

## TEXTO DE APRESENTAÇÃO DA CONSULTA PÚBLICA

A possibilidade de securitização da dívida dos entes subnacionais com garantias da União insere-se dentro de uma estrutura concebida para assegurar o equilíbrio das contas públicas, a responsabilidade dos agentes na condução da política fiscal e a natureza dos processos de endividamento dos entes federados. Para o alcance desses objetivos, foi desenvolvido um amplo arcabouço legal regulamentando a concessão da garantia pela União, com o objetivo de trazer maior previsibilidade e mitigar riscos.

Deve-se ressaltar que a responsabilidade individual do gestor público é o ponto central desse processo, sendo fundamental uma ótica permanente voltada à responsabilidade na gestão fiscal, em sentido amplo, pois a contratação de operações de crédito não envolve apenas aspectos formais.

Dentro do estoque de dívida existente é possível que haja dívidas com custo financeiro acima daqueles observados sob as condições de mercado atuais. Ou seja, em alguns casos é possível gestão de passivos com o pré-pagamento de dívidas existentes por meio de emissões de novas dívidas com securitização do crédito, com o objetivo de reduzir o peso dos juros sobre o orçamento público.

Um dos caminhos na busca deste menor custo é a autorização de securitização para dívidas com garantia da União. Em teoria, por meio desse processo, a distribuição da dívida em muitos credores levaria a uma taxa de juros inferior à situação atual, na qual um credor mantém em carteira o risco total do empréstimo. Por outro lado, o processo de securitização introduz novos custos e concorrência com os títulos públicos federais, além de envolver complexidade, riscos legais e operacionais. O resultado deve levar em conta os custos e benefícios para o setor público, em um sentido amplo.

Cabe destacar que a União previa, para o orçamento de 2019, alocação de honra de garantias em volume de R\$ 8,4 bilhões, referentes aos fluxos de pagamentos em contratos de entes estaduais inadimplentes em dívidas garantidas pela União, que aderiram ou poderiam vir a aderir ao Regime de Recuperação Fiscal – RRF (Lei Complementar nº 159/2017), desde que as obrigações tenham sido contratadas antes da homologação do pedido de adesão ao regime (art. 17, LC nº 159/2017).

Neste contexto é importante discutir e avaliar os 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 de todos os entes da federação. Desta forma, apresenta-se um conjunto de questões para debate público:

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?
  - 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?

- 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?
- 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?
- 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?

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?

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?

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 explícita 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 explicita estimativas de oferta e custo de crédito para cada nível.

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?

7. Quais alterações legais, normativas ou contratuais precisariam ocorrer para viabilizar as operações de securitização das operações de crédito garantidas pela União?

8. A securitização o pode ser equiparada à emissão de título da dívida pública mobiliária, desrespeitando, 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.”*

**Esta consulta não reflete a opinião de que a securitização necessariamente traz vantagem ao mutuário, tampouco deve ser interpretada como compromisso do Tesouro Nacional em autorizá-la.**