



MINISTÉRIO DA ECONOMIA
Secretaria Especial de Fazenda
Secretaria do Tesouro Nacional
Subsecretaria de Relações Financeiras Intergovernamentais
Coordenação-Geral de Operações de Crédito de Estados e Municípios

Nota Técnica SEI nº 10525/2019/ME

Assunto: **RELATORIO SOBRE OS RESULTADOS DA CONSULTA PÚBLICA ABERTA POR MEIO DE DESPACHO (Processo nº 17944.103161/2019-15), DE 09 DE SETEMBRO DE 2019 SOBRE O TEMA SECURITIZAÇÃO DE DÍVIDAS DE ENTES SUBNACIONAIS.**

Ao Senhor Secretário,

INTRODUÇÃO

1. Durante o período de 10 de setembro a 10 de outubro de 2019, a Secretaria do Tesouro Nacional promoveu consulta pública acerca da possibilidade de securitização da dívida dos entes subnacionais com garantia da União. Para análise e consolidação das contribuições recebidas ficou estabelecida comissão formada pelos servidores Bruno Galetto Caetano de Paula, Roger Araujo Castro, Helano Borges Dias e Andresa Costa Biazon, conforme Despacho do Secretário do Tesouro Nacional, publicado no Diário Oficial da União, em: 10/09/2019 | Edição: 175 | Seção: 1 | Página: 16.
2. A iniciativa teve como objetivo levar o assunto para discussão e avaliação, pela sociedade, dos custos e benefícios da securitização para os entes subnacionais e para a União, bem como caminhos alternativos na busca por menor custo financeiro do endividamento para os entes. de modo que todos pudessem contribuir com críticas e sugestões.
3. A consulta pública ficou disponível no sítio eletrônico da Secretaria do Tesouro Nacional (https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2431:9:::NO:RP9:P9_ID_EVENTO,P9_ID_UNIDADE,P9_ID_TIPO_ACAO:1975,2,,6), sendo que as sugestões foram encaminhadas por meio do e-mail consultasecuritizacao@tesouro.gov.br.
4. A presente consulta contou com 11 manifestações, das quais, seis em nome de pessoas físicas e 5 em nome de pessoas jurídicas, as quais estão anexas a este documento, a saber:

- i. Contribuição de pessoa física: Adilson Marcelino Cordeiro, de 10/09/2019 (SEI 4987053 e 4987066);
- ii. Contribuição de pessoa física: Pablo Moraes, de 11/09/2019 (SEI 4987094);
- iii. Contribuição de pessoa física: Jerusa Alberton de Alencar Nogueira, de 11/09/2019 (SEI 4987114);
- iv. Contribuição de pessoa física: Pablo H., de 18/09/2019 (SEI 4987133);
- v. Contribuição de pessoa física: Diogo Vasconcelos de Freitas Cavalcanti, de 08/10/2019 (SEI 4987153);
- vi. Contribuição de Pessoa Jurídica: Riza Capital Consultoria de Investimentos S.A., de 08/10/2019 (SEI 4987164 e 4987192), doravante denominada RIZA;
- vii. Contribuição de Pessoa Jurídica: Banco Citibank S.A. (“Citi”), de 09/10/2019, (SEI 4987218 e 4987227), doravante denominada CITIBANK;
- viii. Contribuição de Pessoa Jurídica: Associação Brasileira de Mercado de Capitais (ANBIMA), de 10/10/2019, (SEI 4987241 e 4987261), doravante denominada ANBIMA;
- ix. Contribuição de Pessoa física: Hélio Rubens de Oliveira Mendes e Luis Felipe Vidal Arellano, de 10/10/2019 (SEI 4987285 e 4987320) doravante denominada ARELLANO E MASSONETO;
- x. Contribuição de Pessoa jurídica: Perman Advogados Associados, de 10/10/2019 (SEI 4987366 e 4987344) doravante denominada PERMAN ADVOGADOS;
- xi. Contribuição de Pessoa jurídica: Diretoria de Governo do Banco do Brasil, de 10/10/2019 (SEI 4987401).

COMENTÁRIOS E SUGESTÕES RECEBIDOS

5. As sugestões apresentadas são citadas neste relatório de forma resumida, separadas de acordo com as questões elencadas na consulta.
 1. **Teoricamente, a reestruturação da dívida dos entes e a securitização dos créditos, em tese, reduziriam o custo da dívida para o mutuário e alongariam o cronograma de pagamentos, aliviando o fluxo de caixa do ente no curto prazo.**
 - a. Qual seria a redução efetiva do custo da dívida para o ente? Quais seriam os parâmetros e o melhor método a ser utilizado para análise da variação efetiva do custo da dívida suportada pelo ente?
 - **CITIBANK**

“Acreditamos que as melhorias aqui propostas poderiam trazer uma redução de custo para os tomadores de aproximadamente 200 bps a.a. (se comparado ao custo médio das operações precedentes) ou 100 bps a.a. (se comparada ao custo médio destas mesmas operações nas condições de mercado hoje).”

 - **PERMAN ADVOGADOS**

“Uma vez que a nova operação financeira, fosse através de uma nova dívida ou através da securitização de créditos do ente subnacional contra terceiros (de qualquer espécie), a prestação de garantias da União contribuiria para aproximar o custo financeiro para sua próxi – o título público federal de prazo equivalente.”

 - b. Considerando que a concorrência entre instituições financeiras poderia reduzir o custo para reestruturação da dívida, deveria haver a necessidade de serem analisadas pelo menos três propostas de agente financeiro a fim de selecionar a que oferece menor custo para reestruturação?
 - **ANBIMA:**

“Recomendamos elaboração de editais padronizados, contendo minutas avançadas. Um processo de contratação que não utilize exclusivamente critérios

econômicos para seleção da instituição financeira estimula a concorrência e inovação pelo mercado.

Caso seja utilizado o processo de licitação, o ideal é que seja também adotado o critério de melhor técnica, de forma que garanta um modelo mais próximo ao modelo de contratação utilizado pelo mercado. Ressalta-se, no entanto, que a contratação de instituições financeiras para atuarem em operações de securitização ou concederem empréstimos por meio de processos licitatórios, sem que haja flexibilidade para negociar os termos dos contratos e documentos subjacentes da operação pode acabar por inviabilizar a realização de tais operações, especialmente se os termos do edital e minuta de contrato não estiverem integralmente alinhados com a prática de mercado.

Destacamos, ainda, a importância de o Tesouro Nacional auxiliar os entes Subnacionais no desenvolvimento de parâmetros e/ou no processo de seleção como um todo.”

- CITIBANK

“A cotação com outros agentes financeiros é uma boa prática, mas a estruturadas propostas não deveriam ser compartilhadas uma vez que inibirá a incentivo a inovação entre os agentes financeiros.”

- PERMAN ADVOGADOS

“A concorrência entre instituições financeiras certamente contribuiria para a redução no custo de estruturação e distribuição da nova operação financeira, e, em nosso entendimento é uma obrigação pelos preceitos da Lei 8.666, além de proteger os agentes públicos de eventuais questionamentos na lisura do processo de seleção do fornecedor – instituição financeira ou companhia securitizadora.”

c. O modelo de contratação utilizado pelo ente pode ser determinante para o custo? Por exemplo, uma operação realizada como melhores esforços (intermediário financeiro assume o compromisso de realizar o seu melhor esforço para colocar os títulos, não assumindo qualquer obrigação de comprar os que não forem vendidos) e não como garantia firme (intermediário financeiro subscreve toda a emissão para tentar revendê-las posteriormente), tem potencial de redução dos custos? Quais as vantagens e desvantagens do ponto de vista do mutuário? Quais as vantagens e/ou entraves do ponto de vista do credor/estruturador?

- ANBIMA

“Condições necessárias para redução do prêmio de contratação:

i - Cláusulas padrão de mercado

ii - Formato de Colocação

Melhores Esforços de Colocação

Garantia Firme

iii - Liberdade de escolha de veículos de captação e securitização

iv - Liberdade de escolha de formato de colocação da securitização.”

- CITIBANK

“1. Termos e condições de contratação alinhados com práticas de mercado (cláusulas de indenização, resilição, condições precedente, obrigações, Market Flex) e não imposição a agentes financeiros de obrigações/ responsabilidades não usuais (exemplo: responsabilidade perante aos demais contratados na oferta)

2. Regime de colocação em melhores esforços (RioPrev, SPPREV) ou garantia firme com Market Flex (MGI, CPSEC)

3. Editais padronizados, contendo o máximo informação possível desde sua publicação, incluindo minuta padronizadas da carta-mandato

4. Processo seletivo que incluam fatores econômicos e qualitativos (sendo os últimos determinados em conjunto com Tesouro Nacional ou BNDES).”

- PERMAN ADVOGADOS:

As operações financeiras deveriam ser realizadas por meio de melhores esforços e com exigência de garantia firme.

d. O modelo de oferta pública utilizado (por exemplo Instrução CVM 400 ou Instrução CVM 476) seria uma variável relevante na determinação do custo final da operação?

- ANBIMA:

“A escolha entre a colocação da oferta de securitização nos formatos ICVM 400 x ICVM 476 x Colocação Privada dependerá das condições de mercado e a demanda de investidores-alvo nas ofertas de securitização. Assim como na escolha do veículo de captação, em um ambiente de competição, o estruturador financeiro buscará o formato de oferta que seja mais eficiente para a operação. No cenário atual, não acreditamos que haverá diferenciação de taxas entre a ICVM 476 e ICVM 400, uma vez que os investidores institucionais não são tão numerosos e as restrições de colocação da ICVM 476 não afetariam a potencial demanda das ofertas. Alterando-se esta conjuntura, é possível que tenhamos demanda do bolso de pessoas físicas por securitizações e, portanto, haveria benefício em estruturar uma oferta na ICVM 400.”

- CITIBANK:

“Dependerá das condições de mercado e quais investidores-alvo teremos nas ofertas da securitização. Na conjuntura atual de mercado, onde investidores pessoa física tem uma grande variedade de oportunidades de investimento com isenção de IR (debêntures de infraestrutura, CRI, CRA, LCA, LCI), acreditamos que os investidores institucionais serão os principais investidores nas das securitizações. Portanto, não acreditamos que haverá diferença de taxa entre a ICVM476 e ICVM 400, uma vez que os investidores institucionais são menos numerosos e o formato ICVM476 já atenderia a potencial

demanda das ofertas. Alterando-se esta conjuntura (ex.: caso elimine-se a isenção de produtos para pessoa física), é possível que tenhamos demanda desde bolso por securitizações e, portanto, haverá benefício em estruturar uma oferta na ICVM400.”

- PERMAN ADVOGADOS

“A primeira diferença importante que deve ser levada em conta ao se comparar as ofertas no âmbito da ICVM400 e da ICVM476 é o público alvo da emissão. Na ICVM400 será possível acessar o investidor comum e pagar um menor custo financeiro no valor mobiliário ofertado. Na ICVM476 somente poderão ser acessados os investidores profissionais (entre eles os fundos de investimento).

O trade off neste caso, é determinar se a redução no custo final da operação compensa o risco de ofertar ao investidor comum valores mobiliários além de sua capacidade de abstração.

Como as operações de securitização são complexas e não padronizadas, talvez deveriam estar voltadas apenas a fundos de investimento, que seguem todo o arcabouço regulatório e a fiscalização da CVM, podendo atuar como o mecanismo mais adequado de pulverização destas ofertas para o investidor comum.

Em seguida, destacamos que as ofertas públicas realizadas através da ICVM400 têm a desvantagem de possuir exigências e procedimentos que tornam o processo de emissão de um valor mobiliário mais caro e menos célere. Se adicionarmos este maior prazo da ICVM400 ao período de estruturação e, sobretudo, ao tempo dispendido em um processo licitatório, o prazo total de uma emissão poderá se tornar demasiadamente estendido desincentivando o gestor público.”

- ARELLANO E MASSONETO

“Especificamente quanto ao público alvo, observou-se que, embora a maior abertura para investidores de varejo (mais numerosos) possa resultar em aumento da oferta de crédito e conseqüentemente em melhores condições de captação pelos intermediários que poderão repassar tais benefícios aos entes públicos tomadores dos empréstimos, os ativos financeiros decorrentes da securitização nem sempre serão ativos simples de serem avaliados, o que poderia desaconselhar uma abertura irrestrita desse tipo de ativo para investidores com menor sofisticação e conhecimento do mercado de capitais.”

e. A definição de um modelo que permita maior participação de pessoas físicas na aquisição do ativo financeiro resultante da securitização poderia reduzir os custos ao ente mutuário?

- ANBIMA:

“Na conjuntura atual de mercado, onde investidores pessoa física possuem uma grande variedade de oportunidades de investimento incentivados, com isenção de IR, acreditamos que os investidores institucionais (Assets, Fundos de Pensão, seguradoras) devem ser os maiores interessados nesse modelo de securitização da dívida dos entes subnacionais com garantia da União. Isto posto, em um ambiente de competição, o estruturador financeiro buscará o bolso de investidor que seja mais eficiente para a operação, sejam eles os investidores institucionais locais, pessoas físicas, bancos ou investidores estrangeiros.”

- PERMAN ADVOGADOS

“A busca do modelo ideal para a maior participação de pessoas físicas na aquisição direta destes ativos, no limite tornaria o risco/retorno do ativo muito similar a um título público federal. Ou seja, a extensão das garantias da União na emissão securitizada se equivaleria a realizar a federalização das dívidas dos entes subnacionais.”

2. As melhores práticas indicadas para concessão de garantias visam otimizar o conjunto de incentivos e regras que regem o comportamento dos atores envolvidos no processo, de forma a atenuar os problemas de assimetria de informação e tornar o sistema de concessão de garantias mais eficiente. Para o Governo Central, a concessão de garantias representa um passivo contingente permeado de elementos morais, legais, políticos e econômicos entre as partes envolvidas. Neste contexto, quais os riscos associados à operação de securitização com garantia da União para as partes envolvidas?

- CITIBANK:

Risco (1): Um volume maior de oferta de papéis securitizados pode competir por recursos do Tesouro Nacional, aumentando as taxas pagas pelo Tesouro nestes mercados.

Mitigantes (1): (i) Situação atual de ampla liquidez nos mercados locais e internacionais; (ii) Volumes propostos não são suficientes para chegar perto do volume captado pelo Tesouro Nacional para ter impacto; (iii) Bolsos de investidores em papel estruturado não é exatamente o mesmo que o bolso de títulos tradicionais.

Falta de controle do acesso aos mercados por entes sub-nacionais

Risco (2): Facilitar o acesso dos entes sub-nacionais traz o risco de más práticas que podem surtir posteriormente riscos de imagem (e crédito) para o Tesouro Nacional e o país

Mitigantes (2): Estabelecimento de critérios mínimos para Securitização, entre eles a obrigatoriedade do envolvimento de parte(s) do Setor Público com renomado conhecimento de boas práticas nos mercados de capitais (exemplos BNDES ou Tesouro Nacional), no processo de contratação e mesmo estruturação das operações.

- PERMAN ADVOGADOS

“O conjunto de contrapartidas que os entes subnacionais estarão submetidos para a obtenção das garantias da União em suas securitizações, provavelmente serão exigidas em períodos compatíveis com os prazos das próprias emissões securitizadas. Considerando que tais emissões terão prazos de muitos anos, que atravessarão os mandatos dos gestores que as realizaram, a instabilidade política no futuro ou eventuais revisões de entendimentos do judiciário podem impactar na quebra de condições contratuais ajustadas ex ante e desequilibrar o negócio pactuado em desfavor da União Federal.”

3. **As operações de crédito dos entes da federação recebem o mitigador de risco de créditos por meio de garantia explícita que assegura o recebimento pelo credor em caso de inadimplência. Assim, o credor é também o beneficiário da garantia. Qual seria o modelo mais adequado para securitização, considerando os agentes envolvidos, os instrumentos financeiros disponíveis (debentures, FIDCs, letras financeiras vinculadas), os riscos e possíveis efeitos? Quais outros modelos jurídicos seriam possíveis? Descreva as vantagens e desvantagens de cada modelo e quais as leis e normativos que sustentam cada opção. Considerando os três instrumentos financeiros citados (e outros existentes), qual seria a diferença em relação ao custo total para o ente subnacional? Qual seria a base de investidores alvo para cada um dos instrumentos?**

• CITIBANK:

“Dependerá das características do financiamento a ser almejado (entre elas volume, prazo, tomador, particularidades do instrumento de crédito). Em um ambiente de competição, o estruturador financeiro buscará o instrumento que seja mais eficiente do ponto de vista de custo para a operação.

Em termos de custo de manutenção da estrutura, os FIDCs são a estrutura mais custosa, por necessitar um grande número de partes envolvidas (Administrador, Gestor, Custodiante, Auditor) que geralmente resultam em um custo de manutenção de pelo menos 0.50-0.75% ao ano. Debêntures de Securitizadoras e Letras Financeiras/CDBs Vinculados tem custos de manutenção substancialmente menores.

Do ponto de vista de colocação ao mercado, os FIDCs tem hoje maior potencial de amplitude de colocação, dado que boa parte dos fundos de crédito tem mandato para aplicar até um determinado parcela (geralmente 5-10%) em crédito estruturado, que inclui FIDCs.

A principal diferença entre impactos para o mercado local entre Debêntures e FIDC/LF/CDB vinculados é que a Debênture tem uma negociação mais ampla e preços mais transparentes no mercado secundário dos que os demais, que são instrumentos que são negociados com muito menor frequência e transparência.

A base de investidores não varia substancialmente por instrumento. Na conjuntura atual, a colocação dos 3 tipos de instrumento seria em investidores institucionais. Caso pessoas físicas se tornem alvo das ofertas de securitização, a debênture seria o instrumento mais eficiente, uma vez que pode ser objeto de uma oferta pública (ICVM400) e tem maior reconhecimento e amplitude de colocação junto a pessoas físicas.

• ANBIMA:

“O veículo de securitização a ser escolhido (FIDC, Debênture de Securitizadora, LF/CDB Vinculado) dependerá das características do financiamento a ser almejado (tais como volume, prazo, tomador, particularidades do instrumento de crédito). Em um ambiente de competição, o estruturador financeiro buscará o instrumento/estrutura que seja mais eficiente para a operação.”

• ARELLANO E MASSONETO

“A única diferença entre a securitização [feita por meio de SPE] e os FIDC está, essencialmente, no fato de que, nas operações de securitização, compete à sociedade de propósito específico sociedade anônima adquirir os direitos creditórios e emitir os valores mobiliários lastreados nestes, ao passo que nos FIDCs o fundo, que tem natureza jurídica de condomínio, de acordo com o disposto no art. 3o., inc. I, da Instrução n. 356/2001 embora existam controvérsias na doutrina, conforme será abordado neste trabalho, desempenha o papel da sociedade de propósito específico

FDIC: Resolução nº 2.907/2001, do Conselho Monetário Nacional, vindo a ser disciplinados em maiores detalhes pela Instrução nº 356/2001, da Comissão de Valores Mobiliários. Necessária a presença de um administrador, dada a ausência de personalidade jurídica do fundo. Sobre os FIDCs não-padronezados, é importante mencionar que não são investimento a ser adquirido por pequenos investidores, podendo ser negociadas as suas cotas em mercado secundário apenas entre investidores profissionais, o que contribui para a sua não aquisição por pequenos investidores.

Quanto aos veículos de securitização, o estudo demonstrou a possibilidade de utilização tanto de companhias securitizadoras de créditos financeiros, quanto de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), como os meios mais comuns de se realizar tais operações, demonstrando as normas que regem cada instrumento, bem como os seus respectivos públicos alvos entre os investidores.”

• RIZZA

“1. Banco celebra contrato de cessão um FIDC constituído nos termos da Instrução CVM 356 (padronizado);

2. Por meio do contrato de cessão, o Banco cederá a Nova Dívida e a garantia da União ao FIDC, em contrapartida ao pagamento pelo FIDC de preço de cessão;

3. Com recursos captados junto a investidores, FIDC paga preço de cessão ao Banco à vista, a ser calculado nos termos estabelecidos no contrato de cessão;

4. Banco notifica (i) o Estado sobre a cessão da Nova Dívida, informando a conta em que deverão ser feitos os pagamentos, e (ii) a União sobre a cessão da garantia ao FIDC;

5. Para que a cessão tenha efeitos perante terceiros, o contrato deverá ser registrado em até 20 dias no cartório de registro de títulos e documentos na comarca sede do Banco e do administrador do FIDC.

Concluídos o passo 4, FIDC se torna credor da Nova Dívida e titular da garantia da União, sujeitos aos termos e condições negociados entre o Estado e o Banco, conforme refletido no contrato da Nova Dívida

• Pagamentos de principal e encargos da Nova Dívida serão feitos diretamente na conta do FIDC, informada pelo Banco ao Estado na notificação de cessão

• Valores recebidos pelo FIDC são distribuídos aos investidores, na forma de amortização ou resgate de suas cotas, ou para reinvestimento em outros direitos creditórios (observada a política de investimento do FIDC, prevista em seu regulamento)”

4. **Atualmente as operações de crédito com garantia da União têm como característica a garantia integral do pagamento do principal e encargos, o que leva os entes a se endividarem a custos similares, pois as instituições não estão sujeitas ao risco de crédito do mutuário. A oferta de crédito com custos em função do risco de crédito explicita as vantagens da solidez fiscal e pune as políticas fiscalmente insustentáveis. Nesse sentido, a exposição dos entes subnacionais à disciplina de mercado teria potencial para atuar como indutor de**

políticas fiscais sustentáveis. Neste contexto, quais seriam os efeitos de estruturas com garantia soberana parcial, considerando 90%, 80% e 50% da parcela, assim como garantia apenas para o principal? Se possível explicitar estimativas de oferta e custo de crédito para cada nível.

- ARELLANO E MASSONETO

existência do mecanismo de garantia integral da União poderia conduzir emprestadores a uma avaliação de crédito menos rigorosa, pois estariam tomando única e tão somente o risco da União e não verdadeiramente o risco do ente tomador do empréstimo. Assim, o risco moral decorrente da securitização seria marginal em relação ao próprio incentivo à concessão do crédito já decorrente do recebimento da garantia pela União.

- CITIBANK:

“O formato mais factível para uma garantia parcial seria bifurcar o financiamento total em duas tranches -uma com e outra sem garantia soberana. Hoje vislumbramos mercado doméstico para alguns estados rating A (spread de crédito+200-250 bps) e mercado externo para alguns estados/capitais com rating A e B (spread de crédito +150-300 bps vs. globais).”

- ANBIMA:

“Não vislumbramos no momento grande capacidade de absorção de créditos dos entes subnacionais sem garantia integral do Tesouro, em função de problemas estruturais maiores no financiamento de estados e municípios (e.g. dependência de repasses, endividamento atual com a União, dívida previdenciária, falta de transparência das contas públicas, dívida de precatórios, insegurança e morosidade na eventual execução de garantias contratuais nos tribunais de justiça locais etc.). Todavia, vislumbramos capacidade para que os Mercados Internacional e Doméstico absorvam (em alguns casos) absorvam créditos de estados com rating A ou alguns Entes mais relevantes na categoria B. Trata-se, nesse caso, de uma questão custo de captação. Neste caso, um possível formato seria bifurcar o financiamento total em duas tranches - uma com e outra sem garantia soberana.”

- PERMAN ADVOGADOS

Considerando que as operações de securitização são complexas e não padronizadas, onde o profundo entendimento do lastro onde estas estão alicerçadas é fundamental para a determinação do risco do investidor, e, considerando ainda que muitas vezes há pouca informação ou baixa confiabilidade na formalização dos créditos que compõe o lastro destas emissões, a redução da garantia soberana terá impacto exponencial no aumento da taxa de juros contratual. Neste contexto, a decisão entre a garantia total da união ou a garantia parcial sobre a emissão de operação financeira do ente subnacional, torna-se praticamente binária.

6. Historicamente a União autorizou a securitização de empréstimos com garantia soberana em apenas três casos, sendo os mutuários os estados de Minas Gerais, Maranhão e Rio de Janeiro. A análise dos custos dos empréstimos originais, assim como o comportamento no mercado secundário do título oriundo da securitização, leva à conclusão que em nenhum dos três casos citados o Estado se beneficiou da redução de custos, uma vez que o custo do empréstimo com securitização foi semelhante ao custo de outros empréstimos sem securitização. Além disso, o spread do título que teve o empréstimo como lastro aproximou-se do custo soberano. De fato, o benefício da securitização acabou sendo apropriado ou pelo credor do empréstimo original, ou pelos investidores que compraram o título subjacente. Qual é a estrutura ideal para que a redução de custos de fato alcance o Ente subnacional?

- ANBIMA:

Para reduzir os custos são necessários:

1. Cláusulas padrão

- Regime de colocação
- Condições precedentes
- Obrigações da tomadora
- Resilição voluntária
- Resilição involuntária
- Alteração dos termos e condições da oferta (Market flex)
- Indenização
- Arbitragem

2. Alterações no contrato de garantia:

- Cláusula de *cross default* com dívida mobiliária
- Cláusula de arbitragem
- Notificação ao garantidor em relação ao não pagamento pelo devedor
- Transparência dos valores inadimplidos
- Previsão de alteração da conta corrente recebedora da garantia

3. Alteração no regime fiduciário para as securitizadoras de créditos financeiros

4. Permissão de investimento em ativos financeiros de companhias de capital fechado pelos fundos de entidades fechadas de previdência complementar (é permitido às entidades abertas de previdência complementar)

5. Harmonização do uso do mitigador de risco, a garantia da União, para igualar a alocação permitida a 100%, assim como já é para os títulos públicos (BC x CVM).

• ARELLANO E MASSONETO

Especificamente quanto ao público alvo, observou-se que, embora a maior abertura para investidores de varejo (mais numerosos) possa resultar em aumento da oferta de crédito e consequentemente em melhores condições de captação pelos intermediários que poderão repassar tais benefícios aos entes públicos tomadores dos empréstimos, os ativos financeiros decorrentes da securitização nem sempre serão ativos simples de serem avaliados, o que poderia desaconselhar uma abertura irrestrita desse tipo de ativo para investidores com menor sofisticação e conhecimento do mercado de capitais.

• CITIBANK

A prática no mercado local de capitais é uma colocação com Garantia Firme Com Market Flex. Neste tipo de colocação, o Tomador dos recursos fica com 70% do fechamento da taxa na colocação e 30% é pago ao estruturador a título de Comissão de Sucesso. Redação típica da cláusula: “Comissão de sucesso: igual a 30% do valor presente da diferença entre a taxa teto e a taxa final de remuneração conforme definida no processo de *bookbuilding* incidente sobre o montante total da Oferta, calculado com base no preço de subscrição”

Alterações a seguir tem economia potencial total de aproximadamente 100bps em relação as condições atuais de mercado e 200bps se comparado com operações precedentes.

Recomendações para redução do custo do prêmio de crédito:

1. Nomenclatura do suporte do Tesouro como uma “Co-Obrigação” em vez de “Garantia” – na prática   uma co-obriga o, e esta nomenclatura teria uma melhor percep o pelo mercado e evitaria uma discussão sobre Benefício de Ordem.
2. Incluir cláusula de Cross-Default com a totalidade da dívida contratual da União (não apenas com mesmos credores)
3. Tornar claro nos contratos que o Tesouro irá honrar o pagamento mesmo se o Devedor não se pronunciar ou disputar os valores devidos
4. Permitir que o Tesouro pague os valores devidos em uma conta do Trustee/Agente de Pagamento das Debêntures/FIDC (em vez da conta reserva da institui o financeira no Banco Central)
5. Previsão de cláusula de Arbitragem para os contratos

Recomenda es para redu o do custo do pr mio de contrata o:

1. Termos e condi es de contrata o alinhados com práticas de mercado (cláusulas de indeniza o, resili o, condi es precedentes, obriga es, Market Flex) e não imposi o a agentes financeiros de obriga es/responsabilidades n  usuais (exemplo: responsabilidade perante aos demais contratados na oferta)
2. Regime de coloca o em
 - o Melhores Esforços (máxima eficiência) ou
 - o Garantia Firme com Market Flex
3. Editais padronizados, contendo toda informa o possível desde sua publica o:
 - o minutas padronizadas de contrato de crédito,
 - o garantia,
 - o mandato
4. Processo seletivo que incluam fatores econ micos e qualitativos (sendo os últimos determinados em conjunto com Tesouro Nacional ou BNDES)
5. Não restringir ao veículo de securitiza o, formato de distribui o (ICVM 400/476), ou público-alvo.

7. Quais altera es legais, normativas ou contratuais precisariam ocorrer para viabilizar as opera es de securitiza o das opera es de crédito garantidas pela União?

• ANBIMA:

a) Regime Fiduciário

As companhias securitizadoras de créditos financeiros, que são sociedades an nimas que têm por objeto exclusivo a aquisi o de créditos financeiros e que captam recursos exclusivamente por meio de emissão de a es e debêntures, no país ou no exterior, foram regulamentadas pela Resolu o do Banco Central n  2686/00.

Todavia, não há previsão legal para tais securitizadoras que autorize o Estabelecimento de um regime fiduciário, como foi dado às securitizadoras de crédito imobiliário, criada pela Lei n  9.514/97 e que disciplina as condi es para a institui o do regime fiduciário e às securitizadoras de crédito agrícola, criadas pela Lei n  11.076, que também permitem essa possibilidade, fazendo referência   Lei n  9.514/97.

Acreditamos que a autoriza o para que as companhias securitizadoras de créditos financeiros instituem regime fiduciário trará impactos positivos para o mercado, conforme abaixo mencionados:

- Possibilidade de constitui o de patrim nio separado (segregado do patrim nio comum da securitizadora), integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem cada emissão, com nomea o de agente fiduciário para representar o interesse dos investidores;
- Os créditos submetidos ao regime fiduciário estão isentos de qualquer a o ou execu o pelos credores da companhia securitizadora;
- A institui o do regime fiduciário incumbirá a companhia securitizadora de administrar cada patrim nio separado, manter registros contábeis

independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras;

- A totalidade do patrimônio da companhia securitizadora responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado. Sem que isso contamine outros patrimônios separados.

b) Restrições de investimentos

Atualmente é vedado aos fundos de entidades fechadas de previdência complementar a aplicação em ativos financeiros de companhias de capital fechado, nos termos do art. 36, inciso V da Resolução do Banco Central nº 4.661/2018.

Para os fundos de entidades abertas de previdência complementar, é permitida a aplicação em títulos de renda fixa emitidos por sociedades de propósito específico, limitado a 25%, nos termos do art. 8º, inciso IV, alínea "a" da Resolução do Banco Central nº 4.444/15.

Portanto, recomendamos alteração da Resolução do Banco Central nº 4.661/2018 para que se excetue das restrições as aplicações financeiras que tenham como lastro créditos com a garantia da União, de forma a maximizar o acesso à base de investidores institucionais local.

Observamos que muitos dos Fundos de Pensão (em especial aqueles que não contam com gestão própria) possuem em seu regulamento vedações expressas à aplicação em debêntures de securitizadoras, por serem consideradas aplicações demasiadamente sofisticadas. Tal vedação acaba por ser espelhada nos regulamentos dos fundos de crédito geridos pelas Assets, restringindo a colocação das debêntures de securitizadoras no mercado como um todo.

Portanto, sugerimos ações junto à Superintendência Nacional de Previdência Complementar-PREVIC para prever a possibilidade de os Fundos de Pensão aplicarem seus recursos em debêntures de securitizadoras que tenham como lastro créditos com a garantia da União, de forma a maximizar o acesso à base de investidores institucional local.

Como as companhias securitizadoras de créditos financeiros são em sua grande maioria companhias de capital fechado, a vedação de que tratam as resoluções impediria o ingresso desse tipo de investidor institucional no modelo de securitização ora discutido.

• ARELLANO E MASSONETO

Com relação às normas que hoje consistem em óbice à realização mais frequente dessas operações, temos, em nossa opinião, apenas a Resolução GECGR nº 3, de 25 de julho de 2018, para o caso de operações com garantia da União Federal, uma vez que a securitização de dívidas que não contem com essa garantia não encontram nenhuma restrição na legislação para que sejam securitizadas. Neste contexto, não se pode afirmar que o art. 11 da Lei Complementar nº 148/2014 represente qualquer óbice a esse tipo de operação, uma vez que não há identidade jurídica ou mesmo econômica entre a emissão de dívida mobiliária por estados e municípios e a securitização de recebíveis de instituições financeiras originados de empréstimos concedidos a estados e municípios.

8. É pacífico o entendimento de que a securitização, no presente contexto, não pode ser equiparada à emissão de título da dívida pública mobiliária, respeitando, portanto, a vedação do Art. 11 da Lei Complementar nº 148, de 25 de novembro de 2014?

“Art. 11. É vedada aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios a emissão de títulos da dívida pública mobiliária.”

• ARELLANO E MASSONETO

Inicialmente, deve-se observar a violação à Constituição contida no artigo 11 da Lei Complementar nº 148, de 25 de novembro de 2014, que veda a emissão de títulos de dívida mobiliária por estados e municípios, com a finalidade de limitar as fontes de financiamento desses entes nacionais, desrespeitando a autonomia de que gozam esses entes por força constitucional.

A mesma vedação estava contida de forma temporária na Lei nº 9.406, de 11 de setembro de 1997 (artigo 3º, par. 5º), e na Medida Provisória nº 2.185-35, de 24 de agosto de 2001 (artigo 8º, I). Contudo, as previsões anteriores não violavam a Constituição por serem temporárias e por serem facultativas, isto é, apenas se aplicavam àqueles entes que aderissem ao refinanciamento de dívidas com a União Federal nos termos da legislação especial. Diferente é o caso da Lei Complementar nº 148 que, por ferir a forma federativa de Estado em um dos seus aspectos mais cruciais, qual seja, a autonomia fiscal, padece do vício da inconstitucionalidade.

(...)

Assim, se (i) a Constituição não prevê hierarquia entre os entes federais, (ii) se não autoriza expressamente ao Congresso Nacional vedar ou de qualquer forma limitar absolutamente a emissão de títulos de dívida pública por estados e municípios, mas apenas regular a emissão e resgate, e se (iii) a autonomia de administração financeira dos entes da federação pressupõe, dentro de limites razoáveis, a liberdade de escolha das formas do seu financiamento, deve-se concluir que a proibição incondicional, pura e simples, da emissão de títulos da dívida por estados e municípios contraria frontalmente a forma federativa de estado.

Também não se pode considerar como legítima, do ponto de vista constitucional, a preocupação da União de que eventuais títulos da dívida de estados e municípios venham a concorrer com os títulos de emissão da União, encarecendo o seu custo de captação. O art. 151, II, da Constituição veda expressamente à União tributar a renda das obrigações da dívida pública dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios em níveis superiores aos que fixar para suas obrigações. Ora, se o Constituinte achou adequado proibir tal comportamento oportunista por parte da União, favorecendo os próprios títulos por meio da política tributária, com ainda maior força, estará vedado qualquer favorecimento à União por meio da simples proibição da emissão de títulos por estados e municípios.

(...)

Ainda que as operações de securitização tenham semelhança à emissão de títulos da dívida de estados e municípios e o fato de que os valores mobiliários detidos pelos investidores ao final da operação estejam sujeitos ao risco de crédito do ente público devedor, há uma série de diferenças em relação à pura emissão de dívida mobiliária a justificar tratamento diferenciado.

De início, convém observar que, nas operações de securitização, os riscos decorrentes da captação dos recursos, isto é, decorrentes da existência ou não de demanda para os valores mobiliários a serem emitidos não é do ente tomador do empréstimo, mas sim da instituição emprestadora dos recursos. Caso não haja possibilidade de mercado de realizar de forma vantajosa a posterior cessão do crédito concedido, o tomador do empréstimo, via de regra, não terá qualquer prejuízo em decorrência disso - ao contrário da emissão de títulos de dívida pública.

Outra diferença consiste no regime regulatório aplicável, uma vez que títulos de dívida pública não podem ser equiparados a valores mobiliários por expressa determinação legal contida na Lei nº 6.385/1976 (art. 2º, § 1º, I). Assim, não há identidade entre as obrigações de emissores e distribuidores de títulos públicos e emissores e distribuidores de valores mobiliários, o que envolve tanto o regime informacional, quanto à exigência de registro na CVM

para a oferta dos valores mobiliários. Às operações de securitização se aplicarão na totalidade as regras emanadas pela CVM relativas à proteção da poupança pública, o que não se pode afirmar com relação aos títulos da dívida pública.

Em adição, nota-se que as operações de securitização permitem a modificação dos riscos inerentes ao fluxo de caixa cedido, seja por meio de diferentes níveis de subordinação, seja por meio da emissão da diluição do empréstimo inicial em meio a outros ativos financeiros que comporão o mesmo *pool* de fluxos securitizados, dando lastro à emissão de diferentes *tranches* de valores mobiliários a serem ofertados aos investidores. Nada disso é proporcionado pela simples emissão de títulos públicos, mas sim pela engenhosidade financeira do estruturador da securitização.

Por fim, observa-se que os custos relativos às operações de securitização, assim como as responsabilidades legais e regulatórias, são da entidade que realiza a estruturação da operação em seu benefício, não do ente tomador do empréstimo. Percebe-se, portanto, que há poucas semelhanças entre a emissão de títulos públicos por estados e municípios e a securitização de dívidas desses entes por instituições financiadoras, não sendo correta qualquer extensão da proibição de emissão de dívida mobiliária por estados e municípios com base na Lei Complementar nº 148/2014 às operações de securitização.

- CITIBANK

Apesar das securitizações serem derivadas do crédito do ente subnacional ou soberano e terem liquidez no mercado secundário como valores mobiliários, na nossa opinião a securitização e a emissão direta não se equiparam. Securitizações são operações estruturadas que contam com estrutura, riscos de contraparte, regulamentações e restrições por parte dos investidores que são substancialmente diferentes de uma emissão de títulos de dívida pública mobiliária. Adicionalmente, do ponto de vista ente subnacional, ele é devedor a um contrato de empréstimo, e não a emissão de um valor mobiliário e a securitização em nada altera esta natureza contratual.

CONCLUSÕES

6. A Secretaria do Tesouro Nacional agradece a todos os participantes que enviaram suas manifestações em relação a consulta pública. As sugestões são de grande valor e contribuem para a reflexão sobre o tema, além de favorecer para o aperfeiçoamento do processo de atuação do Tesouro Nacional, especialmente diante dos desafios econômicos enfrentados pelo país.

7. Tendo sido concluído o processo de consulta, a comissão submeterá o assunto às áreas pertinentes para discussão e direcionamento futuro.

À consideração superior.

Documento assinado eletronicamente
ANDRESA COSTA BIASON
Auditora Federal de Finanças e Controle

Documento assinado eletronicamente
BRUNO GALETE CAETANO DE PAULA
Gerente GEPIN/COPEM

Documento assinado eletronicamente
HELANO BORGES DIAS
Gerente GEREN/CODIP

Documento assinado eletronicamente
ROGER ARAUJO CASTRO
Auditor Federal de Finanças e Controle

De acordo.

Documento assinado eletronicamente
PRICILLA MARIA SANTANA
Subsecretária de Relações Financeiras Intergovernamentais

Documento assinado eletronicamente
JOSÉ FRANCO MEDEIROS DE MORAIS
Subsecretário da Dívida Pública

Documento assinado eletronicamente
MANSUETO FACUNDO DE ALMEIDA JUNIOR
Secretário do Tesouro Nacional



Documento assinado eletronicamente por **Pricilla Maria Santana, Subsecretário(a) de Relações Financeiras Intergovernamentais**, em 12/11/2019, às 17:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Andresa Costa Biason, Auditor(a) Federal de Finanças e Controle**, em 12/11/2019, às 17:43, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Helano Borges Dias, Gerente de Estratégia da Dívida Pública e Mercado Financeiro**, em 12/11/2019, às 18:38, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Jose Franco Medeiros de Moraes, Subsecretário(a) da Dívida Pública**, em 12/11/2019, às 19:49, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Roger Araujo Castro, Auditor(a) Federal de Finanças e Controle**, em 18/11/2019, às 10:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Bruno Galetto Caetano de Paula, Gerente**, em 17/12/2019, às 12:59, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Mansueto Facundo de Almeida Junior, Secretário(a) do Tesouro Nacional**, em 18/12/2019, às 14:26, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **4979216** e o código CRC **0BAE52CE**.
