJETO CONTRATUAL

---

<sup>1</sup> Doutor em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela USP e Conselheiro Substituto-Auditor do TCE-SP.

Em diferentes certames promovidos por estados e municípios, a securitização raramente aparece de forma isolada. O objeto tende a reunir um conjunto amplo e heterogêneo de atividades: estruturação financeira, classificação de carteiras, implementação da operação, distribuição de valores mobiliários, assessoramento técnico e, em alguns casos, atividades diretamente relacionadas à recuperação dos créditos inadimplidos. Nos editais posteriores à LC nº 208/2024 é marcante a presença de componentes de apoio operacional à cobrança e recuperação de créditos inscritos ou não em dívida ativa. Esse amálgama de prestações merece escrutínio mais cuidadoso.

A securitização disciplinada pela LC nº 208/2024 possui uma peculiaridade estrutural que a distingue das operações de cessão definitiva de direitos creditórios. A cobrança dos créditos cedidos não é transferida ao cessionário: a lei preserva a natureza do crédito, seus privilégios e garantias, mantendo a atuação fazendária como elemento central e insubstituível da recuperação dos valores. O ente público cede o direito econômico sobre o fluxo futuro de recebimentos, mas retém – e deve exercer – a competência administrativa de cobrar.

Essa arquitetura normativa suscita uma pergunta inevitável: se a cobrança permanece como atribuição exclusiva do poder público, por que tantas operações são estruturadas em conjunto com serviços voltados ao incremento da recuperação dos créditos?

### **QUANDO O ACESSÓRIO PASSA A CONCENTRAR O VALOR ECONÔMICO**

Alguns certames recentes oferecem pistas reveladoras — e, em certos casos, preocupantes. Em determinadas modelagens, a disputa licitatória concentra-se predominantemente sobre a taxa de estruturação financeira da operação, ao passo que a remuneração vinculada ao desempenho na recuperação da carteira assume papel econômico potencialmente muito mais relevante. Essa modelagem pode ser compreensível, pois a cobrança eficiente interessa tanto ao ente público quanto ao cessionário; ainda assim, exige exame específico quanto à economicidade e à competitividade da contratação desse componente. Isso, pois mesmo que existam critérios e condicionantes para o pagamento da taxa de performance, é legítimo questionar se o desenho competitivo do certame está escorado sobre o componente contratual de maior relevância econômica. O risco é reduzir a estruturação financeira, antes objeto principal da contratação, passando a funcionar, na prática, como tarifa de ingresso para uma relação contratual economicamente mais relevante.

A assimetria pode ser considerável. Quando a taxa de estruturação converge, pela pressão competitiva, para valores próximos de zero, enquanto a taxa de performance sobre a recuperação permanece em patamares expressivos sem

disputa apropriada, a lógica econômica do contrato se inverte completamente. A menor parte da remuneração – aquela efetivamente submetida ao critério objetivo de julgamento – torna-se marginal; a maior parte – aquela que determinará a rentabilidade real do contrato – não haverá de ter sido objeto de qualquer disputa, ou mesmo principal eixo de interesse nas etapas de planejamento. Em termos substanciais, o que foi licitado foi o acessório; o principal foi adjudicado por derivação.

## **AS CONSEQUÊNCIAS DA AGREGAÇÃO DE OBJETOS**

Essa configuração suscita ao menos três ordens de preocupação.

A primeira é de ordem competitiva: empresas com maior capacidade de recuperação de créditos, aquelas com maior potencial de agregar valor ao ente público, podem ser alijadas da disputa por não atuarem no segmento de estruturação de operações no mercado de capitais. Em verdade, a agregação de atividades pertencentes a mercados especializados distintos produz o efeito que usualmente é observado em outras hipóteses clássicas de aglutinação indevida de objetos: reduz-se o universo de potenciais competidores capazes de executar cada parcela isoladamente e transfere-se a vantagem competitiva para operadores capazes de montar arranjos empresariais complexos, ainda que não sejam necessariamente os mais eficientes em cada atividade considerada individualmente.

A segunda é de ordem econômica: a ausência de disputa sobre a parcela remuneratória mais relevante elimina o principal mecanismo de contenção do custo contratual para a Administração.

A terceira é de ordem jurídica: se a atividade preponderante do contrato não foi submetida a critério objetivo de julgamento – ou adequado planejamento – , cabe questionar se o procedimento licitatório cumpriu sua função constitucional de garantir a proposta mais vantajosa, ou se apenas fez as vezes de adjudicação previamente determinada pela estrutura do edital, sob o lençol da aparência competitiva.

Há ainda um aspecto temporal que merece atenção. A estruturação e distribuição dos valores mobiliários constituem atividades naturalmente delimitadas no tempo, encerrando-se com a conclusão da operação. Diversamente, os serviços de assessoramento à recuperação de créditos podem prolongar-se por anos, acompanhando a própria dinâmica de cobrança da carteira. Em tais hipóteses, convém indagar se um serviço continuado não está sendo absorvido por uma contratação cujo objeto principal possui natureza episódica e prazo naturalmente determinado.

A questão se torna ainda mais sensível quando a assessoria de cobrança é remunerada ao longo do ciclo de recuperação da carteira, enquanto a estruturação e a distribuição dos valores mobiliários se exaurem com a liquidação da operação.

Essas observações convidam a uma reflexão inspirada na clássica distinção civilista entre principal e acessório. O Código Civil estabelece que o acessório segue o principal. Contudo, quando determinado elemento passa a concentrar a função econômica dominante da relação contratual, torna-se imperativo questionar se não ocorreu uma inversão prática de tal hierarquia. Principal e acessório são categorias reciprocamente consideradas, um inexistindo sem o outro, mas, se o eixo de gravidade e de interesse da relação jurídica se desloca, aquilo que antes figurava como acessório pode passar a ocupar a posição de principal. Tal reconhecimento opera sobre o regime licitatório aplicável, os critérios de julgamento e o controle de resultados.

Não se afirma, com isso, que haja ilegalidade nas operações em curso. Tampouco se nega o potencial de a securitização funcionar como mecanismo legítimo de antecipação de receitas, de sofisticação da administração tributária ou de ampliação da liquidez dos entes federativos em contextos de restrição fiscal severa.

O ponto é outro, mais delimitado.

### **COBRAR PRIMEIRO, SECURITIZAR DEPOIS?**

Se a principal fonte de valor agregado reside na melhoria da cobrança, cabe avaliar se os serviços de recuperação de créditos não deveriam constituir objeto autônomo de contratação. Existem no mercado empresas especializadas em inteligência de cobrança, saneamento e enriquecimento de bases cadastrais, localização patrimonial, modelagem preditiva de recuperação e classificação de risco de inadimplência. Trata-se de um plexo de competências distintas das requeridas para a estruturação de operações no mercado de capitais. Quer parecer que a remuneração de tais serviços tampouco precisa necessariamente recorrer a qualquer tipo de percentual aplicado sobre uma base de cálculo. São sistemas, procedimentos e instrumentos em apoio à administração fazendária e à procuradoria da fazenda.

De outra mão, uma carteira previamente submetida a esse tratamento tende a produzir benefícios específicos e cumulativos. O primeiro é o aumento potencial da arrecadação corrente, independentemente de qualquer operação de securitização. O segundo é a geração de informações mais precisas e auditáveis sobre o comportamento histórico dos créditos. O terceiro – e talvez o mais relevante para o desenho de operações futuras – é a redução significativa da assimetria

informativa entre o ente público e os investidores, fator que normalmente se reflete no custo de emissão dos valores mobiliários.

Sob essa perspectiva, a contratação segregada das atividades de recuperação e das atividades de securitização poderia, em determinados contextos, ampliar a competição entre fornecedores especializados, reduzir custos de transação, facilitar o controle de resultados por etapa e melhorar as condições de precificação para investidores. Não se trata de solução universal, mas de hipótese que merece avaliação concreta antes de ser descartada.

A Lei nº 14.133/2021 é clara ao exigir que a Administração demonstre a adequação das soluções escolhidas por meio de estudos técnicos preliminares consistentes e análises de mercado fundamentadas. Sempre que houver agregação de objetos complexos e economicamente heterogêneos, parece não apenas recomendável, mas juridicamente exigível, que os gestores explicitem as razões pelas quais a contratação conjunta produz resultados superiores à contratação segregada – e que essas razões sejam verificáveis, não meramente declaratórias.

Nesse cenário, abre-se uma agenda relevante e ainda pouco explorada para os Tribunais de Contas. Mais do que examinar abstratamente a validade constitucional ou fiscal da securitização, os órgãos de controle poderão (ou mesmo deverão) perscrutar se os objetos licitados refletem com fidelidade as necessidades da Administração, se a modelagem adotada representa a alternativa mais econômica e eficiente disponível e se o agrupamento de prestações não obscurece a avaliação dos custos e benefícios de cada componente contratual.

Se o problema predominante for de recuperação de créditos, parece recomendável avaliar, em estudo técnico preliminar adequadamente fundamentado, a conveniência de contratação autônoma de serviços de apoio à administração fazendária e à procuradoria da fazenda, voltados ao saneamento cadastral, à classificação de carteiras, à localização patrimonial, à utilização de mecanismos contemporâneos de justiça multiportas e à adoção de estratégias mais eficientes de cobrança. Trata-se de atividades que possuem lógica econômica própria e que não se confundem, necessariamente, com a estruturação de operações de securitização. A remuneração de serviços de cobrança baseada em percentuais da arrecadação tributária recuperada permanece tema controverso no direito público brasileiro, circunstância que recomenda especial cautela na modelagem dessas contratações.

Mais do que incrementar a arrecadação corrente, uma carteira previamente saneada e submetida a processos mais sofisticados de recuperação tende a produzir informações mais precisas, histórico mais confiável, menor assimetria informativa e classificação de risco mais consistente. Em tais

condições, a própria securitização poderá ocorrer posteriormente em bases mais transparentes, mais competitivas e potencialmente mais vantajosas para a Administração e para os investidores.

Talvez a pergunta inicial deva ser reformulada. Antes de discutir como securitizar, convém verificar se a carteira já se encontra madura para ser securitizada. Bem estudada a administração tributária do ente, a securitização talvez não seja a primeira providência a ser adotada, mas a consequência natural de uma boa política de cobrança previamente planejada, lícita e controlada em seus próprios termos.