



SECRETARIA DA FAZENDA  
TESOURO DO ESTADO  
DIVISÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

**Rafael Bystronski Di Bernardi**

**Agente Fiscal do Tesouro do Estado**

## **ANÁLISE DA PORTARIA MF Nº 306/2012**

A União, através da Portaria do Ministério da Fazenda-MF Nº 306, de 12 de setembro de 2012, instituiu nova metodologia de análise da capacidade de pagamento e risco de concessão de garantia aos estados e municípios em novas operações de crédito, revogando a metodologia anterior constante na Portaria MF Nº 89/1997.

A metodologia da Portaria MF Nº 89/1997 baseava-se na análise de resultados primários realizados e projetados para os anos subsequentes, visando compor um resultado primário médio ponderado. Este, por sua vez, era utilizado para categorizar os entes quanto à capacidade de suporte do serviço anual da dívida. Os entes poderiam ser classificados nas categorias A, B, C e D, sendo que, a partir da nota C (primário positivo, mas inferior aos juros) seria considerado impedido de contratar novas operações de crédito.

As razões para a substituição metodológica foram expostas no Seminário STN - Gestores dos Programas de Reestruturação e Ajuste Fiscal dos Estados e do Distrito Federal (PAF)/2013, realizado em Brasília. Segundo os representantes da STN, buscou-se a redução de subjetividades existentes nas projeções dos serviços da dívida e resultado primário. Dentre as subjetividades, citaram a utilização de percentuais de crescimento da receita estaduais pouco realistas (crescimento real médio do PIB nacional dos últimos 8 anos).



SECRETARIA DA FAZENDA  
TESOURO DO ESTADO  
DIVISÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

A justificativa em parte é verdadeira, uma vez que alguns estados estariam sendo beneficiados ao utilizarem um fator de crescimento para projeção do resultado primário superior à taxa de crescimento verificado para suas receitas. Por outro lado, estados com crescimento da receita superior ao PIB nacional estariam sendo desfavorecidos.

A nova metodologia trazida pela Portaria MF Nº 306/2012 visou mitigar as incertezas das projeções determinísticas, propondo uma análise baseada no desempenho dos últimos três exercícios financeiros. Igualmente, ampliou o número de variáveis analisadas para um total de 8 indicadores econômico-financeiros, cada qual com um peso específico na composição do rating. Cada indicador é avaliado com base nos resultados publicados nos balanços consolidados, sendo atribuído, igualmente, um peso para cada período.

A pontuação obtida indica a classificação da situação fiscal associada ao risco de crédito do ente. As notas no intervalo A + até B – são consideradas aptas para a contratação de novas operações de crédito, enquanto que as notas C + a D – são impeditivas para contratação de novas operações ou mesmo inclusão de novos pleitos no anexo V do Programa de Ajuste Fiscal-PAF.

Segue abaixo os indicadores econômico-financeiros que compõem o rating e seus respectivos pesos:

- I – Endividamento - Peso 10;
- II - Serviço da Dívida na Receita Corrente Líquida - Peso 9;
- III - Resultado Primário Servindo a Dívida - Peso 8;
- IV - Despesa com Pessoal e Encargos Sociais na Receita Corrente Líquida - Peso 7;
- V - Capacidade de Geração de Poupança Própria - Peso 4;



SECRETARIA DA FAZENDA  
TESOURO DO ESTADO  
DIVISÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

- VI - Participação dos Investimentos na Despesa Total - Peso 3;  
VII - Participação das Contribuições e Remunerações do RPPS nas Despesas Previdenciárias - Peso 2;  
VIII - Receitas Tributárias nas Despesas de Custeio - Peso 1.

## 1. CONSIDERAÇÕES

- a) O indicador endividamento é insuficiente para analisar a capacidade de pagamento dos entes. Há a necessidade de inclusão de índices que avaliem qualitativamente o endividamento, como prazo médio de vencimento dos serviços, risco de refinanciamento e repactuações de encargos.
- b) Uma análise consistente de risco de crédito deveria conjugar a análise de relação dívida/PIB ou dívida/receita com o prazo de maturação da mesma. Por exemplo, pode-se atribuir nota A de capacidade de pagamento a um ente com relação DCL/RCL 1, e uma nota C a um ente com relação DCL/RCL 2. No entanto, supondo que no primeiro caso o prazo médio de vencimento da dívida fosse de 5 anos, enquanto que no segundo fosse de 15 anos, conclui-se que o primeiro deverá dispendir em média 0,2 da RCL ao ano para amortizar sua dívida, enquanto o segundo deverá pagar em média 0,133 da RCL. Neste caso, o risco de crédito no curto e médio prazo é maior para o ente com rating A do que o ente com rating C, demonstrando que a análise baseada apenas no indicador de endividamento poderá acarretar erro na classificação de risco de crédito.



SECRETARIA DA FAZENDA  
TESOURO DO ESTADO  
DIVISÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

- c) A metodologia proposta pela Portaria MF Nº 306/2012 descarta qualquer tipo de projeção determinística na composição do rating, analisando, unicamente, os resultados de exercícios anteriores. No entanto, a análise pautada exclusivamente no passado deixa de considerar questões importantes, previamente conhecidas, com consequências futuras sobre os resultados econômico-financeiros dos entes. Neste sentido, aspectos atinentes à dívida, tais como a trajetória evolutiva dos serviços, início e encerramento de contratos e períodos de carência, influenciam diretamente a evolução do endividamento, do comprometimento da receita, e, portanto, da capacidade de pagamento dos entes.
- d) Não há esclarecimentos quanto à metodologia adotada na atribuição dos pesos dos indicadores componentes do rating. Ainda, os quatro primeiros indicadores compõem quase 80% da nota, enquanto os quatro últimos participam com pouco mais de 20%. Desta forma, os indicadores Capacidade de Geração de Poupança Própria, Participação dos Investimentos na Despesa Total, Participação das Contribuições e Remunerações do RPPS nas Despesas Previdenciárias e Receitas Tributárias nas Despesas de Custeio acabam sendo pouco relevantes na composição da nota.
- e) Aparente incoerência entre a meta 6 do Programa de Ajuste Fiscal-PAF e a Portaria MF Nº 306/2012. A meta 6 do PAF limita os gastos com investimentos e inversões financeiras a percentuais específicos da Receita Líquida Real (meta estabelecida em 5,87% da RLR em 2011 ou 4,7% da RCL). Já a Portaria MF Nº 306/2012 trata de percentuais mínimos e máximos de 5% e 20% de investimentos relativamente à Despesa Total, onde percentuais iguais ou menores a 5% recebem 6



SECRETARIA DA FAZENDA  
TESOURO DO ESTADO  
DIVISÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

pontos e prejudicam o rating, e percentuais iguais ou superiores a 20% resultam em pontuação igual a zero e melhoram o rating.

- f) Não há motivo técnico aparente para que o peso do indicador de comprometimento da RCL com despesas de pessoal e encargos sociais seja superior ao indicador de capacidade de geração de poupança própria. A saber, o indicador de capacidade de geração de poupança própria deriva do resultado corrente (Receita Corrente menos Despesa Corrente) dividido pela Receita Corrente Líquida. Desta forma, verifica-se que o conceito de poupança própria já abarca as despesas de pessoal, sendo, portanto, mais amplo que aquele indicador.

## 2. PROPOSTA

Propõe-se a substituição do indicador I – Endividamento, por outro nominado Endividamento/ATM. Este indicador consiste na divisão da relação DC/RCL pelo ATM (Average Time to Maturity) ou prazo médio de vencimento das dívidas. O ATM expressa a concentração de vencimento da dívida no curto prazo e, conseqüentemente, do risco de refinanciamento.

O objetivo é utilizar um índice que mensure não apenas o nível de endividamento, mas também o prazo médio de exigibilidade da RCL para amortizar a DC. Desta forma, a relação DC/(RCL\*ATM) se presta a análise do comprometimento médio da RCL com amortizações do estoque da DC.

$$\frac{\text{Endividamento}}{\text{ATM}} = \frac{\text{DC}}{\text{RCL} * \sum_{t=1}^t \left( \frac{t \cdot A_t}{DT_1} \right)}$$

Onde,



SECRETARIA DA FAZENDA  
TESOURO DO ESTADO  
DIVISÃO DA DÍVIDA PÚBLICA

$DC$  = Dívida Consolidada

$RCL$  = Receita Corrente Líquida

$A_t$  = valor das amortizações das dívidas no período  $t$

$DT_1$  = valor do estoque total de dívidas em  $t=1$

$t$  = tempo para o vencimento.

Os limites inferior e superior do indicador original seriam redefinidos para 1,0 e 2,0  $DC/RCL$ . Estas relações são estabelecidas com base no limite de endividamento dos estados, proposto na Resolução SF N° 40/2001, que prevê relação máxima de 2,0 da  $DCL/RCL$ , e na Lei 9.496/97, que define a relação máxima de 1,0 da dívida financeira/ $RLR$  como necessário para que os entes possam emitir dívida mobiliária, situação onde haveria maior autonomia na gestão da dívida. Desta forma, utiliza-se idêntico índice 1,0 para a relação  $DC/RCL$ , visto que ambos os conceitos podem ser mais próximos ou não, dependendo das características da dívida e receita de cada ente.

Definimos o ATM base a partir dos seguintes parâmetros:

- Limite de comprometimento da  $RCL$  com serviços da dívida de 11,5%, conforme Resolução SF N° 43/2001. Para efeitos de simplificação, supõe-se que os encargos representem 1,5% da  $RCL$  e as amortizações cerca de 10% da  $RCL$ ;
- Adota-se como relação  $DC/RCL$  base o valor de 1,5 (valor médio do limite inferior e superior - 1,0 a 2,0);
- Prazo de vencimento da dívida equivalente ao prazo para vencimento da dívida financiada ao amparo da Lei 9496/97, ou seja, 15 anos.

A partir destes valores, obtém-se um ATM base de aproximadamente 7,5 anos. Assim, redefinimos os limites inferior e superior do indicador para 0,125 e 0,25  $DC/(RCL*ATM)$ .