



MINISTÉRIO DA FAZENDA  
Secretaria do Tesouro Nacional  
Subsecretaria da Dívida Pública  
Coordenação-Geral de Operações da Dívida Pública  
Gerência de Operações Especiais

## MINUTA DE PORTARIA

Estabelece a metodologia de cálculo do Custo Máximo Aceitável para operações de crédito a entes subnacionais com garantia integral da União.

A SECRETÁRIA DO TESOUREIRO NACIONAL, no uso de suas atribuições que lhe confere o art. 32 do ANEXO I, do Decreto nº 9.003, de 13 de março de 2017, RESOLVE:

Art. 1º O cálculo do Custo Máximo aceitável para empréstimos a entes subnacionais com garantia da União será realizado pela Secretaria do Tesouro Nacional - STN, mediante adoção dos critérios e da metodologia estabelecidos nesta Resolução.

§ 1º O cálculo referido no caput terá por finalidade subsidiar a concessão de aval ou garantia da União em operação de crédito interna ou externa de interesse de Estado, do Distrito Federal e de Município.

### Da Metodologia

Art. 2º A metodologia prevê o cálculo do Custo Máximo Aceitável para empréstimos com garantia da União em moeda estrangeira (dólares dos Estados Unidos da América) e em moeda local (real).

#### Custo Máximo Aceitável para Empréstimos com garantia da União em Moeda Estrangeira

Art. 3º O Custo Máximo Aceitável para empréstimos com garantia da União em moeda estrangeira será calculado a partir do somatório dos seguintes fatores:

- I – Custo de Captação do Tesouro no Mercado Internacional (CCTNUSD);
- II – Prêmio de Estrutura (E);
- III – Prêmio pelo Custo do Exercício da Garantia (CEG); e IV – Prêmio de Liquidez (LIQ).

Parágrafo Único. O Custo Máximo Aceitável será calculado, portanto, pela seguinte equação:

$$\text{Custo Máximo}_{\text{USD}} = \text{CCTN}_{\text{USD}} + E + \text{CEG} + \text{LIQ}$$

Art. 4º O Custo de Captação do Tesouro no Mercado Internacional (CCTNUSD) será igual ao rendimento (yield to maturity) de um título da curva soberana do Brasil em dólares com a duração (duration) mais próxima à do empréstimo em análise.

§ 1º Nos casos em que as durations do título de referência em dólar e do empréstimo sejam diferentes, será feita uma interpolação ou extrapolação das yields dos títulos da curva soberana em dólares para se obter uma yield equivalente à duration do empréstimo.

§ 2º Para composição da curva externa serão empregados apenas os títulos da República

classificados como benchmarks, com maior liquidez e melhor precificação em mercado.

§ 3º Quando a República não apresentar referência de título com duration igual ou inferior a um ano, será adotado, como primeiro ponto de referência da curva soberana em dólares, o título norteamericano (Treasury Bill) de 1 (um) ano, acrescentado de um spread correspondente ao Credit Default Swap (CDS) de 1 (um) ano do Brasil.

§ 4º Ao CCTNUSD será adicionado um prêmio de 15 (quinze) pontos base (bps), representando um prêmio de emissão, chamado de New Issue Premium (NIP).

§ 5º O prêmio mencionado no parágrafo anterior representa o prêmio aproximado que o Tesouro paga acima do seu benchmark de referência ao realizar uma emissão externa.

§ 6º A equação do CCTNUSD será, portanto:

$$\text{CCTNUSD} = \text{Global Ref.} + \text{Aj. Dur.} + \text{Prêmio Emissão}$$

onde:

Prêmio de Emissão = 15 bps.

Aj. Dur. = ajuste para se obter uma yield equivalente à duration do empréstimo a partir da interpolação ou extrapolação das yields dos títulos da curva soberana em dólares.

Art. 5º O Prêmio de Estrutura será determinado pela diferença média entre as taxas (yields) de títulos corporativos amortizáveis com notas de crédito entre AAA e AA e de títulos padronizados (com pagamento único de principal no vencimento) no mercado norte-americano, com duration e nota de crédito semelhante.

§ 1º O Prêmio de Estrutura (E) representa o prêmio pago à instituição concedente devido à falta de uniformidade, em relação a títulos negociados em mercado, na estrutura dos empréstimos e consistirá de um acréscimo de 30 (trinta) pontos-base em relação ao título soberano de referência.

§ 2º O valor do prêmio a que se refere este artigo poderá ser revisado mediante publicação de nova resolução.

Art. 6º O Prêmio pelo Custo do Exercício da Garantia (CEG) representa o prêmio teórico pelo custo atrelado ao risco de execução da garantia, devido às possíveis ineficiências inerentes ao processo e será composto por:

I- Spread de Risco de Crédito: parâmetro que reflete a probabilidade de default dos entes, calculado conforme disposto no § 1º deste artigo.

II- Fator Multiplicador: reflete as ineficiências potencialmente existentes durante o processo de execução da garantia, definido conforme § 2º deste artigo.

§ 1º O Spread de Risco de Crédito é calculado a partir da diferença entre a taxa (yield) média da curva dos títulos emitidos por empresas norte-americanas com a melhor classificação corporativa possível (AAA) e a taxa (yield) média das curvas dos títulos emitidos por empresas norte-americanas com classificação corporativa inferior (AA ou pior), definida conforme incisos I e II a seguir:

I - no caso de concessão de garantia integral da União, a classificação corporativa de risco inferior considerada será a equivalente à mínima classificação de Capacidade de Pagamento (CAPAG) exigida para a concessão de garantia da União, conforme definido em portaria da STN. A equivalência entre a classificação corporativa e a CAPAG se dará conforme tabela constante no Anexo 1;

II - no caso de concessão de garantia parcial da União, para a fração do empréstimo que não é garantida, a classificação corporativa de risco inferior considerada será a equivalente à classificação de Capacidade de Pagamento (CAPAG) atribuída ao ente pleiteante, conforme definido em portaria da STN, e,

para a fração garantida do empréstimo, a classificação de risco considerada será conforme o inciso I deste parágrafo.

III - no caso de concessão de garantia parcial da União, o Spread de Risco total será dado pela média ponderada entre o Spread de Risco calculado para a fração do empréstimo não garantida e o Spread de Risco calculado para a fração do empréstimo garantida.

§ 2º O Fator Multiplicador é definido conforme incisos I e II a seguir:

I - no caso de concessão de garantia integral da União, igual a 15% (quinze por cento);

II - no caso de concessão de garantia parcial da União, para a fração do empréstimo que não é garantida, igual a 1 (um) e, para a fração garantida do empréstimo igual a 15% (quinze por cento).

III - no caso de concessão de garantia parcial da União, o Fator Multiplicador total será dado pela média ponderada entre o Fator Multiplicador para a fração do empréstimo não garantida e o Fator Multiplicador para a fração do empréstimo garantida.

§ 3º Custo do Exercício da Garantia (CEG) é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{CEG} = \text{Fator Multiplicador} * \text{Spread de Risco de Crédito}$$

Art. 7º O prêmio de liquidez (LIQ) representa o prêmio pago pelas restrições de negociação das operações de crédito, e será composto por:

I - Spread de Liquidez do Título: obtido a partir da média da diferença, ajustada pela duration, entre a yield de títulos com e sem liquidez de um conjunto de ativos do Brasil, Colômbia e México.

II - Prêmio de Liquidez do Empréstimo: valor igual a 100 (cem) bps.

III - Fator de Ponderação: valor definido em função do índice VIX (calculado pela Chicago Board Options Exchange), conforme a equação a seguir:

$$\text{POND.} = \begin{cases} \text{MIN} \left( 1,5; \frac{\text{VIX}}{25} \right), \text{ para } \text{VIX} \geq 25 \\ 1, \text{ para } 15 < \text{VIX} < 25 \\ \text{MAX} \left( 0,9; \frac{\text{VIX}}{15} \right), \text{ pra } \text{VIX} \leq 15 \end{cases}$$

§ 1º Poderão ser incluídos outros conjuntos de ativos de outros países sem prejuízo a metodologia.

§ 2º O prêmio adicional, ad hoc, reflete a diferença existente entre um título ilíquido e um empréstimo.

§ 3º O fator de ponderação reflete a volatilidade do mercado no momento da análise do custo do empréstimo.

§ 4º A equação do LIQ será, portanto:

$$\text{LIQ} = \text{POND.} * (\text{LiquidezTítuloMédia} + \text{LiquidezEmpréstimoad hoc}) \text{ Onde:}$$

Liquidez TítuloMédia = Média das diferenças ajustadas pela duration dos conjuntos de títulos soberanos; e

$$\text{Liquidez Empréstimoad hoc} = 100 \text{ bps.}$$

Custo Máximo Aceitável para Empréstimos com garantia da União em Moeda Local

Art. 8º O Custo Máximo Aceitável para empréstimos com garantia da União em moeda local

será apurado a partir da conversão do Custo Máximo Aceitável em moeda estrangeira por meio de operações swap USD/BRL em referências apresentadas na forma de percentual do CDI (Crédito de Depósito Interbancário).

Parágrafo Único. O swap a que se refere o caput será calculado a partir de ferramentas e taxas observadas em mercado.

#### Considerações Finais

Art. 9º A partir da metodologia acima descrita, será gerada uma tabela com o Custo Máximo Aceitável em dólares dos Estados Unidos da América e em reais para um conjunto predeterminado de durations com período de validade determinado.

§ 1º O Custo Máximo Aceitável será calculado a partir dos valores diários obtidos no período de 60 dias corridos (último dia útil inclusive) que antecedem a publicação da tabela mencionada no caput.

§ 2º A tabela com os custos máximos aceitáveis será publicada na data de realização das reuniões bimestrais do Grupo Estratégico do Comitê de Garantias.

§ 3º Ao Custo Máximo Aceitável descrito no § 1º será somado um intervalo de tolerância (banda) equivalente a 1 (um) desvio-padrão, tendo em vista as flutuações nos preços dos ativos utilizados para o cálculo, no período entre a análise do custo e a efetiva contratação da operação.

§ 4º Para efeito de verificação de custo de cada operação deverão ser consideradas todas as taxas, encargos e comissões previstas em contrato.

Art. 10 Para efeito de análise de custo de reestruturação de dívidas de entes subnacionais, as informações constantes na Tabela de Custo Máximo Aceitável em dólar e em reais, com período de validade determinado no caput do artigo 9º, serão utilizadas no cálculo dos valores presentes da dívida atual e da dívida a ser contratada na reestruturação.

Parágrafo Único. O Custo Máximo Aceitável não representará teto para o custo da dívida a ser contratada.

Art. 11 Esta Resolução entra em vigor na data de sua publicação.

Art. 12 Casos omissos serão resolvidos pelos respectivos Coordenadores de cada grupo do Comitê, ad referendum dos membros componentes.

Documento assinado eletronicamente

ANA PAULA VITALI JANES VESCOVI

Secretária do Tesouro Nacional

## ANEXO I TABELA DE EQUIVALÊNCIA: CLASSIFICAÇÃO DE RISCO CORPORATIVA – CAPAG

Nota CAPAG COREM*	Ratings Corporativos Americanos
A+	AAA
A	AA+
A-	A
B+	BBB+
B	BBB
B-	BBB-
C+	BB+
C	BB
C-	BB-
D+	B+
D	B
D-	B-

\*A Tabela de Equivalência baseia-se na classificação da Capacidade de Pagamento (CAPAG) disposta na Portaria STN 306/2002.

Obs: Alterações posteriores da normatização da CAPAG poderão ensejar alterações na Tabela acima.