

FUNDAÇÃO JOÃO PINHEIRO
Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho

Lucas Araujo Magesty

GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA EM MINAS GERAIS: UMA ANÁLISE DA
REESTRUTURAÇÃO DO CONTRATO CRC/CEMIG.

Belo Horizonte

2021

Lucas Araujo Magesty

GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA EM MINAS GERAIS: UMA ANÁLISE DA
REESTRUTURAÇÃO DO CONTRATO CRC/CEMIG.

Trabalho apresentado ao Curso de Graduação em Administração Pública da Escola de Governo Professor Paulo Neves de Carvalho da Fundação João Pinheiro, como requisito parcial para obtenção do título de bacharel em Administração Pública.

Orientador: Prof.^a Isabella Virgínia Freire Biondini

Belo Horizonte
2021

M192g Magesty, Lucas Araujo.
Gestão da dívida pública em Minas Gerais [manuscrito] :
uma análise da reestruturação do contrato CRC/CEMIG / Lucas
Araujo Magesty. – 2021.
[11], 119 f. : il.

Trabalho de conclusão de Curso (Graduação em
Administração Pública) – Fundação João Pinheiro, Escola de
Governo Professor Paulo Neves de Carvalho, 2021.

Orientadora: Isabella Virgínia Freire Biondini

Bibliografia: f. 125-129

1. Dívida pública – Minas Gerais. 2. Companhia Energética
de Minas Gerais (CEMIG) – Reestruturação. 3. Administração
pública – Minas Gerais. I. Isabela Virgínia Freire. II. Título.

CDU 336.3(815.1)

Lucas Araujo Magesty

GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA EM MINAS GERAIS: UMA ANÁLISE DA
REESTRUTURAÇÃO DO CONTRATO CRC/CEMIG.

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado ao Curso de Graduação
em Administração Pública da Escola de
Governos Professor Paulo Neves de
Carvalho, da Fundação João Pinheiro,
como requisito parcial para a obtenção
do título de bacharel em Administração
Pública.

Aprovada na Banca Examinadora



Prof.^a Isabella Virgínia Freire Biondini (Orientador) – Fundação João Pinheiro



Prof.^a Carla Cristina Aguilar de Souza (Avaliador) – Fundação João Pinheiro



Prof. Glauber Flaviano Silveira (Avaliador) – Fundação João Pinheiro

Belo Horizonte, 22 de janeiro de 2021

AGRADECIMENTOS

O desenvolvimento deste trabalho proporcionou grande aprendizado como estudante e contribuiu muito para meu futuro enquanto administrador público do Estado de Minas Gerais. Os desafios em sua elaboração foram diversos, principalmente nesse ano atípico, o que torna essa conquista uma superação pessoal muito gratificante. Contudo, sua elaboração não seria possível sem as menções a seguir, por isso, agradeço e compartilho este trabalho a todos que fizeram parte desse processo:

A Deus, por guiar e abençoar o meu caminho.

À Fundação João Pinheiro, a Escola de Governo e ao corpo docente, por proporcionar aprendizados de alto nível e que certamente contribuíram muito na minha formação acadêmica, profissional e pessoal.

A todos os servidores da Subsecretaria do Tesouro Estadual, especialmente aos da Superintendência Central de Governança de Ativos e da Dívida Pública que me ensinaram muito e contribuíram de forma direta para a coleta de informações e análises efetuadas.

A Isabella Biondini, por me orientar em todo este trabalho realizando diversas contribuições, as quais elevaram a qualidade da pesquisa.

A meus pais, Maria Lúcia e Walmir, e meu irmão, Rafael, que sempre acreditaram em mim e me incentivaram a realizar os sonhos mais distantes com muito amor.

À minha família por ser sempre um local de acolhimento e segurança.

À minha namorada Anna, pelo companheirismo, carinho e amor durante o processo. Embora esteja cursando engenharia química, graciosamente se dispôs a ler e entender sobre dívida pública para tecer considerações importantes e me auxiliar no desenvolvimento do trabalho.

Aos meus amigos e colegas de turma que tornaram a faculdade uma jornada leve e prazerosa com muita descontração, alegria e trocas de conhecimentos. Em especial a Bruno, Gabriel, Guilherme, Lara, Lucca, Matheus, Mylena, Rodrigo, Stephanie e Vitor.

Muito obrigado a todos que fizeram parte dessa pesquisa e jornada de forma direta ou indireta.

RESUMO

Considerando a importância do endividamento sustentável e da redução dos custos a níveis prudentes de risco, estuda-se a respeito da Gestão da Dívida Pública por meio da adoção de instrumentos e processos que envolvem a gestão de riscos, controle e monitoramento da execução fiscal. A adoção de estratégias como a reestruturação de contratos da dívida, como o caso CRC/CEMIG em Minas Gerais, é essencial em cenários de instabilidade macroeconômica e mudanças no ambiente de negócios. Por isso, efetua-se esta pesquisa, fundamentada na necessidade e importância de gerir o passivo estadual, promovendo o alcance dos objetivos de longo prazo. Desse modo, define-se o objetivo geral deste trabalho em analisar as evoluções em relação à gestão da dívida pública em Minas Gerais, destacando os instrumentos desenvolvidos pela Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública (DCGD) para lidar com as estratégias em comparação à atuação frente à reestruturação do contrato CRC/CEMIG. Pretende-se fornecer subsídios para a identificação dos desafios e de possíveis oportunidades de melhoria no processo de minimização dos custos e adoção de níveis prudentes de risco. Para tanto, se faz necessário demonstrar a composição atual do passivo e o histórico de contratações e evoluções nos últimos anos, como também avaliar os resultados da troca do contrato e o processo de análise financeira e de riscos na definição da melhor estratégia e, por fim, descrever os instrumentos, ferramentas e relatórios desenvolvidos pela Diretoria. Para viabilizá-lo, realizou-se, então, uma pesquisa bibliográfica acerca dos conteúdos teóricos relacionados à dívida pública em Minas Gerais, ao contrato CRC/CEMIG e à gestão estratégica da dívida, além de pesquisa documental qualitativa para compreender o processo de reestruturação e quantitativa dos principais indicadores da dívida e dos resultados da reestruturação. Ainda, efetuou entrevistas semiestruturadas com servidores relacionados à troca do contrato, integrantes da Secretaria de Estado de Fazenda (SEF). Ainda, por atuar na diretoria realizou-se observação participante, junto a análises de documentos internos, com o intuito de descrever os projetos em curso. Os achados da pesquisa revelam que Minas Gerais caminha para uma situação desfavorável em relação à dívida pública em razão, principalmente, da evolução adversa de alguns índices relacionados ao passivo, como o IGP-DI e o dólar. A troca do contrato CRC/CEMIG apesar de positiva se comparada à continuidade das condições, contribui para esse cenário já que incorreu em riscos elevados e, desse modo, não foi tão favorável como a expectativa à época. Contudo, a diretoria tem se aperfeiçoado nos instrumentos de gestão da dívida, principalmente em relação a gestão de riscos, com o desenvolvimento, por exemplo, de cálculos estocásticos como o Budget-at-risk, de análises de reestruturação, sensibilidade da dívida e testes de estresse, além de consolidar relatórios que apresentam os principais indicadores da dívida. Assim, a gestão da dívida pública em Minas Gerais tem avançado significativamente, caminhando para um cenário com foco estratégico, o qual tende a promover a redução dos custos e manter níveis prudentes de risco.

Palavras-chave: gestão da dívida pública, gestão de riscos, reestruturação, CRC/CEMIG, Minas Gerais.

ABSTRACT

Considering the importance of sustainable indebtedness and reducing costs to prudent levels of risk, public debt management is studied through the adoption of instruments and processes that involves risk management, control, and monitoring of fiscal execution. The adoption of strategies such as the restructuring of debt contracts, such as the CRC/CEMIG case in Minas Gerais, is essential in situations of macroeconomic instability and changes in the business environment. For this reason, this research is based on the importance of managing state liabilities, promoting the achievement of long-term objectives. Thus, the general objective of this work is defined in analyzing the developments concerning public debt management in Minas Gerais, highlighting the instruments developed by the Central Directorate for Public Debt Management (DCGD) to deal with the strategies, in comparison to the restructuring performance of the CRC/CEMIG contract. It is intended to provide subsidies for the identification of challenges and possible opportunities for improvement in the process of minimizing costs and adopting prudent levels of risk. Therefore, it is necessary to demonstrate the current composition of liabilities and the history of contracts and developments in recent years, as well as to evaluate the results of the exchange of the contract and the process of financial and risk analysis in the definition of the best strategy and, finally, describe the instruments, tools, and reports developed by the Central Directorate for Public Debt Management (DCGD). For this purpose, bibliographical research was carried out on the theoretical contents related to public debt in Minas Gerais and the CRC/CEMIG contract and strategic debt management. Besides, qualitative documentary research was accomplished, in order to understand the restructuring and quantitative process of the main debt indicators and the results of the restructuring. Furthermore, semi-structured interviews were conducted with employees related to the exchange of the contract, members of the State Finance Secretariat (SEF). Also, as they were working at the DCGD, participant observation was made, along with the analysis of internal documents, to describe the projects in progress. The research findings reveal that Minas Gerais is heading towards an unfavorable situation in relation to public debt, mainly due to the adverse evolution of some liabilities-related indexes, such as the IGP-DI and the dollar. The change in the CRC/CEMIG contract, although positive compared to the continuity of conditions, contributes to this scenario since it incurred high risks and, therefore, was not as favorable as the expectations of the time. However, DCGD has perfected its debt management instruments, especially about risk management, with the development of stochastic calculations such as Budget-at-risk, restructuring analyzes, debt sensitivity, and stress tests, in addition to consolidating reports that present the main debt indicators. As a result, public debt management in Minas Gerais has advanced significantly, moving in a direction with a strategic focus, which tends to promote cost reduction and maintain prudent levels of risk.

Keywords: public debt management, risk management, restructuring, CRC/CEMIG, Minas Gerais.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

GRÁFICOS

Gráfico 1 - Governo do Estado de Minas Gerais: resultado orçamentário no período 2011-2023.....	45
Gráfico 2 - Governo do Estado de Minas Gerais: limite de endividamento DCL/RCL no período 2015-1º quadrimestre de 2020.....	52
Gráfico 3 - Trajetória da Variação (%) do Estoque da Dívida Fundada 1998 - 2019.....	55
Gráfico 4 - Trajetória percentual da dívida contratual externa do Estado de Minas Gerais em relação a dívida total no período de 1998 a 07/2020.....	59
Gráfico 5 - Taxa de câmbio nominal no período de 1998 a 07/2020.....	61
Gráfico 6 - Trajetória do Estoque da dívida no Estado de Minas Gerais em relação ao indexador no período de 1998 a 07/2020.	62
Gráfico 7 - Composição por indexadores da Dívida Pública Federal.	64
Gráfico 8 - Valor total do serviço da dívida e porcentagem de amortização e juros e encargos no período de 2012 a 07/2020.	65
Gráfico 9 - Valor total do serviço da dívida dos contratos indexados ao câmbio e total relativo no período de 2012 a 07/2020.....	67
Gráfico 10 - Composição do estoque da dívida pública de Minas Gerais em julho de 2020.....	70
Gráfico 11 - Comparativo entre os valores atualizados das parcelas não pagas - ACO 3108 e LC 173/2020.....	74
Gráfico 12 - Lucro líquido ou prejuízo consolidado da CEMIG no período de 2012 a 2019.....	79
Gráfico 13 - Comparativo evolução no serviço da dívida de 2012 a 2020: contratos da reestruturação e contrato CRC/CEMIG.	80
Gráfico 14 - Evolução na projeção do serviço da dívida de 2021 a 2024: contratos da reestruturação e contrato CRC/CEMIG.	81
Gráfico 15 - Comparativo projeção no serviço da dívida 2013 a 2024.....	82
Gráfico 16 - Evolução no estoque da dívida – Minas Gerais – 2012 a 2020.....	83
Gráfico 17 - Taxa de retorno diária do dólar.....	105
Gráfico 18 - Trajetórias estocásticas para o dólar nos próximos anos – 1200 cenários.	106

Gráfico 19 - Histograma para o serviço esperado em 2021 a partir das simulações de dólar.....	107
Gráfico 20 - Simulações para reestruturação de contrato – limites para enquadramento no Valor Presente.	111

FIGURAS

Figura 1 - Interface do ambiente de inteligência analítica da dívida – Simulações de estresse e de Sustentabilidade.	109
Figura 2 - Interface do ambiente de inteligência analítica da dívida – Testes de sensibilidade para o serviço da dívida.	109

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução do saldo devedor dívida CRC/CEMIG	24
Tabela 2 - Governo do Estado de Minas Gerais: resultado primário e resultado nominal no período 2015-2019.	47
Tabela 3 - Evolução do estoque da Dívida Pública Estadual de Minas Gerais a preços corretos e a preços de julho/2020 – IPCA, no período de 1998 a julho/2020.	54
Tabela 4 - Trajetória da variação dos índices de preço IGP-DI e IPCA no período de 1999 a 2012.	55
Tabela 5- Trajetória da variação dos índices de preço IGP-DI e IPCA no período de 2013 a Julho de 2020.	58
Tabela 6 - Relação dos Contratos do BID e BIRD da Dívida Pública Fundada do Estado de Minas Gerais e Finalidades.	60
Tabela 7 - Relação dos Contratos do BID e BIRD da Dívida Pública Fundada do Estado de Minas Gerais e Finalidades.	63
Tabela 8 - Análise do Valor Presente dos Fluxos de Pagamento das Dívidas junto à CEMIG elaborada pela STN.	86
Tabela 9 - Análise das TIR's das Dívidas junto à CEMIG.	86
Tabela 10 - Trajetória da variação do índice de preço IGP-DI e do dólar no período de 2013 a Julho 2020.	88
Tabela 11 - Escala globais de Ratings S&P Global.....	92
Tabela 12 - S&P Global Ratings - Histórico dos ratings do Estado de Minas Gerais.	93
Tabela 13 - Escala globais de Ratings Moody's Investors Service.	94
Tabela 14 - Moody's Investors Service - Histórico dos ratings do Estado de Minas Gerais.	94
Tabela 15 - Boletim Focus de 23 de agosto de 2019.	105

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
2	Histórico da renegociação da dívida com a CEMIG	17
2.1	Contratação da dívida	17
2.2	Desenvolvimento da dívida.....	18
2.3	A reestruturação.....	23
3	Gestão estratégica da dívida pública	27
3.1	Gestão estratégica	27
3.2	Gerenciamento da dívida.....	30
4	Reestruturação de contratos da dívida pública.....	35
5	METODOLOGIA	41
6	DÍVIDA PÚBLICA DE MINAS GERAIS	45
6.1	Endividamento.....	47
6.1.1	Resultado primário e nominal	47
6.1.2	Endividamento estadual	50
6.2	Estoque da dívida pública estadual.....	53
6.2.1	Composição do estoque.....	59
6.2.2	Estoque por indexador	61
6.3	Serviço da dívida.....	65
6.4	Suspensão dos pagamentos.....	67
6.4.1	Liminares	67
6.4.2	Lei Complementar nº 173/2020.....	72
6.4.3	Lei Complementar nº 159 – Regime de Recuperação Fiscal	76
7	REESTRUTURAÇÃO CRC/CEMIG	78
7.1	Análises de Viabilidade e de Risco.....	84
7.1.1	Proteção cambial.....	89
7.1.2	Seleção do Credor.....	90
7.1.3	Oportunidade da reestruturação.....	91
8	GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ESTADUAL.....	97
8.1	Sistema de Controle de Operações de Crédito	99
8.2	Ambiente de Inteligência Analítica	101

8.2.1	Gerenciamento de riscos.....	103
8.2.2	Simulações de reestruturação	110
8.3	Transparência ativa.....	112
8.3.1	Relatórios periódicos.....	113
8.4	Evoluções e Desafios.....	115
9	CONSIDERAÇÕES FINAIS	121
	REFERÊNCIAS.....	125
	APÊNDICE A – ROTEIRO DE ENTREVISTAS	130

1 INTRODUÇÃO

A dívida pública pode ser definida como um dos mecanismos de financiamento do Estado. Sua origem se encontra na Europa, onde ela desempenhou papel decisivo para a expansão do capitalismo e para fortalecer os mercados nacionais durante a Idade Média, uma vez que foi utilizada como alavanca para a acumulação primitiva do capital (MARX, 1971 apud OLIVEIRA, 2009). A dívida apresenta-se, então, como instrumento para custear os gastos do governo quando as receitas com arrecadação de tributos e também com transferências governamentais (no caso dos governos subnacionais), não são suficientes para tal.

Oliveira (2009) apresenta uma nova concepção para o papel da dívida pública, desenvolvido por Keynes. Segundo ele o déficit público, financiado pela contratação de dívida, é um instrumento importante de política fiscal anticíclica com o intuito de atingir os objetivos de pleno emprego. Assim, a função da dívida deixou de ser restrita ao financiamento dos gastos governamentais e se transformou em um mecanismo de política econômica e, também, em um instrumento de política monetária atuando na regulação da liquidez e das taxas de juros da economia, no caso da União (com a emissão de títulos).

Ao longo dos últimos anos, as dívidas dos entes subnacionais cresceram de forma exponencial, segundo Lopreato (2002) esse fato se deve, principalmente, ao aparato regulador vigente no regime militar que permitiu a utilização ampla do financiamento por empréstimo. Nesse cenário, as discussões sobre responsabilidade na gestão fiscal e equilíbrio das contas públicas ganharam força no cenário nacional e resultou em algumas medidas, tais como a elaboração da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Esse debate advém, dentre outras questões, do pensamento novo-clássico¹ e da importância de o Estado garantir a sustentabilidade da dívida pública. A partir da globalização dos mercados, em meados da década de 1980, o Estado passou a ter papel essencial na garantia da valorização dos capitais que circulam no mundo em busca de lucratividade, com o intuito de atrair esses recursos. Além disso,

¹ Nos anos 1970, a partir da crise do capitalismo e o surgimento de desequilíbrios acentuados das contas do setor público, abre-se espaço para pensamentos ortodoxos liderados pela escola novo-clássica. Nesse pensamento, o déficit e a dívida pública não são vistos como instrumentos de política econômica capazes de influenciar o crescimento econômico e o nível de emprego, resultando deles apenas ineficiências alocativas e redução do bem-estar, razões para os governos evitarem essas estratégias (OLIVEIRA, 2009).

para não afetar negativamente as expectativas dos agentes econômicos sobre o comportamento da economia no futuro, a sustentabilidade da dívida passou a ser, também, uma função fundamental. Um estoque elevado, então, coloca em dúvida a capacidade de solvência do setor público e, conseqüentemente, a preservação da riqueza financeira que se encontra no país. Nesse sentido, a sustentabilidade afeta diretamente na determinação da taxa de juros e assegurá-la é a direção lógica para promover a redução dos riscos e dos juros. Além disso, um saldo excessivo de dívida, aumenta a vulnerabilidade da administração pública frente a choques econômicos, já que diminui a capacidade de adotar políticas anticíclicas e aumentar o superávit primário (OLIVEIRA, 2009).

Embora existam essas divergências teóricas sobre o uso dessa ferramenta por parte do Estado e quais os possíveis efeitos gerados no sistema econômico, é notável que a contratação de dívida pública, por meio das operações de crédito, é uma prática recorrente no estado de Minas Gerais, que, atualmente, possui 53 contratos de empréstimo ativos e um estoque de R\$ 133 bilhões. A situação das finanças públicas nos últimos anos remete a uma tendência de endividamento. Esse cenário é desfavorável na medida em que o governo, ao pagar muitos encargos da dívida, perde sua capacidade de prover políticas públicas à população. Nesse sentido, é importante a adotar algumas alternativas para reverter esse quadro e garantir a sustentabilidade da dívida estadual. Uma dessas, refere-se à possibilidade de o estado renegociar os contratos de dívidas públicas firmados. Isto é, renegociar as condições dos contratos (juros, indexador, prazo e etc.) ou realizar a troca de um contrato por outro mais favorável. O objetivo central é a minimização dos custos de longo prazo, sujeitos a níveis prudentes de risco.

A princípio, é importante ressaltar que cada contrato possui sua especificidade no que diz respeito a data de pagamento, juros, sistema de amortização, indexadores e cláusulas próprias. No que se refere aos custos, juros, das dívidas esses dependem de uma série de condições, que nem sempre são conhecidas no momento da contratação, já que, normalmente, a taxa de juros está vinculada ao comportamento de algum índice, cujo desempenho só será conhecido no futuro. Assim, é possível, apenas, estimar esse custo e o esforço que o Estado deverá fazer para pagá-lo. Escolher os menores custos e um perfil mais adequado de pagamento é, então, uma tarefa difícil para o Estado (OLIVEIRA, 2009).

Nesse sentido, evidencia-se a importância de uma gestão de dívida bem desenvolvida, que analise todos os riscos envolvidos, projete cenários futuros e auxilie a alta gestão do Estado a tomar decisões fundamentadas e mais eficientes. Desse modo, por meio de um monitoramento ativo, quando as condições dos contratos de dívida firmados apresentem um comportamento que impõe ao estado um pesado ônus financeiro e uma cobrança excessiva de encargos é necessário adotar medidas tais como a tentativa de renegociar esses contratos. Com isso, desenvolve-se uma gestão estratégica da dívida pública que proporciona sustentabilidade, equilíbrio orçamentários, regularidade fiscal e redução dos custos à níveis prudentes de risco.

É importante destacar que o próprio processo de reestruturação de contratos da dívida envolve diversos riscos, já que a dificuldade de previsibilidade afeta a renegociação. Assim, uma renegociação considerada favorável, à época, posteriormente pode se tornar altamente onerosa, a partir das mudanças do cenário macroeconômico, acarretando, no longo prazo, um custo maior para o estado. Esses riscos estão relacionados com a variação dos indexadores financeiros estabelecidos, como o Dólar, o IPCA e a SELIC. Essas variáveis oscilam ao longo dos anos e podem alterar os fluxos financeiros previstos, ou seja, produzir um custo maior do que o esperado. Nesse sentido, faz-se necessário e relevante entender um caso prático de reestruturação, no contexto de Minas Gerais, para determinar se os processos que analisam a viabilidade da reestruturação das dívidas públicas evoluíram ao longo do tempo e quais são seus possíveis gargalos. Além disso observar se as estratégias, com relação a dívida pública, ocorrem de forma ativa.

Por isso, escolheu-se um contrato, o qual foi renegociado no ano de 2012, para entender o processo envolvido e os resultados observados nos fluxos a partir do cenário futuro atual. Essa reestruturação se refere ao contrato firmado com a CEMIG, em 1995, no qual o estado assumiu os créditos que a empresa tinha com a União, contabilizados na Conta de Resultados a Compensar (CRC), para pagar outra dívida. O valor inicial do contrato, à época, era de R\$ 602,2 milhões e a sua renegociação gerou três novos contratos para o estado, nos valores de US\$ 1,27 bilhões, € 300 milhões e US\$ 450 milhões. Essa foi a última renegociação de contrato realizada que não envolve a União e, por isso, se assemelha as iniciativas atuais da Secretaria da Fazenda, que buscam a reestruturação de contratos firmados com instituições financeiras, principalmente indexados ao câmbio. Além disso, os contratos originados da reestruturação (Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento, Crédit

Suisse, Agência Francesa de Desenvolvimento) podem se enquadrar em uma renegociação futura em razão do cenário macroeconômico atual.

A questão norteadora do trabalho, então, está relacionada à maneira como se dá o processo de gestão estratégica ativa da dívida pública² em Minas Gerais. Isto é, qual foi a evolução do processo atual de administração estratégica da dívida se comparado a renegociação realizada em 2012, do contrato CRC/CEMIG? Quais foram os resultados gerados nessa renegociação e como foi o processo de gestão envolvido? Quais as práticas e/ou estrutura institucional se desenvolveram para proporcionar uma análise de viabilidade mais confiável e menos susceptíveis a riscos e uma identificação de possíveis estratégias de forma mais oportuna?

O objetivo geral do presente trabalho, então, é analisar as evoluções na gestão da dívida pública em Minas Gerais, com vistas ao processo observado na reestruturação do contrato CRC/CEMIG, destacando os instrumentos de gestão desenvolvidos pela Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública (DCGD) e possíveis oportunidades de melhoria. Busca-se verificar, assim, se esse processo está mais propenso a minimizar os custos de longo prazo e adotar níveis mais prudentes de risco.

a) Descrição da situação fiscal do estado, analisando os principais indicadores de déficit e dívida pública nos últimos anos; além disso, apresentar a estrutura atual do portfólio de dívida pública, observando qual a composição, o tipo, os indexadores e a moeda desse estoque.

b) Análise do contrato reestruturado da CEMIG: como foi o processo para efetuar essa renegociação e quais foram os resultados obtidos com a troca.

c) Analisar a estrutura institucional e os processos do Estado para lidar com as possibilidades de reestruturação do passivo. Além de observar se esse aparato se enquadra na lógica de gerenciamento estratégico ativo da dívida pública e descrever os avanços do processo e melhorias necessárias para as análises de reestruturação.

A adoção de estratégias, como a reestruturação de contratos, é uma opção, em um período de crise (fiscal e macroeconômica), de certa forma, necessária e mais viável para o Estado. Isso pois, a partir de um quadro econômico pouco favorável, os

² Em suma, é a gestão que objetiva não só realizar a execução fiscal dos pagamentos, mas reduzir os custos da dívida pública e manter níveis prudentes de risco.

governos não possuem, em geral, margem suficiente para modificar os impostos de sua competência, a fim de expandir a arrecadação, a qual depende, especialmente no caso de estados exportadores como Minas Gerais, do comportamento do quadro macroeconômico (OLIVEIRA, 2014). Além disso, nem sempre é politicamente viável o financiamento do déficit por meio do aumento de impostos em determinadas conjunturas (OLIVEIRA, 2009).

Nesse mesmo sentido, a redução das despesas também não se apresenta como uma tarefa fácil para o governo, já que a situação atual do Estado é composta por gastos obrigatórios, os quais são pouco suscetíveis a cortes, como as despesas de pessoal, muito elevados se comparados aos não obrigatórios (discricionários), como os investimentos. Além disso, um quadro econômico pouco favorável tende a aumentar a instabilidade de alguns índices e, conseqüentemente, os riscos de o passivo aumentar. A partir disso, a renegociação das dívidas torna-se uma estratégia essencial para que o estado recupere um pouco da sua capacidade financeira a fim de atender as demandas da população por políticas públicas.

A fim de cumprir os objetivos de pesquisa, esse trabalho será dividido em 9 seções. As 3 seguintes fazem parte do referencial teórico; a 5ª refere-se à descrição da metodologia de pesquisa adotada para o desenvolvimento deste trabalho; a 6ª, 7ª e 8ª são o desenvolvimento da pesquisa com base nos objetivos específicos supracitados e, por fim, a 9ª seção apresenta as considerações finais do estudo.

2 HISTÓRICO DA RENEGOCIAÇÃO DA DÍVIDA COM A CEMIG

2.1 Contratação da dívida

O estado de Minas Gerais, à época governado por Eduardo Azeredo, firmou em 1995 um contrato de empréstimo com a CEMIG, assumindo o direito aos créditos que a empresa possuía com a União, referentes à Conta de Resultados a Compensar (CRC). Essa conta foi um instrumento criado pelo governo federal, durante um período em que as tarifas não eram ajustadas conforme os métodos atuais, com o objetivo de compensar as insuficiências tarifárias das empresas de energia e equalizar os seus custos. Assim, sempre que as despesas com a prestação de serviço das geradoras e distribuidoras de energia ultrapassasse a receita, a diferença era depositada para à concessionária pelo Tesouro Nacional. Por outro lado, na situação contrária (superávit) a concessionária depositava na CRC o valor equivalente. No ano de 1993, com a extinção dessa conta, por meio da Lei nº 8.631, realizou-se um encontro de contas no qual as empresas receberam em títulos públicos os valores devidos pelo Tesouro (ANEEL, 2001).

O governo Eduardo Azeredo, assim como apontam as publicações do TCEMG em 1996 e 1998, apresentou desequilíbrios críticos nos indicadores que avaliam as finanças públicas estaduais. Essa situação justifica o crescimento acelerado do endividamento do estado no período de 1994-1998. A dívida saltou de R\$ 6,8 bilhões para R\$ 18,6 bilhões, um crescimento, em termos nominais, de 173,3% e, em termos reais, de 98%. Esse aumento tem relação, dentre outros motivos³, com os encargos da dívida das Leis nº 7976/89 e nº 8727/93 (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

A dívida referente à lei nº 7976/89 diz respeito a um refinanciamento, junto ao Tesouro Nacional, por meio do Banco do Brasil, de dívidas externas sob a responsabilidade do estado. Esse refinanciamento, com o valor total de US\$ 511,8 milhões definiu cinco anos de carência para as amortizações, as quais iniciavam em junho de 1995 (TCEMG, 2011). Essa dívida é importante para entender a origem do contrato CRC/CEMIG, pois parte do saldo remanescente desse refinanciamento foi liquidada no exercício de 1995, por meio da utilização de créditos da CEMIG. Além disso, quitaram-se integralmente os contratos de refinanciamento - Votos 340 e 548.

³ A dívida contratual continuou a ser utilizada como instrumento complementar de financiamento do estado, inclusive para o pagamento da folha de pessoal.

O uso desse saldo está amparado na Lei nº 8.727 de 5 de novembro de 1993, que em seu parágrafo 4º do artigo 5º define:

§ 4º Os saldos remanescentes do CRC, após as compensações previstas no § 3º, poderão ser utilizados, mediante acerto com os concessionários, pelos estados, Distrito Federal e municípios, que detenham seu controle acionário, para fins de apuração do montante líquido a ser refinanciado, na forma do § 5º do art. 1º, ou para dedução do saldo devedor da renegociação resultante da Lei nº 7.976, de 27 de dezembro de 1989.

(BRASIL, 1993).

Assim, devido à utilização desse crédito e conforme a Lei Estadual 11.233, de 28/10/93, que “autoriza o Poder Executivo a refinanciar, junto à União, as operações de crédito interno de responsabilidade das administrações direta e indireta do Estado junto a órgãos e entidades controladas, direta ou indiretamente, pela União” (MINAS GERAIS, 1993), o governo de Minas Gerais assinou, em 31/05/1995, o contrato com a CEMIG. O valor corresponde a 852.851.282,9305 UFIR (Unidades Fiscais de Referência), equivalentes, em 02/05/95, a R\$ 602.198.290,88, já que 1 unidade de UFIR em junho de 1995 era igual a R\$ 0,7061.

O contrato estabeleceu, na cláusula segunda, um período de carência de 36 meses, a contar de 02/05/1995 e, na cláusula quarta, 204 parcelas para a amortização do saldo devedor, calculadas com base na Tabela Price. Assim, a primeira parcela a ser paga pelo estado só seria efetivada em 01/06/1998 e a última em 01/05/2015 (MINAS GERAIS, 1995). A contratação dessa dívida para o estado, no cenário financeiro em que se encontrava à época, revela a opção do governo Eduardo Azeredo por uma solução mais simples e cômoda para sua administração. Isto pois, a primeira parcela só ocorreria no final de seu mandato, assim, o prazo de carência previsto, que eximiu o estado do pagamento dos encargos da Lei 7976/89, transferiu o ônus e o pagamento da dívida para seus sucessores (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

2.2 Desenvolvimento da dívida

O contrato firmado inicialmente estabeleceu, na cláusula terceira, juros de 0,486755% ao mês (6% ao ano). Além disso, na cláusula sexta definiu o reajuste monetário do saldo devedor pela Unidade Fiscal de Referência (UFIR), instituída na lei nº 8.383 de 30 de dezembro de 1991, e pelo IGP-DI, calculado pela Fundação Getúlio Vargas, no caso de revogação do primeiro índice. Em caso de atraso, soma-

se a esses encargos, conforme cláusula sétima, juros de mora de 1% ao mês até a data de sua quitação (MINAS GERAIS, 1995).

Durante o período de carência, 1995 a 1998, a dívida apresentou um crescimento nominal considerável, cerca de 60%, já que no fim de 1998 seu estoque saltou para R\$ 956 milhões, mesmo com a realização da primeira amortização, no valor de 20 milhões, nesse mesmo ano. O contexto desse período, por apresentar taxas declinantes de inflação, demonstrou um crescimento real relevante, por volta de 22% (TCEMG, 2011), fato que começa a revelar o que essa dívida viria a representar para a situação do endividamento do estado de Minas Gerais no futuro (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

O governo subsequente, assumido por Itamar Franco, apresentou estratégias que pioraram muito a situação da dívida com a CEMIG. Isto devido a realização de três aditivos no contrato, os quais contribuíram para a expansão dos encargos e pioraram suas condições. Além disso, em razão da forte crise financeira, herdada pelo governo anterior, o estado deixou de efetuar em 2002 o pagamento das parcelas previstas no contrato com a CEMIG. Desse modo, o estoque da dívida, que no início do governo era de R\$ 956,3 milhões, ao final de 2002 estava em R\$ 2.015,7 milhões, o que representa um crescimento nominal de 110,8%, ou um crescimento real de 58,9% (TCEMG, 2011; OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

No dia 24 de fevereiro de 2001, assinou-se o primeiro aditivo do contrato, o qual, em sua cláusula primeira, devido a extinção da UFIR pela Medida Provisória nº 1973-69, de 26/10/2000, estabeleceu que “o reajuste do saldo devedor far-se-á com base na variação do IPCA-E nos meses de janeiro a outubro de 2000, e nos meses de novembro de dezembro de 2000, será corrigido com base no IGP-DI” (MINAS GERAIS, 2001). Assim, o IGP-DI passou-se a vigorar como índice de correção do saldo devedor.

O segundo aditivo, assinado em 14 de outubro de 2002, procurou resolver as pendências de pagamento havidas com a CEMIG, já que o estado deixou de efetuar algumas parcelas. Assim, por meio da Lei nº 14.247, de 4 de maio de 2002, o governo reforçou as garantias do contrato CRC estabelecendo algumas receitas para o pagamento da empresa:

Art. 2º – As garantias por débitos de responsabilidade do Estado, oriundos do Termo de Contrato de Cessão de Crédito do Saldo Remanescente da Conta de Resultados a Compensar – CRC –, assinado com a Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG –

em 31 de maio de 1995, poderão incluir as receitas provenientes dos tributos de que trata o art. 155, além das receitas a que se referem os arts. 157 e 159, inciso I, alínea “a”, e inciso II, todos da Constituição da República.

(MINAS GERAIS, 2002a)

Nesse sentido, em sua cláusula primeira, o aditivo redefiniu o montante devido para R\$ 1,1 bilhões que seriam pagos em 149 parcelas mensais e consecutivas no valor unitário de R\$ 10,7 milhões. Assim, a primeira parcela seria paga em 1 de janeiro de 2003 e a última em 1 de maio de 2015, sob a égide da mesma taxa de juros (6% ao ano) e com o mesmo índice de correção monetária (IGP-DI) (MINAS GERAIS, 2002).

O terceiro aditivo assinado em 24 de outubro de 2002 apresentou algumas atualizações, balizadas na Lei 14.384/02, a qual deu uma nova redação para o art. 2º citado anteriormente. Assim, a nova lei reforçou, novamente, as garantias do contrato ao adicionar, no caput, além das receitas já citadas, a utilização de “receitas provenientes dos dividendos e dos juros sobre capital próprio a serem auferidos pelo Estado como acionista da CEMIG.” (MINAS GERAIS, 2002b).

Ainda estabeleceu novos parágrafos para o artigo:

§ 2º - As receitas provenientes dos dividendos e dos juros sobre capital próprio a serem auferidos pelo Estado como acionista da CEMIG somente serão aproveitadas na hipótese de o crédito previsto no contrato mencionado no “caput” deste artigo não ser integralmente repassado à União ou ao BNDES.

§ 3º - Os juros relativos às parcelas a serem renegociadas não serão superiores ao limite previsto no § 3º do artigo 192 da Constituição da República.

§ 4º - Observado o disposto no § 2º deste artigo, fica a CEMIG autorizada a reter os dividendos e os juros sobre capital próprio a que faz jus, deduzidas as suas obrigações relativas ao empreendimento da Usina Hidrelétrica de Irapé.”

(MINAS GERAIS, 2002b).

Esses permitiram ao estado renegociar as parcelas em atraso mediante a adoção de taxa de juros até o limite previsto no § 3º do artigo 192 da Constituição⁴:

§ 3º - As taxas de juros reais, nelas incluídas comissões e quaisquer outras remunerações direta ou indiretamente referidas à concessão de crédito, não poderão ser superiores a doze por cento ao ano; a cobrança acima deste limite será conceituada como crime de usura, punido, em todas as suas modalidades, nos termos que a lei determinar.

⁴ Redação revogada pela Emenda Constitucional nº 40, de 2003.

(BRASIL, 1988).

Além de garantir o débito, como já citado, por meio de retenção de dividendos auferidos pelo Estado enquanto acionista da CEMIG. Nesse sentido, o aditivo buscou regularizar o pagamento das parcelas e reequacionar o equilíbrio contratual entre as partes. A cláusula segunda alterou a taxa de juros para 12% ao ano (0,948879% ao mês) e mantiveram as 149 parcelas. A cláusula quarta, por sua vez, autorizou a CEMIG reter os dividendos e/ou juros sobre capital próprio a que fizer jus o Estado, deduzidas as suas obrigações relativas ao empreendimento da Usina Hidrelétrica de IRAPÉ, em caso de inadimplência no pagamento das parcelas (MINAS GERAIS, 2002).

Os novos termos do contrato foram prejudiciais para as finanças do estado, principalmente em relação a elevação dos juros reais, os quais dobraram se comparado ao contrato original. As motivações para a realização deste aditivo são desconhecidas, porém é possível levantar algumas hipóteses, que de qualquer forma não justificam a mudança (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

A primeira se refere à tentativa de compensar a empresa pelos atrasos no pagamento, o que não se justifica já que os encargos não pagos seriam incorporados, com as condições estabelecidas de juros e multas, ao estoque da dívida e não ocasionaria perdas financeiras para a CEMIG. A segunda hipótese, é de que o estado teria buscado contribuir com a sua capitalização, o que não se sustenta pela incoerência de fortalecer uma empresa com um nível de privatização próximo de 80% com recursos dos cidadãos. A terceira é de que o estado teria procurado compensar a venda de parte de suas ações ordinárias, com a anulação do acordo de acionistas pelo Tribunal de Justiça. O fato é que independente das justificativas o governo Itamar Franco deu um impulso ao ritmo e à velocidade de crescimento da dívida com a CEMIG (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

No governo seguinte, assumido por Aécio Neves, a dívida com a CEMIG continuou seu processo de expansão. Esse crescimento tem relação principalmente com seus encargos que, por não terem sido pagos, tiveram de ser refinanciados, o que explica os sucessivos déficits nominais em que teria incorrido o estado à época. Assim, ocorreu inadimplência de pagamentos de cerca de R\$ 250 milhões durante o governo Aécio Neves. A não efetivação desses encargos auxiliara o governo em ganhos extras para promover uma eficiente política de marketing do seu programa Choque de Gestão (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012).

Durante esse período, ainda, realizou-se dois novos aditivos no contrato, o quarto em 23/01/2006 e o quinto em 12/10/2007. Esses foram firmados com a intenção de regularizar os pagamentos das parcelas devidas pelo Estado, atualizar o saldo devedor e estabelecer novas condições de juros e data de pagamento.

O quarto aditivo estabeleceu o reconhecimento de débito por parte do estado no valor de R\$ 2,942 bilhões, data base 31/12/04, compreendendo as parcelas vencidas e não pagas do principal, assim como as parcelas vincendas, todas devidamente atualizadas e acrescidas dos encargos contratuais até a data base (TCEMG, 2012). Além disso, na cláusula segunda, atualizou os juros para 8,18% ao ano, capitalizados semestralmente, e determinou o pagamento do débito em 61 parcelas semestrais e consecutivas, a primeira a partir do primeiro semestre de 2005 e a última em 30 de junho de 2035, conforme cronograma fixado com os valores. A cláusula sexta e oitava estabeleceram que caso o Estado deixasse de pagar tempestiva e integralmente três parcelas sucessivas, a taxa de juros incidente sobre o saldo do débito passaria, automaticamente, a 10% ao ano. Do mesmo modo, caso caracterizado o inadimplemento, segundo as condições estabelecidas na cláusula sétima, a taxa de juros aumentaria para 12% ao ano (MINAS GERAIS, 2006).

O aditivo ainda, para garantir o pagamento das parcelas, permitia a CEMIG reter o valor dos dividendos e juros sobre o capital próprio destinado ao estado. Assim, caso a retenção de juros sobre o capital próprio ordinários fosse insuficiente para a liquidação da respectiva parcela a CEMIG executaria a retenção de até 65% dos dividendos ou juros sobre o capital próprio extraordinários a que o estado teria direito, e, caso estes fossem insuficientes para liquidar integralmente a parcela, o percentual retido poderia chegar a 100% dos dividendos e juros sobre capital próprio, ordinários e extraordinários. O quinto aditivo, por sua vez, apenas ajustou o saldo devedor na data base de 31/12/04, reconhecendo o valor de R\$ 2,839 bilhões, que engloba as parcelas vencidas e não pagas do principal, assim como as parcelas vincendas, todas devidamente atualizadas e acrescidas dos encargos aplicáveis.

Apesar de a empresa reter os valores citados, esses eram suficientes apenas para amortizar as parcelas vencidas, assim, o estado não pagava os juros, que iam, conseqüentemente, incorporando ao principal e aumentando o saldo devedor mesmo com a adimplência em relação às parcelas. Além disso, o indexador do contrato, IGP-DI, apresentou crescimento superior aos demais no período e contribuiu para o aumento da dívida (TCEMG, 2012). Oliveira e Gontijo (2012) apontam para

urgência de renegociar as condições do contrato para diminuir as pressões sobre as finanças do estado e reduzir o ímpeto de crescimento da dívida de modo a não torná-la impagável.

2.3 A reestruturação

O desenvolvimento da dívida com a CEMIG, conforme apontado pela seção anterior, se tornou insustentável para o estado. Os encargos altos e a sua velocidade de crescimento despertaram atenção, inicialmente, do Tribunal de Contas da União e da Secretaria do Tesouro Nacional, órgãos que elaboraram estudos em 2006 e 2007 examinando a trajetória da dívida em Minas Gerais, demonstrando resultados pessimistas para o pagamento da dívida como um todo. Além disso, em 2011 o TCEMG, em seu relatório técnico sobre as contas do governador, reforçou os riscos envolvidos no desenvolvimento da dívida de Minas Gerais e intensificou os debates, encontros e seminários realizados com o objetivo de discutir e mobilizar apoios para a renegociação das dívidas (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012). O contrato com a CEMIG representava 8,06% (R\$ 5.580.194.526,40) da dívida total do estado, assim, excluindo o contrato com a União, era o contrato de maior peso para o estado.

O relatório apontou os encargos da dívida com a CEMIG, como um dos motivos para a expansão da dívida por contratos do Estado, em termos reais. Isso pois:

IGP-DI, índice que corrige as dívidas com a União e com a CEMIG, apresentou crescimento mais rápido que o deflator implícito do PIB, visto que entre 1998-2011 houve crescimento acumulado de 221,62% e 198,67%, respectivamente. Por esse motivo, a velocidade de crescimento da dívida, em termos nominais, não é acompanhada pelo aumento da receita, o que acaba por elevar progressivamente a distância entre as duas.

(TCEMG, 2011)

Nesse sentido, a Tabela 1, a seguir, demonstra a evolução do saldo devedor do contrato em termos nominais. O valor inicial, na contratação, saltou de R\$602.198.290,88 para R\$6.309.918.250,00 no final de 2012. O TCEMG (2011) ressaltou o crescimento real de 126,61%, em dezembro de 2011, em relação ao valor registrado em maio de 1995. Esse crescimento, assim como citado, está relacionado com os altos encargos dessa dívida e, também, com a suspensão de pagamentos em alguns períodos.

Tabela 1 - Evolução do saldo devedor dívida CRC/CEMIG

MÊS / ANO	SALDO DEVEDOR	
05/1995	R\$	602.198.290,88
12/1995	R\$	704.822.863,21
12/1996	R\$	831.199.936,92
12/1997	R\$	907.064.224,71
12/1998	R\$	956.306.861,57
12/1999	R\$	935.736.081,97
12/2000	R\$	977.143.430,85
12/2001	R\$	1.093.871.661,17
12/2002	R\$	2.015.686.513,33
12/2003	R\$	2.200.755.209,35
12/2004	R\$	2.459.727.224,35
12/2005	R\$	2.461.769.763,31
12/2006	R\$	3.252.585.121,84
12/2007	R\$	3.661.159.620,25
12/2008	R\$	4.190.762.038,11
12/2009	R\$	4.329.078.011,79
12/2010	R\$	5.070.376.092,94
12/2011	R\$	5.580.194.526,40
12/2012	R\$	6.309.918.250,00

Fonte: Tribunal de Contas do Estado de Minas Gerais. Relatórios Técnicos: 2011-2012.
Elaboração própria

O estudo, também, simulou o pagamento da dívida pública para os próximos anos. A partir de alguns cenários e hipóteses definidas, concluindo que:

Observando-se os elevados níveis de comprometimento da RLR – e também da RCL –, para o pagamento dos encargos projetados e o prejuízo que essa exigência pode causar na execução de políticas públicas por parte do Estado para a população, assim como pontuado no exercício anterior, entende esta Coordenadoria serem necessárias medidas urgentes do governo mineiro no sentido de amenizar o quadro que se apresenta.

(TCEMG, 2011)

Assim, destacava-se a insustentabilidade dos pagamentos da dívida, devido ao alto comprometimento da receita corrente líquida. Por isso, a sugestão para o governo, com relação à dívida com da CEMIG, tendiam no intuito de substituir essa dívida por outra, que propicie custos mais baixos e redução dos encargos. Em 2011 o estado já adotava medidas nesse sentido. Desse modo, o executivo obteve autorização da ALMG, por meio da Lei nº 19.964/11, para a realização de operações de crédito, destinadas a reestruturação do contrato CRC/CEMIG, com o BIRD, o

Banco Credit Suisse AG e a Agência Francesa de Desenvolvimento – AFD (TCEMG, 2011).

O saldo devedor do contrato, a ser quitado, foi calculado, à época 31/10/2012, em R\$ 6,120 bilhões, contudo o governo negociou um desconto com a empresa e o valor a ser pago reduziu R\$ 2,142 bilhões, 35%. Esse desconto representou um ganho significativo para reduzir o estoque da dívida contratual do estado, além de estabelecer condições inicialmente melhores (OLIVEIRA, 2014).

Os três novos contratos estabeleciam as seguintes condições:

- Credit Suisse AG: assinado em 28/11/2012 no valor de US\$ 1.270.000.000,00 (R\$ 2,511 bilhões) a uma taxa de juros de 2,833% ao ano somado a um spread bancário de 2,5% ao ano, totalizando 5,33% a.a. Além disso, o valor do saldo devedor está indexado à variação cambial do dólar. O contrato previu um período de carência de 72 meses (5 anos), sendo a primeira parcela paga em 15/02/2019. O pagamento total ocorrerá em 10 parcelas, no sistema de amortização constante, anuais, encerrando em 15/02/2028.

- Agência Francesa de Desenvolvimento (AFD): assinado em 03/12/2012 no valor de € 300.000.000,00 (R\$ 815,774 milhões) a uma taxa de juros fixa de 3,21% ao ano, além da variação cambial do euro. O contrato previu um período de carência de 60 meses, sendo a primeira parcela paga em 03/06/2018. O pagamento total ocorrerá em 30 parcelas, no sistema de amortização constante, semestrais, encerrando em 03/12/2032.

- Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD): assinado em 26/11/2012, no valor de US\$ 450.000.000,00 (R\$ 936,804 milhões) a taxa de juros libor somado a um spread bancário. O contrato previu um período de carência de 60 meses, sendo a primeira parcela paga em 15/10/2017. O pagamento total ocorrerá em 50 parcelas semestrais encerrando em 15/04/2042.

Conforme relatório do TCEMG (2012), os novos contratos apresentavam juros reais de 4,62% a.a, em contraponto aos 8,18% a.a do contrato anterior. Além disso, a substituição por dívida externa alteraria o indexador de IGP-DI para variação cambial, que, se mostrava favorável no cenário econômico da época devido a estabilização do câmbio. Os empréstimos, ainda, contemplavam prazo de carência, fato vantajoso para o governo da época que transferiria para o próximo essa responsabilidade, livrando-se, portanto, de parte significativa dos encargos, além de aumentar o caixa, já que os dividendos da empresa, que estavam pagando

parcialmente a dívida, reforçariam as receitas do estado (OLIVEIRA, 2014). Assim, o TCEMG (2012) concluía que “o que se pode aduzir é que, concluída essa reestruturação, o Estado reduzirá significativamente a despesa com o serviço da dívida, impactando o equilíbrio das contas do governo mineiro”.

Entretanto, como aponta OLIVEIRA (2014), já em 2013, nem tudo saiu como o esperado. O Brasil começou a enfrentar alguns problemas decorrentes do retorno de vulnerabilidade externa, devido às expectativas negativas sobre o comportamento da economia mundial e, especialmente, brasileira, junto à ampliação da política de relaxamento monetário dos EUA. Desse modo, a partir de uma forte contração do saldo comercial exportado, um aumento preocupante dos desequilíbrios na balança de conta corrente e uma fuga de recursos para o exterior, houve uma abrupta desvalorização da moeda nacional, que atingiu, em 2013, 17,4%, comparada a um IGP-DI que, neste ano, situou-se em 5,52%. Nesse sentido, a redução dos encargos da dívida não atendeu as expectativas, já que a correção cambial aumentou os valores que seriam pagos às instituições credoras.

3 GESTÃO ESTRATÉGICA DA DÍVIDA PÚBLICA

3.1 Gestão estratégica

A gestão estratégica é caracterizada “como um processo de ação gerencial que pretende assegurar à organização senso de direção, continuidade em médio e longo prazo, sem prejuízo de sua flexibilidade e agilidade nas ações cotidianas.” (ENAP, 2014, p. 16). Esse conceito é essencial na administração da dívida pública, já que a sua gestão envolve diversos riscos relacionados à volatilidade e às incertezas dos mercados financeiros, principalmente em países emergentes, como o Brasil, que estão sujeitos a maior instabilidade macroeconômica. Assim, garantir uma gestão estratégica ativa e eficiente da dívida pública deve ser requisito para promover sua sustentabilidade. (ALVES; SILVA, 2009)

Esse modelo, por ser dinâmico e compatível com a realidade, se prova mais adequado para responder às demandas sociais e estabelecer um novo perfil de gestão pública. Segundo Matus (1993 apud ENAP, 2014, p. 16) “a ação do Estado tem que ser uma ação que sabe para onde vai, tem que ser uma ação precedida e presidida pelo pensamento, mas um pensamento sistemático e com método”. A adoção desse método gera consequências sobre todas as funções gerenciais, especialmente sobre o planejamento.

O planejamento estratégico deve ser entendido como uma parte da gestão estratégica e, junto com a avaliação, constitui uma unidade indissociável. Esse conceito é relevante e importante para a atuação governamental, uma vez que orienta, facilita e traz benefícios para a tomada de decisão com vistas aos objetivos definidos (ENAP, 2014).

Corroborando com o exposto, a Secretaria do Tesouro Nacional (STN) após analisar as melhores práticas internacionais, adotou e reconheceu a importância do planejamento estratégico para alcançar os resultados esperados. No Brasil, assim como em muitos países, os objetivos tem como principal diretriz a minimização dos custos de longo prazo, condicionada à assunção de níveis prudentes de risco (ALVES; SILVA, 2009).

É importante, a princípio, estabelecer algumas definições para subsidiar a caracterização da administração ideal para a dívida pública. Estratégia é um conceito que surge desde a antiguidade, relacionado ao militarismo e as guerras, e era utilizado com o intuito de elaborar um plano para derrotar as tropas inimigas. No contexto

organizacional a estratégia possui como objetivo, além de proporcionar uma vitória, criar vantagem competitiva sustentável. Nesse sentido, pode ser definida como o caminho mais adequado para o alcance de alguma meta, ou seja, uma escolha que a organização estabelece, a partir da análise de possíveis caminhos, que irá proporcioná-la atingir os objetivos estabelecidos (ENAP, 2014; PORTO, 2006).

O planejamento, por sua vez, se consiste na determinação das ações que a organização deverá efetuar para alcançar a situação desejada no futuro (PORTO 2006). Desse modo, a instituição define os objetivos e os melhores meios para atingi-los. Até meados da década de 1950 o planejamento era utilizado para a tomada de decisão com base nas informações passadas. Na América Latina, esse método foi difundido pela Cepal e outros órgãos e suas características, normalmente, apresentam um conteúdo tecnocrático, determinístico e genérico e seguem as seguintes diretrizes:

a) o futuro é projetado a partir de um diagnóstico do passado: o plano assume implicitamente que a trajetória passada se repetirá no futuro, com poucas mudanças.

b) o objeto do plano é estático: pressupõe-se que quem elabora o plano tem todos os poderes para atuar sobre o objeto do plano, o qual é considerado passivo

c) há uma separação entre a equipe de planejamento e a de execução, no momento da ação, o plano acaba sendo esquecido ou abandonado, porque não oferece orientações seguras ou fica desatualizado logo no início da ação e o dirigente passa para as inevitáveis improvisações.

(IIDA, 1993, p. 114).

Entretanto, a partir do desenvolvimento das economias e o surgimento de novos mercados, a competição entre as organizações se tornou muito acirrada. Nesse cenário, a necessidade de antecipar os acontecimentos para estabelecer uma vantagem competitiva modificou o contexto das organizações de apenas extrapolar tendências passadas (ANSOFF; DECLERCK; HAYES, 1990 apud PORTO, 2006). Assim, problemas complexos não se adequam a esse modo de planejamento, que, quase sempre, apresenta resultados pouco alinhados a realidade planejada.

O planejamento estratégico e a sua difusão estão intimamente ligadas com o surgimento desse ambiente de alta volatilidade nos âmbitos econômico, social, tecnológico e político. Nesse contexto, o Planejamento estratégico advém como uma técnica comprovada para que as empresas se adaptem, com inteligência, a conjuntura estabelecida e se desenvolvam no mercado (ALDAY, 2000). Kotler (1975 apud

ALDAY, 2000) o define como uma metodologia gerencial que permite a organização estabelecer a direção a ser seguida, objetivando maior grau de interação com o ambiente em que está inserida. Mais do que um documento estático, o planejamento estratégico, deve ser um instrumento dinâmico de auxílio à gestão, o qual contém decisões antecipadas sobre a atuação da organização frente ao cumprimento de seus objetivos (ALDAY, 2000).

Chiavenato elenca cinco características que são essenciais para o planejamento estratégico:

- relaciona-se com a adaptação da organização a um ambiente mutável: refere-se às relações entre a organização e seu ambiente e às suas incertezas. As decisões são fundamentadas em suposições e não em fatos reais, como reações às pressões do seu ambiente externo;
- dirige-se para o futuro: o delineamento é dirigido para o longo prazo, sendo que as estimativas aos problemas presentes servem para estipular o quanto esses podem obstaculizar os resultados futuros;
- é compreensivo: esse abrange a organização de forma sistêmica, de modo a compreender todas as suas potencialidades e capacidades;
- processo de construção de consenso: em função dos interesses e necessidades dos envolvidos, o planejamento estratégico considera a todos de modo consensual;
- uma forma de aprendizagem organizacional: em função de dirigir a organização à adaptação ao ambiente, representa uma forma de aprendizagem constante ao moldar-se ao ambiente complexo, mutável e competitivo.

(CHIAVENATO, 2004, p. 203).

Em consonância a essa discussão, Carlos Matus, um economista chileno, desenvolveu, na década de 70, o conceito de planejamento estratégico situacional (PES), o qual se apresenta como uma metodologia e/ou alternativa mais flexível e assertiva na solução de problemas reais (IIDA, 1993).

O PES consiste na elaboração de ações baseadas em possíveis cenários e reações causadas por incertezas, por meio de algumas etapas e ferramentas, como a definição do problema, o fluxograma situacional, a atuação sobre o problema, a análise de viabilidade e a construção de viabilidade. Isto é, não existe um plano acabado como no modelo tradicional, pois esse se completa apenas no momento da ação, no qual é decidido a prática do planejamento estratégico situacional. Desse modo, cada conduta é precedida de uma análise situacional, realizada de forma contínua, a qual busca-se o movimento mais efetivo para aquele momento (IIDA, 1993). O plano elaborado, então, exerce a função de "uma espécie de "mapa" para

dirigir o ator, para que as suas ações possam ser mais efetivas em cada momento da ação.” (IIDA, 1993, p. 125).

Porto (2006) aponta que a importância do planejamento estratégico para as organizações está relacionada ao auxílio que esse instrumento proporciona à administração. Desse modo, um processo de planejamento formalizado, com definição de metas e objetivos organizacionais, são um resultado de uma ação gerencial que permite ao gestor decidir a direção a ser seguida permanecendo em sintonia com o ambiente na busca dos resultados. A estratégia organizacional deve estar alinhada ao planejamento estratégico para que os administradores tomem as melhores decisões no momento atual e, conseqüentemente, cheguem ao que se espera do futuro.

Em resumo, o planejamento e a própria gestão do plano estratégico são ferramentas que dão suporte a gestão estratégica. Alday (2000), nesse mesmo sentido, apresenta o conceito de Administração Estratégica, que permite a organização se manter integrada ao seu ambiente, por meio de um processo contínuo e interativo, de modo que o planejamento

“torna-se o resultado tático da projeção do futuro, mas não se espera que ele resolva o quebra cabeça estratégico para a empresa; trata-se de um quebra-cabeça dinâmico, cujas peças são encaixadas a cada dia, a cada mês e ano, e não montadas de uma só vez, na elaboração do chamado plano.”

(ALDAY, 2000, p. 13).

Essa metodologia, é elaborada de acordo com etapas bem definidas: Execução de uma análise do ambiente; Estabelecimento de uma diretriz organizacional; Formulação de uma estratégia organizacional; Implementação da estratégia organizacional; Controle estratégico. Assim, o aspecto mais importante da utilização do planejamento estratégico é garantir seu estreito vínculo com a administração estratégica, o que contribui de forma mais eficaz com a gestão dos administradores na obtenção dos seus resultados.

A próxima seção apresenta de forma mais específica as recomendações para um gerenciamento da dívida pública eficiente e adequado aos objetivos.

3.2 Gerenciamento da dívida

Em suma, a discussão apresentada e as metodologias destacadas na seção anterior contribuem para a reflexão dos gestores da dívida pública acerca da

adoção desses conceitos nas suas atividades. O gerenciamento da dívida pública envolve diversas incertezas, sendo fundamental acompanhar continuamente as variáveis econômicas, que influenciam o crescimento da dívida, prever cenários futuros, desenhar ações e estratégias necessárias para o refinanciamento do passivo e gerir os riscos. A partir dessas análises constantes, é possível definir as melhores estratégias de financiamento para se adaptar ao ambiente e atingir os objetivos estabelecidos. A administração estratégica e ativa da dívida pública, então, se refere ao processo de atuar tempestivamente, de acordo com as mudanças macroeconômicas e as oportunidades de mercado e de legislações, com o objetivo de reduzir os custos, observando o planejamento formalizado, monitorando os resultados e se adaptando a conjuntura.

De forma geral, o planejamento estratégico da dívida pública se refere, a todas as atividades relacionadas ao processo de refinanciamento do passivo do governo com o objetivo de minimizar os custos de longo prazo, sujeitos a níveis prudentes de risco. Nesse sentido o gestor da dívida deve buscar uma estratégia de endividamento, por meio da alteração na composição da dívida, que diminua o risco de alterações inesperadas no orçamento (BAGHDASSARIAN, 2003).

O gerenciamento da Dívida Pública encontra seu papel a partir da discussão da teoria da Equivalência Ricardiana, a qual define que o gerenciamento ativo da dívida seria irrelevante, com base nas seguintes condições: “(1) Os agentes devem possuir um horizonte infinito de planejamento; (2) Existência de mercados completos e (3) Existência de impostos não distorcivos⁵” (CABRAL; LOPES, 2004, p. 7). Isto pois, o argumento central da teoria “é o de que o financiamento do gasto público com a emissão de dívida tem o mesmo efeito sobre a atividade econômica que seu financiamento através de impostos.” (BARRO, 1974 *apud* OLIVEIRA, 2009, p. 215). Assim, os impactos da dívida pública sobre as variáveis econômicas reais seriam neutros (CABRAL; LOPES, 2004).

Essa conclusão é explicada com base nas expectativas racionais dos agentes econômicos, os quais, a partir de um aumento da dívida pública para fomentar políticas expansionistas, não aumentarão o seu consumo esperando uma elevação dos impostos futuros. Desse modo, a renda adicional obtida como resultado da política

⁵ Tributos que não causam distorções na economia, ou seja, não interferem sobre a decisão de alocação de recurso dos indivíduos.

governamental implementada será poupada e nesse cenário os agentes neutralizam a ação de endividamento do governo, a qual não reflete nenhum benefício para fomentar a demanda agregada e o crescimento econômico (CABRAL; LOPES, 2004; OLIVEIRA, 2009). Contudo, essa equivalência é falha na medida em que a poupança dos agentes privados não ocorre no mesmo montante do déficit, o que inviabiliza o equilíbrio inicial, e conseqüentemente reduz os investimentos privados, devido ao aumento da taxa de juros.

A partir disso, a discussão sobre a importância e a relevância do gerenciamento ativo da Dívida Pública e quais as formas de realizá-lo perpassam por considerar algumas falhas nas hipóteses estabelecidas, as quais são uma simplificação da realidade. Relaxados esses pilares da teoria da Equivalência Ricardiana é possível inferir que a composição da dívida pública é importante já que minimiza os custos esperados do serviço da dívida e, além disso, garante credibilidade para o governo na minimização da volatilidade orçamentária e no aumento da liquidez ou da informação disponível no mercado (CABRAL; LOPES, 2004; BAGHDASSARIAN, 2003). Ainda, existem outros diversos argumentos que contestam essa neutralidade e apontam para a importância da administração da dívida pública no desenvolvimento da atividade econômica, tais como “taxação ótima, inconsistência temporal e credibilidade da política macroeconômica, escolha pública, efeitos reais de defaults soberanos e sinalização de políticas.” (CABRAL; LOPES, 2004, p. 7-8).

Nesse cenário, Cabral e Lopes (2004) apontam que a administração da dívida de forma eficiente e responsável se torna fundamental para a estabilidade macroeconômica e as discussões sobre o tamanho e a melhor composição da dívida passam a ser muito relevantes para os gestores da dívida pública. O Banco Mundial (2007) define que a estratégia de gerenciamento da dívida de um país deve ser elaborada de forma que possa ser entendida pelos tomadores de decisão, ou seja, os cargos estratégicos do governo. São elencados os seguintes pontos como modelo ideal do gerenciamento:

- descrever os riscos que estão sendo gerenciados (moeda, taxa de juros, refinanciamento e risco de crédito). Exemplos podem ser usados para indicar como esses riscos podem afetar o ônus da dívida.
- fornecer o contexto histórico para o portfólio de dívida, incluindo a descrição de mudanças no tamanho do portfólio (absoluto e relativo ao PIB) e na composição ao longo do tempo. Mudanças nas variáveis relevantes do mercado devem ser incorporadas, juntamente com comentários sobre os principais eventos na evolução da dívida.

- descrever o ambiente para o gerenciamento da dívida no futuro, incluindo projeções fiscais e da dívida, premissas sobre taxas de câmbio e juros e restrições à escolha do portfólio, especialmente aquelas relacionadas ao desenvolvimento do mercado e à implementação da política monetária.
- descrever a análise realizada para apoiar a estratégia de gerenciamento de dívida recomendada, esclarecendo as premissas utilizadas e as limitações da análise.
- definir a estratégia recomendada e sua lógica. A explicação deve especificar intervalos para os principais indicadores de risco da carteira e do programa de financiamento, mas pode ser tão detalhada quanto uma carteira de referência. A estratégia também deve descrever medidas ou projetos planejados para gerenciar riscos não quantificáveis e que apoiam o desenvolvimento do mercado de dívida.

(WORLD BANK, 2007, p. 19)

Ainda, destaca-se que, embora a estratégia deva ser traçada para o médio e longo prazo, periodicamente ela deve ser revisada e avaliada a fim de verificar se as premissas estabelecidas permanecem com base nas circunstâncias alteradas. Recomenda-se essa revisão de forma anual, como parte do processo de gerenciamento (WORLD BANK, 2007). Nesse sentido, é necessária uma coordenação rigorosa entre as ações que a estratégia de longo prazo induz e o monitoramento dos resultados durante a sua execução (ALVES; SILVA, 2009).

A definição clara de um objetivo global da administração da dívida é o primeiro passo antes de desenhar a estratégia. Como já abordado, esse objetivo no Brasil, do ponto de vista do gestor da dívida pública, refere-se a minimizar os custos de longo prazo, com vistas às restrições de adotar níveis prudentes de risco. O último aspecto é importante em economias emergentes, como a brasileira, já que essas, comumente, estão mais sujeitas a grandes mudanças no ambiente macroeconômico, fato que influencia o crescimento da dívida; além de não possuírem mercados de dívida plenamente desenvolvidos e líquidos (ALVES; SILVA, 2009).

Com vistas ao objetivo estabelecido caminha-se, então, para a construção de uma estratégia de dívida. Alves e Silva (2009) estabelecem como prática comum a divisão desse processo em duas etapas: a primeira refere-se a busca de um *benchmark*, o qual considera questões de longo prazo, tais como a composição ótima da dívida com base nos tipos de instrumentos, prazos e moedas; e a segunda na elaboração de uma estratégia de transição, a qual se respalda nos objetivos indicados pelo *benchmark*, considerando a composição atual da dívida e sua estrutura de vencimentos. Além disso, busca-se definir quão rápida deve ser a convergência para

o perfil de dívida desejado, por meio da elaboração de estratégias de curto e de longo prazo, do gerenciamento de riscos e do monitoramento da execução.

O *benchmark*, abordado na primeira etapa, em resumo representa uma estrutura de dívida ótima de longo prazo, a qual auxiliará o tomador de decisão na definição das estratégias de financiamento. Essa estrutura constitui uma simplificação da realidade e é determinada por meio da seleção do nível máximo de risco ou custo que o governo deve suportar e, com base nisso, elabora-se o perfil de dívida que corresponde a essas definições (ALVES; SILVA, 2009). A segunda etapa, por sua vez, é estabelecida de forma geral, pela Secretaria do Tesouro Nacional, com base em passos bem delimitados:

1. definição dos objetivos de longo prazo;
2. desenvolvimento de cenários macroeconômicos;
3. discussões preliminares de cenários e restrições;
4. desenho da estratégia de curto prazo (até um ano);
5. definição de metas: resultados esperados das estratégias;
6. desenho da estratégia de transição (médio e longo prazo);
7. planejamento tático da dívida, execução e monitoramento.

(ALVES; SILVA, 2009, p. 158)

Esses demonstram um panorama sistemático sobre como o Brasil constrói sua estratégia, com relação a dívida pública, apresentando aspectos práticos desse processo. Além disso, é importante destacar a necessidade de possuir capacidades, tanto nos aspectos institucionais quanto na governança, para conseguir executar os passos com excelência.

4 REESTRUTURAÇÃO DE CONTRATOS DA DÍVIDA PÚBLICA

A contratação de Operações de Crédito por Estados, Distrito Federal e Municípios, incluindo suas Autarquias, Fundações e Empresas Estatais Dependentes, submete-se às normas da Lei Complementar nº 101, de 04/05/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal - LRF) e às Resoluções do Senado Federal (RSF) nº 40/2001 e nº 43/2001 (STN, 2019). Inicialmente é importante entender o conceito de operação de crédito, que é apresentado pela Lei de Responsabilidade Fiscal, Lei Complementar nº 101, de 04/05/2000, a qual estabelece em seu Capítulo VII - “Da dívida e do endividamento”, Seção I, art. nº 29 a seguinte definição:

Art. 29. Para os efeitos desta Lei Complementar, são adotadas as seguintes definições:

[...]

III - operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros;

(BRASIL, 2000).

Contudo, a STN (2019) aponta que o conceito apresentado acima é muito amplo, e assim, algumas operações que eventualmente não são caracterizadas como operações de crédito pelo sistema financeiro, se enquadram no conceito da LRF. A legislação engloba as operações assemelhadas, tais como a compra financiada de bens ou serviços, o arrendamento mercantil e as operações de derivativos financeiros, inclusive operações dessas categorias realizadas com instituição não financeira.

Por isso, é importante destacar que as operações de crédito tradicionais, as quais são consideradas pela STN, são aquelas relativas aos contratos de financiamento, empréstimo ou mútuo. Assim, as operações devem ser objeto de verificação prévia pelo Ministério da Economia para enquadrá-las no conceito adotado pela STN.

A Secretaria do Tesouro Nacional, subordinada à Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia, estabeleceu, regulamentado pela Portaria STN nº 9, de 5 de janeiro de 2017, o Manual para Instrução de Pleitos (MIP) com o título “Operações de crédito de Estados, Distrito Federal e Municípios”. O objetivo é orientar os técnicos dos Entes requisitantes no adequado fornecimento das informações necessárias para a análise da proposta. O manual estabelece os processos de

instrução dos pedidos dirigidos ao Ministério da Economia para a verificação de limites e condições e análise da concessão de garantias.

Para instituir um pleito é necessário realizar, inicialmente, um Pedido formal de Verificação de Limites e Condições (PVL). Esse pedido estabelece o processo administrativo no Ministério da Economia e deve ser fundamentado conforme § 1º do art. 32 da LRF:

Art. 32. O Ministério da Fazenda verificará o cumprimento dos limites e condições relativos à realização de operações de crédito de cada ente da Federação, inclusive das empresas por eles controladas, direta ou indiretamente.

§ 1º O ente interessado formalizará seu pleito fundamentando-o em parecer de seus órgãos técnicos e jurídicos, demonstrando a relação custo-benefício, o interesse econômico e social da operação e o atendimento das seguintes condições:

I - existência de prévia e expressa autorização para a contratação, no texto da lei orçamentária, em créditos adicionais ou lei específica;

II - inclusão no orçamento ou em créditos adicionais dos recursos provenientes da operação, exceto no caso de operações por antecipação de receita;

III - observância dos limites e condições fixados pelo Senado Federal;

IV - autorização específica do Senado Federal, quando se tratar de operação de crédito externo;

V - atendimento do disposto no inciso III do art. 167 da Constituição;

VI - observância das demais restrições estabelecidas nesta Lei Complementar.

(BRASIL, 2000).

Assim, o PVL, por meio de toda documentação e informações enviadas, permitirá a manifestação da Secretaria do Tesouro Nacional sobre “a possibilidade de Estado, Distrito Federal, Município, empresa estatal dependente de ente subnacional ou consórcio público contratar uma operação de crédito; [...]” (STN, 2019, p. 6). O objetivo do pedido, então, refere-se à verificação dos limites e condições para realizar uma operação de crédito, com base no art. 32 da LRF e, em caso de concessão de garantias, no art. 40 da mesma lei.

As operações de crédito dos Entes públicos são caracterizadas, com base na Lei no 4.320/1964, na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) e na Resolução do Senado Federal nº 43/2001. Essas se dividem em dois tipos: operações que integram a dívida flutuante e operações que compõe a dívida fundada ou consolidada.

O primeiro tem como exemplo as operações por Antecipação de Receita Orçamentária (ARO), que se destinam a atender as insuficiências de caixa durante

um mesmo exercício financeiro, e devem ser liquidadas até o dia dez de dezembro de cada ano. Por outro lado, o segundo tipo refere-se às demais operações de crédito, as quais destinam-se a cobrir desequilíbrios orçamentários ou financiar obras, mediante apenas contratos, no caso de entes subnacionais, ou também emissão de títulos da dívida pública, no caso da União. Essas operações dividem-se em operações de crédito interno, quando são contratadas com credores situados no País, operações de crédito externo, quando contratadas com instituições financeiras ou organismos internacionais de países estrangeiros, e operações de reestruturação e recomposição do principal de dívidas, a qual possui enquadramento especial quando significarem a troca da dívida com base em encargos mais favoráveis ao Ente (STN, 2019).

Assim, no que tange a reestruturação de contratos, por ser considerada como operação de crédito pela LRF e pelo Senado Federal, seguem os mesmos trâmites das operações de crédito interno ou externo, a depender do caso. Entretanto, essas operações podem usufruir de exceção em relação aos limites de endividamento do art. 7º da Resolução nº 43 de 2001 do Senado Federal, a qual dispõe sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e condições de autorização, e dá outras providências.

CAPÍTULO III

DOS LIMITES E CONDIÇÕES PARA A REALIZAÇÃO DE OPERAÇÕES DE CRÉDITO

Art. 7º As operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal, dos Municípios observarão, ainda, os seguintes limites:

[...]

§ 7º O disposto neste artigo não se aplica às operações de reestruturação e recomposição do principal de dívidas.

(BRASIL, 2001b)

A STN define na seção 10ª do MIP, intitulada “Operação de reestruturação e recomposição do principal de dívidas”, algumas orientações sobre os procedimentos para a realização de uma reestruturação de contrato da dívida. A subseção 01, “Considerações iniciais para operação de reestruturação e recomposição do principal de dívidas”, define que o enquadramento de uma reestruturação no conceito apresentado depende de avaliações sobre os efeitos da operação no endividamento do ente. Assim, é importante que a operação constitua necessariamente a troca da

dívida, isto é, não deve afetar o endividamento já consolidado. Além disso, deve-se substituir a obrigação por outra cujos custos e as condições sejam mais favoráveis, e com isso, valer-se da exceção quanto aos limites (STN, 2019).

São destacados alguns requisitos para que o pleito do ente se enquadre neste conceito, do contrário, será enquadrado como uma operação de crédito regular:

- Inexistência de novos recursos: o Ente deve utilizar todos os recursos recebidos da reestruturação para abater e/ou quitar dívidas existentes, ou seja, a proposta apresentada deverá trazer claramente esse dispositivo;
- Valor presente (VP) da dívida reestruturada menor ou igual ao valor presente da dívida anterior e níveis prudentes de risco assumidos com a nova operação: esse quesito assegura que a reestruturação representa um alívio fiscal em relação à situação atual. A análise financeira da operação seria complementada pelo estudo comparativo da taxa interna de retorno de cada dívida reestruturada em relação à nova dívida;
- Reestruturação de principal de dívida: a operação de reestruturação deve indicar claramente que se destina ao pagamento de principal de dívida, sendo vedada a utilização da exceção para o financiamento de fluxo de dívida;
- Ausência de carência e de esquema de pagamento customizado.

(STN, 2019, p. 140)

Destacam-se alguns pontos nas exigências da STN para o pleito de reestruturação. O primeiro refere-se ao conceito abordado Valor Presente, o qual se apresenta como uma variável estratégica para garantir que a dívida reestruturada represente um alívio fiscal em relação a situação atual. Para entender esse conceito, é importante definir, a princípio, os fluxos de caixa.

O fluxo de caixa “representa uma série de pagamentos ou de recebimentos que se estima ocorrer em determinado intervalo de tempo” (ASSAF, 2012, p. 105). Assim, pode-se ter fluxos de caixa de empresas, de investimentos, de projetos e de operações financeiras, como os empréstimos. A elaboração desse fluxo é indispensável para analisar a rentabilidade e custos das operações financeiras, e para estabelecer a viabilidade econômica de projetos e investimentos. Assim, o valor presente é o valor monetário de um fluxo de caixa no ponto zero da escala de tempo, ou seja, ele é equivalente à soma das parcelas futuras do fluxo, descontadas para o ponto zero, por meio de uma determinada taxa de juros (PUCCINI, 2011).

Nesse sentido, o pré-requisito da STN determina que valor presente do contrato reestruturado deve ser menor ou igual se comparado ao valor presente do

contrato atual. Desse modo, evita-se que o ente contrate uma dívida que represente uma situação pior para as finanças públicas. Além disso, exige-se um estudo complementar para avaliar e comparar a taxa interna de retorno de cada contrato. Essa taxa encontra sua definição a partir do conceito de valor presente líquido.

O valor presente líquido está estritamente ligado ao valor presente do fluxo de caixa explicado anteriormente. Assim, esse novo conceito é representado pelo valor presente de suas parcelas futuras, que são descontadas com uma determinada taxa de desconto somadas com a grandeza colocada no ponto zero. No caso de empréstimos, a grandeza no ponto zero corresponde ao valor recebido pelo Ente e tem sinal positivo, já que representa uma entrada de caixa. A partir desse resultado, é possível calcular a taxa interna de retorno de um fluxo de caixa, que é representada pela taxa de desconto que faz o valor presente líquido se igualar a zero. Desse modo, o valor presente líquido é igual a zero quando as grandezas futuras, quando descontadas com uma determinada taxa, produzem um valor presente para o fluxo de caixa que é igual ao valor recebido de empréstimo colocado no ponto zero da escala de tempo (PUCCINI, 2011).

A partir das definições apresentadas, uma nova dívida deve apresentar uma taxa interna de retorno menor que a dívida atual, sendo a troca, assim, vantajosa para o ente, uma vez que a taxa de custo da dívida ficará menor. As análises comparativas citadas, Valor Presente e Taxa Interna de Retorno, são importantes, mas apresentam uma limitação relevante: o risco envolvido no processo não é considerado. Nesse sentido a STN adiciona como pré-requisito que a nova operação assuma níveis prudentes de risco. Contudo, o manual não especifica qual a metodologia de análise de risco, nem quais conceitos envolvem essa análise.

A avaliação da STN para a reestruturação de dívida, então, segue em suma o mesmo processo e documentos/informações necessários para a avaliação de operações de crédito interno ou externo, os quais estão descritos no art. 21 da RSF nº 43/2001. Inicialmente, o chefe do poder executivo, por meio do SADIPEM (Sistema de Análise da Dívida Pública, Operações de Crédito e Garantias da União, Estados e Municípios) anexa as minutas contratuais da operação pleiteada, além de:

“informar as condições financeiras da operação de acordo com as condições estabelecidas ou negociadas com o Banco; apresentar proposta firme com as opções definitivas, de maneira a propiciar análise conclusiva de custo e risco para fins de enquadramento no parágrafo 7o do art. 7o da RSF no 43/2001. O pedido deverá guardar

coerência com a Lei Autorizadora, ou seja, os valores deverão ser expressos na mesma moeda, bem como com o Cronograma Financeiro da Operação.”

(STN, 2019, p. 141).

Ainda, a STN poderá exigir documentos adicionais, não previstos nas legislações citadas, caso considere necessário para análise do pleito, conforme disposto no § 1º do art. 25:

§ 1º Caso o Ministério da Fazenda constate que a documentação recebida não é suficiente para sua análise, solicitará a complementação dos documentos e informações, fluindo igual prazo a partir do cumprimento das exigências.

(BRASIL, 2001b)

O processo no SADIPEM se encerra com a manifestação técnica favorável da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional, da Secretaria do Tesouro Nacional e do Ministério da Fazenda conforme o art. 22 da referida resolução. Assim, a operação pleiteada tem o aval para ser contratada.

5 METODOLOGIA

O presente estudo tem como objetivo apontar e analisar como o processo de gestão da dívida pública em Minas Gerais evoluiu a fim de promover menores custos para o Estado e mitigar os riscos envolvidos.

Para compreender como acontece o fenômeno objeto deste trabalho, foi realizado um levantamento bibliográfico de estudos nesse âmbito da gestão estratégica da dívida e do histórico do endividamento em Minas Gerais, tais como legislações, documentos, livros, artigos científicos, trabalhos acadêmicos e textos, visando compreender as principais teorias e características que o envolvem. Desse modo, o presente estudo se inicia com uma pesquisa bibliográfica elencando os principais autores que abordam o tema em questão e as leis que o envolvem, o que permite ao pesquisador entender o que já foi estudado sobre o assunto.

Elaborado esse panorama, a pesquisa caminhou para a etapa de análise da situação fiscal atual do Estado, para verificar a estrutura atual da dívida em Minas Gerais. O contexto foi descrito com base em técnicas de pesquisa, tais como a análise documental, pesquisa bibliográfica e análises quantitativas. Desse modo, descreveu-se os principais indicadores de endividamento no contexto atual, relacionando-os com os motivos e histórico para maior compreensão das informações. Os dados utilizados são, principalmente, da Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública, e a facilidade do acesso e utilização desses tem relação com a realização do Estágio Curricular Supervisionado nessa área. Além disso, utilizou-se de relatórios desenvolvidos pela Secretaria de Estado de Fazenda (SEF), como as Demonstrações Contábeis e o Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO), possibilitando descrever de forma completa o contexto fiscal do Estado. Por fim, para descrever a trajetória de alguns índices importantes para a dívida de Minas Gerais, como o dólar, o IGP-DI e o IPCA foram utilizados dados disponibilizados pelo Banco Central.

Por conseguinte, para traçar um comparativo com as evoluções na gestão do endividamento e entender como aconteceu na prática uma estratégia elaborada pelo governo, realizou-se uma análise qualitativa e quantitativa do contrato CRC/CEMIIG. Em relação a análise quantitativa da reestruturação o processo iniciou-se com a elaboração da evolução e projeção do contrato CRC/CEMIIG, o qual não existe desde 2012, para os anos subsequentes, até ser quitado. Essa evolução, dos fluxos de pagamento do contrato, perpassa por métodos da matemática financeira

estabelecendo as condições contratuais, o sistema de amortizações e a evolução do indexador IGP-DI vinculado ao contrato. Além disso, foram analisados os documentos e planilhas que descrevem as análises realizadas à época para entender as expectativas da reestruturação e como foi feito o estudo de viabilidade. Com base nisso, foi possível estabelecer um comparativo com a evolução e execução dos contratos reestruturados, em relação ao serviço, ao estoque e ao valor presente dessas dívidas, verificando, assim, os resultados obtidos com a troca.

Nesse sentido, a análise dessa reestruturação, no que diz respeito ao modelo conceitual e operativo da pesquisa, pode ser definida como uma pesquisa *ex-post facto*, já que o estudo será realizado após a ocorrência de variações na variável dependente no curso natural dos acontecimentos (GIL, 2002).

Os dados utilizados advêm da Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública, pertencente a Superintendência Central de Governança de Ativos e da Dívida Pública. Esses dados representam os fluxos e as características dos contratos firmados pelo Estado e ajudam a descrever e explicar os resultados obtidos nessa reestruturação específica. A escolha de analisar os dados desse caso objetiva compreender melhor quais os riscos envolvidos na renegociação de dívidas públicas e descrever como se deu esse processo. Desse modo, é possível estabelecer um comparativo com a realidade atual, auxiliando a compreensão do problema a ser estudado.

Em relação ao estudo qualitativo, esse diz respeito a um diagnóstico elencando a forma como o processo ocorreu, ou seja, como foi a identificação da oportunidade e elaboração das análises de viabilidade e riscos. Desse modo, foi possível conhecer os instrumentos e a estruturação da gestão da dívida utilizados no âmbito da DCGD. Tal panorama serviu como base para demonstrar evoluções nos processos de gestão, no monitoramento e outras características delimitadas no capítulo seguinte. Para efetuar essa análise, houve um estudo documental, no qual foram utilizadas notas técnicas da Diretoria e da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e outros documentos. Além disso, outra forma utilizada de coleta de informações foi a entrevista semiestruturada efetuada com alguns atores envolvidos na reestruturação à época. O roteiro de entrevistas utilizados encontra-se no Apêndice A do presente trabalho e foi desenvolvido com o intuito de compreender relevantes aspectos do processo de reestruturação do contrato CRC/CEMIG, que não podem ser analisados em sua totalidade apenas por meio das fontes documentais.

As entrevistas foram realizadas de forma remota devido as recomendações de distanciamento social em razão da pandemia de Covid-19. Essas ocorreram no mês de outubro de 2020 por meio de ligações telefônicas e pelo software de computador que realiza videoconferências Microsoft Teams. Destaca-se que as entrevistas não foram transcritas na íntegra, já que sua utilização tinha como objetivo sanar algumas dúvidas que não eram contemplados pelos documentos investigados. Em primeiro momento, foram entrevistados dois gestores da Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública (DCGD), que atuaram na época da reestruturação, um deles aposentado e outro ainda pertencente a área. Por conseguinte, o Subsecretário do Tesouro Estadual no período e o Superintendente da Superintendência Central De Administração Financeira (SCAF), que apresentaram uma visão mais estratégica e relacionada a alta gestão. Todos esses atores foram participantes do processo de troca da dívida e contribuíram para o desenvolvimento do trabalho possibilitando um melhor entendimento do processo.

Em seguida, para descrever a estrutura atual do governo de gerenciamento estratégico da dívida pública, realizou-se uma análise documental sobre a atuação da Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública, além da observação participante e sistemática dos processos executados e dos avanços associados. Essa técnica utilizada no desenvolvimento do trabalho tem relação com a atuação enquanto estagiário da Diretoria, que permitiu e contribuiu para uma melhor compreensão dos projetos desenvolvidos com relação a gestão da dívida pública em Minas Gerais, além de proporcionar o acesso a informações e aprendizados importantes e determinantes para a elaboração do trabalho. O objetivo dessa etapa foi de colher informações sobre as práticas e processos estratégicos adotados a fim de estabelecer o comparativo desejado.

Os dados e documentos observados nessa etapa provém, em sua maioria, de relatórios produzidos pela DCGD, alguns deles internos e outros divulgados no site da Secretaria de Estado de Fazenda (SEF).

Além disso, buscou-se analisar um diagnóstico produzido pelo Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) no início de 2019, o qual estabelecia uma análise sobre a qualidade da gestão da dívida pública em Minas Gerais. Desse modo, foi possível estabelecer relações acerca das evoluções nos processos ainda mais consistentes que a comparação com os procedimentos encontrados na reestruturação do contrato CRC/CEMIG.

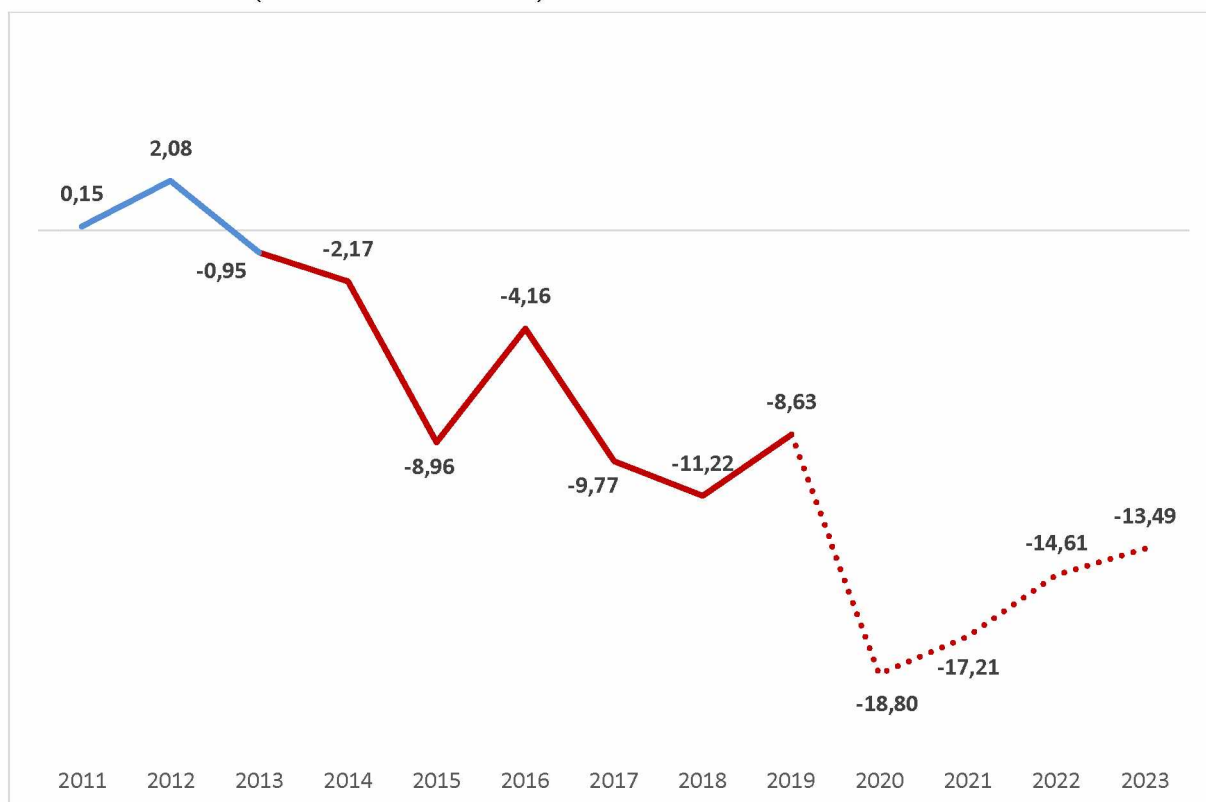
Por fim, é importante destacar que a presente pesquisa se configura, no que diz respeito aos objetivos, como um estudo descritivo, uma vez que busca-se descrever as características de um determinado fenômeno e estabelecer algumas relações entre os aspectos (variáveis) analisados (GIL, 2002).

6 DÍVIDA PÚBLICA DE MINAS GERAIS

A situação fiscal do Estado de Minas Gerais vem se deteriorando ao longo dos últimos anos, evoluindo para uma conjuntura mais crítica a partir de 2014. Os impactos da crise econômica com conseqüente retração do Produto Interno Bruto - PIB, estadual e nacional, impactaram a receita auferida pelo Estado, tanto na capacidade de tributar, quanto nas transferências constitucionais advindas da União. Desse modo, a degradação perpassa por um crescimento desmedido das despesas, numa proporção maior que o crescimento das receitas. (SEF, 2020b).

É possível observar esse cenário a partir de diversos métodos que avaliam o desempenho das contas públicas. O Gráfico 1, a seguir, demonstra o resultado orçamentário, ou seja, a diferença entre as Receitas (Correntes e de Capital) e as Despesas (Correntes e de Capital) de 2011 a 2019 e a projeção para os próximos 4 anos.

Gráfico 1 - Governo do Estado de Minas Gerais: resultado orçamentário no período 2011-2023 - (Em bilhões correntes)



Elaboração própria

Fonte: Secretaria da Fazenda do Estado de Minas Gerais. Relatórios de Execução orçamentária: 2011-2019; Assembleia Legislativa de Minas Gerais. Lei de Diretrizes Orçamentárias 2020.

Conforme observado no Gráfico 1, desde 2013 o Estado apresenta um resultado orçamentário negativo. Entre 2013 e 2019 esses déficits somaram um montante de R\$ 45,87 bilhões. Em 2015 houve um pico, influenciado principalmente pelo grande aumento das despesas, seguido por uma melhora considerável, mas ainda insuficiente, da situação em 2016. Contudo, em 2017 e 2018 o déficit orçamentário retornou à tendência de crescimento e apresentou um resultado expressivo de R\$ 9,77 bilhões e R\$ 11,22 respectivamente. No entanto, em 2019 ocorreu uma retração desse valor, o que tem relação com a adoção de ações de austeridade no controle da despesa pela atual gestão, bem como pela apresentação de bons resultados no desempenho da receita tributária (MINAS GERAIS, 2020b).

Esse fato pode indicar uma pequena melhora na situação fiscal do Estado, entretanto é importante não limitar a análise apenas a esse indicador, já que ele não é suficiente para determinar, de forma completa, o problema fiscal de Minas Gerais. O conceito resultado orçamentário, expresso pelo gráfico, é incompleto na medida em que inclui, do lado das receitas, as operações de crédito. Como exemplo, o estudo de Oliveira (2014) apresenta o resultado, caso fossem excluídas as operações de crédito do cálculo, de 2002 a 2013 e demonstra que durante o período predominaram desequilíbrios, ou seja, déficits, os quais se agravaram a partir de 2009 e atingiram nível recorde em 2013 de R\$ 6,823 bilhões, o equivalente a 15,9% da receita corrente líquida (RCL) do estado neste ano. O conceito apresentado é denominado resultado fiscal e demonstra um cenário diferente do resultado orçamentário em 2013, cujo déficit foi de apenas R\$ 0,95 bilhões.

Além disso, o valor projetado para os próximos anos corrobora com uma tendência de piora das finanças estaduais. Em razão da pandemia de Covid-19, a arrecadação tributária reduziu drasticamente, por efeito da recessão causada. Assim, o valor projetado de déficit para 2020 que era de R\$ 13,3 bilhões no início do ano passou para R\$ 18,8 bilhões um aumento de R\$ 5,5 bilhões. A Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2021 ainda projeta o cenário de 2021, 2022 e 2023, nos quais observa-se déficits significativos. Desse modo, embora exista uma trajetória de melhora nesse período projetado, os valores de déficit são bem superiores aos observados nos últimos anos.

A análise do resultado orçamentário é limitada à compreensão do déficit apresentado nos exercícios financeiros e não é suficiente para estabelecer uma

relação direta com a dívida pública estadual. A próxima subseção expõe dois outros indicadores de déficit, os quais se relacionam diretamente com o a variação do endividamento no Estado.

6.1 Endividamento

6.1.1 Resultado primário e nominal

A degradação fiscal, relacionada principalmente ao aumento do endividamento do Estado, também pode ser retratada pelos indicadores na Tabela 2, a seguir. Os objetivos de análise são diferentes e podem contribuir para a identificação dos resultados de uma forma mais ampla, não sendo os indicadores substituíveis entre si. Cada um retrata uma situação que pretende atingir objetivos diferentes.

Os resultados apresentados na tabela apontam para uma situação fiscal desfavorável.

Tabela 2 - Governo do Estado de Minas Gerais: resultado primário e resultado nominal no período 2015-2019 - (Em bilhões correntes)

ANO	RESULTADO NOMINAL	RESULTADO PRIMÁRIO
2015	-17,70	-3,20
2016	-6,60	-3,20
2017	5,00	-6,12
2018	-3,20	1,41
2019	-16,20	4,70

(-) Déficit (+) Superávit

Elaboração própria

Fonte: Secretaria da Fazenda do Estado de Minas Gerais. Relatórios de Execução orçamentária: 2015-2019.

O resultado primário aparentemente corrobora com essa melhora no ano de 2019, já que saltou de um superávit de R\$ 1,4 bilhões para R\$ 4,7 bilhões. Esse resultado é obtido a partir da diferença entre as receitas não financeiras e as despesas não financeiras, destaca-se, por parte das despesas que:

O cálculo do resultado primário é feito considerando-se as despesas que efetivamente saíram do caixa do governo. Para fins de transparência, contudo, são demonstrados também a previsão atualizada e os demais estágios de execução orçamentária dessas despesas. Também são evidenciadas as despesas deduzidas do

cálculo do resultado primário, tais como os pagamentos de juros e encargos da dívida e suas respectivas amortizações.

(STN, 2019).

Assim, o cálculo não inclui, do lado das despesas, o pagamento de juros e encargos da dívida e suas respectivas amortizações. Esse indicador é considerado, no âmbito das Finanças Públicas, como uma variável estratégica no controle do nível de endividamento do governo, já que quanto maior o superávit obtido, menor a capacidade da dívida de crescer pelos seus encargos (OLIVEIRA, 2014). Assim, os déficits observados, no período de 2015-2017, apontam para um aumento do nível de endividamento do governo, já que os recursos não estavam sendo suficientes para pagar as despesas não financeiras, sendo necessário recorrer às operações de crédito para pagá-las, bem como as despesas financeiras. Por outro lado, os superávits obtidos em 2018 e 2019, apontam o contrário.

Entretanto, esses superávits são apenas uma melhora aparente, isto pois, a metodologia de apuração do resultado primário foi alterada em 2018 com a aprovação da 9ª edição do Manual de Demonstrativos Fiscais – MDF⁶. A apuração do resultado é baseada no manual elaborado pela Secretaria de Tesouro Nacional, que frequentemente realiza alterações em pontos específicos. Na versão utilizada até 2017, o Resultado Primário era obtido pela diferença entre Receitas e Despesas empenhadas, ou seja, um cálculo orçamentário. A partir de 2018, a nova versão considerou o resultado primário como a diferença entre receitas arrecadadas e despesas pagas, incluindo as pagas do exercício e o pagamento de restos a pagar, ou seja, um cálculo de certa forma financeiro. Nesse sentido, se o cálculo de 2018 e 2019 fosse feito com base na metodologia antiga, obter-se-ia o resultado de R\$ -3,1 bilhões e R\$ 0,77 bilhões respectivamente, um déficit e um superávit não tão expressivo quanto o observado na nova metodologia.

Além disso, outra diferença metodológica adotada foi a exclusão, a partir de 2018, das receitas e despesas intraorçamentárias. Esse fato não causa alteração no primário em si, mas inviabiliza a comparação das receitas ou despesas separadamente entre os anos. Apesar das mudanças, ainda assim observou-se uma melhora em relação ao passado recente. Quando analisa-se sob a ótica da antiga metodologia, houve uma melhora de R\$ 3 bilhões em 2018 (déficit de R\$ -3,1 bilhões)

⁶ O Secretário do Tesouro Nacional, no uso de suas atribuições alterou o Manual de Demonstrativos Fiscais por meio da Portaria nº 389, de 14 de junho de 2018.

se comparado a 2017 (déficit de R\$ -6,1 bilhões), o que pode estar relacionado com a melhora da receita tributária, que superou a queda das transferências da União, e a contenção de despesas com investimentos e custeios.

Do mesmo modo, sob a ótica da nova metodologia, houve uma melhora expressiva do resultado primário. Os problemas de fluxo de caixa se agravaram muito no Estado, e assim, houve um aumento considerável das inscrições em restos a pagar em 2018 e 2019, o que está ligado a indisponibilidade financeira de caixa. Esse fato junto a inadimplência nos repasses devidos aos municípios, que impactam positivamente o resultado primário, resultaram em uma melhora significativa do indicador, o que, como já explicado, não reflete uma melhora nas finanças estaduais. Além disso, com base nos montantes desembolsados com serviço da dívida, cerca de R\$ 9,6 bilhões em 2019, o resultado primário necessário para assegurar a sustentabilidade dos pagamentos e consequentemente da dívida está longe de ser atingido.

Outrossim, os dados do Resultado Nominal refletem um cenário negativo, já que os déficits nominais foram recorrentes, com exceção de 2017, no período analisado, e aumentou muito no ano de 2019 se comparado a 2018. Esse indicador é representado pelo valor da variação da Dívida Fiscal Líquida, que considera para sua apuração a subtração do montante da Dívida Fiscal Líquida apurado em 31 de dezembro do exercício e o valor apurado em 31 de dezembro do exercício anterior (MINAS GERAIS, 2020b). Assim, os dados demonstram um aumento da dívida consolidada líquida em todo esse período, exceto no ano citado, com picos em 2015 e 2019.

O superávit obtido em 2017 está diretamente relacionado com as condições renegociadas na Lei Complementar nº 148/2014, a qual resultou na redução do saldo da dívida. Assim, a evolução desse saldo, com base em parâmetros mais favoráveis, sucedeu no decréscimo de R\$ 9,5 bilhões, o qual foi contabilizado em abril de 2017 e, por consequência, refletiu na redução significativa da Dívida Consolidada Líquida e do estoque.

O pico no ano de 2019 pode estar relacionado com as liminares que o estado requereu junto ao STF para a suspensão dos pagamentos de algumas dívidas contratuais. Dessa forma, a partir de 2018 o estado deixou de efetuar o pagamento de diversas dívidas, o que, consequentemente, aumentou o estoque dessas. Contudo, até o segundo quadrimestre do ano de 2019 os valores não pagos do serviço da dívida

não estavam sendo somados ao seu estoque de dívida para o cálculo do resultado nominal, uma vez que eram empenhados e liquidados, assim, os valores de 2018 e uma parte de 2019 não refletiram esse aumento. Nesse sentido, o Estado, a partir do 2º quadrimestre, passou a computar, para fins de cálculo desse indicador, o passivo circulante de curto prazo referente aos valores não pagos da dívida, junto ao passivo de longo prazo.

Devido ao cenário descrito, de sucessivos déficits financeiros, o Estado de Minas, por meio do Decreto nº 47.101, decretou situação de calamidade financeira em 05 de dezembro de 2016, conforme o trecho a seguir:

Art. 1º – Fica decretada a SITUAÇÃO DE CALAMIDADE FINANCEIRA no âmbito do Estado em razão do crescente déficit financeiro decorrente do histórico crescimento de despesas para as quais as receitas originárias, derivadas e transferidas têm sido insuficientes dado o severo momento econômico mundial e nacional que compromete a capacidade de investimento e o custeio para a manutenção dos serviços públicos.

(MINAS GERAIS, 2016)

Essa conjuntura, representa circunstâncias financeiras críticas e colocam em risco a capacidade do Estado prover a manutenção dos serviços públicos essenciais à sociedade. Além disso, o decreto destaca:

os fortes desequilíbrios contratuais gerados pela dívida do Estado junto à União, cujos contratos foram balizados no passado por outras condições macroeconômicas não mais presentes, sendo que ao longo da vigência dos referidos contratos o saldo da dívida vem crescendo, a despeito do pagamento pontual de elevados desembolsos ao longo de tantos anos, sem que os respectivos passivos sequer tenham diminuído; (MINAS GERAIS, 2016)

Nesse sentido, a dívida apresenta-se como um dos motivos para promover desequilíbrios nas contas do Estado. Os contratos foram estabelecidos em condições muito onerosas e a execução dos pagamentos representa um impacto elevado nas contas públicas.

6.1.2 Endividamento estadual

O artigo nº 52 da Constituição Federal define competência privativa ao Senado Federal para estabelecer limites de endividamento e das condições de operação de crédito. A resolução nº 43/2001 em seu artigo nº 7 inciso III determina que o montante da dívida consolidada líquida (DCL) não poderá exceder o teto estabelecido pelo Senado Federal, o qual está disposto no art. 3º inciso I da resolução

nº 40/2001. Esse limite, no caso dos Estados e Distrito Federal é 2 vezes a receita corrente líquida (RCL), cujo cálculo dessa relação (DCL/RCL) deverá ser consolidado de forma quadrimestral e apresentado no relatório de Gestão Fiscal. A Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) em seu art. nº 31 estabelece diretrizes para a recondução da dívida aos limites estabelecidos, assim, caso o ente ultrapasse ao final de um quadrimestre, deverá ser a ele reconduzida até o término dos três quadrimestres subsequentes (12 meses), reduzindo o excedente em pelo menos 25% no primeiro.

O cálculo é feito com base nos seguintes conceitos:

Art. 1º [...]

III - dívida pública consolidada: montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras, inclusive as decorrentes de emissão de títulos, do Estado, do Distrito Federal ou do Município, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito para amortização em prazo superior a 12 (doze) meses, dos precatórios judiciais emitidos a partir de 5 de maio de 2000 e não pagos durante a execução do orçamento em que houverem sido incluídos, e das operações de crédito, que, embora de prazo inferior a 12 (doze) meses, tenham constado como receitas no orçamento;

[...]

V - dívida consolidada líquida: dívida pública consolidada deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros.

[...]

Art. 2º Entende-se por receita corrente líquida, para os efeitos desta Resolução, o somatório das receitas tributárias, de contribuições, patrimoniais, industriais, agropecuárias, de serviços, transferências correntes e outras receitas também correntes, deduzidos:

I - nos Estados, as parcelas entregues aos Municípios por determinação constitucional;

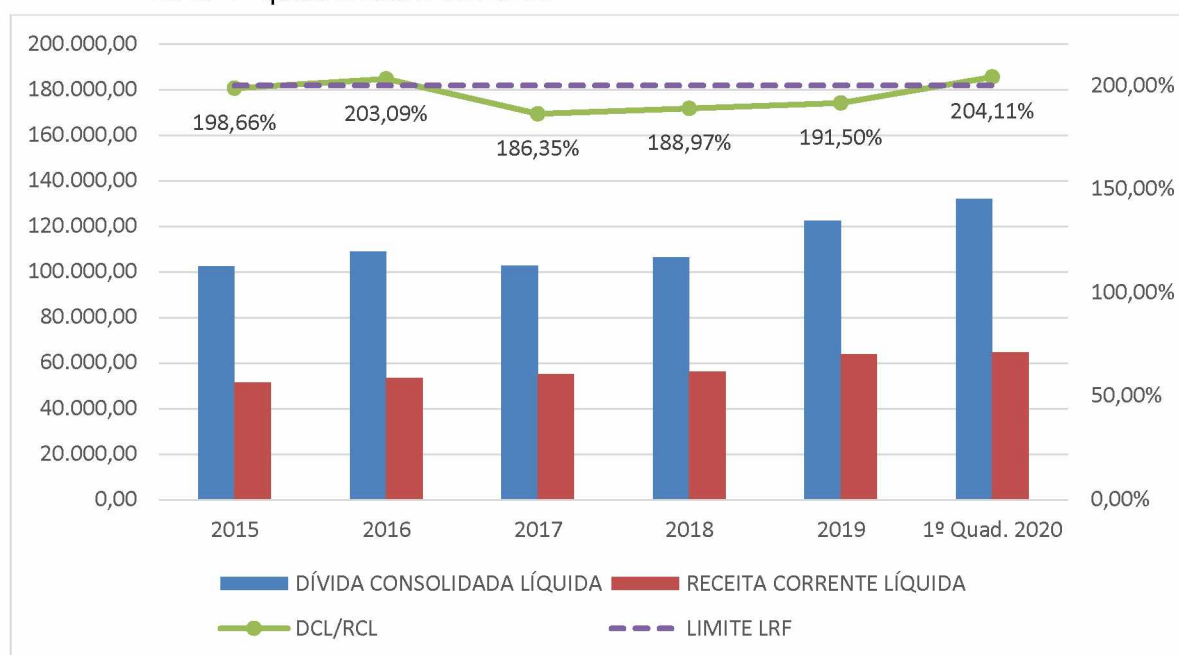
II - nos Estados e nos Municípios, a contribuição dos servidores para o custeio do seu sistema de previdência e assistência social e as receitas provenientes da compensação financeira citada no § 9º do art. 201 da Constituição Federal. (BRASIL, 2000)

O Gráfico 2, a seguir, demonstra a situação apurada no Estado de Minas Gerais desde 2015, com base nos relatórios divulgados. É possível observar que em 2015 o resultado se encontrava bem próximo do limite estabelecido, e em 2016 o limite foi ultrapassado, devido, principalmente ao aumento da DCL que cresceu 6,4% enquanto a RCL cresceu apenas 4%. Em 2017, a situação melhorou em razão da queda expressiva da DCL junto ao aumento, pouco significativo, da RCL. Essa queda

tem relação com a redução do saldo da dívida com a União em cerca de R\$ 9,5 bilhões.

Contudo, após a melhora considerável em 2017, o indicador de endividamento apresenta um aumento contínuo. Esse fato é explicado pelo crescimento constante e expressivo da dívida consolidada líquida que em 2019 apresentou um aumento de 15,2% e, o limite só não foi ultrapassado, devido a um crescimento relevante da RCL em cerca de 14%. Nesse cenário, a dívida no primeiro quadrimestre de 2020 continuou sua tendência de ascensão e o limite em relação a RCL foi superado novamente.

Gráfico 2 - Governo do Estado de Minas Gerais: limite de endividamento DCL/RCL no período 2015-1º quadrimestre de 2020.



Fonte: Secretaria da Fazenda de Minas Gerais

Elaboração própria

O passivo mineiro aumentou, principalmente, devido a suspensão, por meio de liminares do STF, dos pagamentos dos contratos de dívida pública. Essa inadimplência do Estado, juntamente a flutuação cambial observada no período, a qual influencia diretamente o estoque dos débitos contraídos em moeda estrangeira, são os principais motivos para a expansão significativa do passivo. Esses motivos serão detalhados nas seções posteriores. Outro fator que contribuiu para o aumento

percentual de 12,61% se refere a crise ocasionada pela pandemia de Covid-19, a qual reduziu drasticamente a receita arrecadada pelo Estado.

A Lei de Responsabilidade Fiscal, como já citado, estabelece em seu artigo 31 penalizações e prazos para a recondução da dívida ao limite. Dentre essas, conforme o inciso II, está a limitação do empenho para obter o resultado primário necessário, ou seja, a contenção dos gastos do governo. Contudo, por causa do decreto nº 47.891/2020 reconhecido pela Assembleia Legislativa de Minas Gerais, o qual decretou estado de calamidade pública, as metas, limites e prazos estipulados pela LRF estão suspensos, em conformidade com o art. 65 da referida lei. Assim, enquanto durar essa situação, até 31 de dezembro de acordo com o prazo definido atualmente, não ocorrerá nenhuma penalidade ao Estado por ultrapassar o limite da dívida.

Em uma circunstância normal, conforme o artigo supracitado, além de cancelar despesas autorizadas pela lei orçamentária para retornar ao limite, o Estado, enquanto o descumprisse, ficaria impedido de realizar operações de crédito interna ou externas, inclusive antecipação de receitas. Ao fim do prazo de 12 meses, caso não consiga retornar a dívida ao limite, Minas Gerais, também, ficaria impossibilitado de receber transferências voluntárias da União, montante que representou R\$ 1,3 bilhão em 2019.

6.2 Estoque da dívida pública estadual

O estoque da dívida corresponde aos saldos devedores dos contratos de operações de crédito, refinanciamento de dívidas e parcelamentos de débitos previdenciários e demais contribuições sociais. É o valor da dívida do Estado em termos monetários em um dado momento, assim considerados os valores dos passivos circulantes, não circulante e restos a pagar não processados (SEF, 2020a).

A Tabela 3, a seguir, demonstra a evolução desse estoque desde 1998, ano posterior ao refinanciamento junto à União da dívida pública mobiliária de responsabilidade do Estado. É possível observar o elevado crescimento do estoque ao longo dos anos apresentados, nos quais houve um salto de 615%, em termos nominais, no montante apurado e cerca de 102,3%, em termos reais. Desse modo, mesmo com a maior parte dos pagamentos honrados pelo Estado ao longo dos anos, o estoque não deixou de crescer.

Tabela 3 - Evolução do estoque da Dívida Pública Estadual de Minas Gerais a preços correntes e a preços de julho/2020 – IPCA, no período de 1998 a julho/2020.

ANO	PREÇOS CORRENTES	PREÇOS SET 2020 (ÍNDICE IPCA)
1998	18.651.148.961,69	65.970.450.100,03
1999	23.161.053.952,40	75.434.905.299,14
2000	25.473.310.101,78	78.395.406.730,50
2001	28.756.587.598,59	82.386.762.359,66
2002	34.340.457.798,27	87.921.700.870,29
2003	37.237.986.561,03	87.508.241.528,21
2004	42.111.908.160,37	92.186.141.482,42
2005	42.293.390.661,77	87.715.225.351,65
2006	45.240.046.839,17	91.005.336.564,23
2007	48.960.092.348,17	94.364.872.855,42
2008	55.992.613.127,60	102.051.288.116,41
2009	56.405.910.814,14	98.632.407.384,00
2010	64.475.764.530,93	106.603.159.229,27
2011	69.230.421.053,21	107.660.298.560,20
2012	74.711.690.161,24	109.929.251.352,14
2013	84.370.139.848,72	117.379.440.703,12
2014	89.174.325.033,24	116.787.380.154,90
2015	103.604.388.995,47	123.137.988.831,03
2016	111.124.954.720,15	124.459.559.059,76
2017	106.652.053.845,72	116.072.224.067,10
2018	113.459.737.310,18	119.086.897.787,79
2019	122.882.222.031,52	123.742.397.585,74
07/2020	133.451.151.986,28	133.451.151.986,28

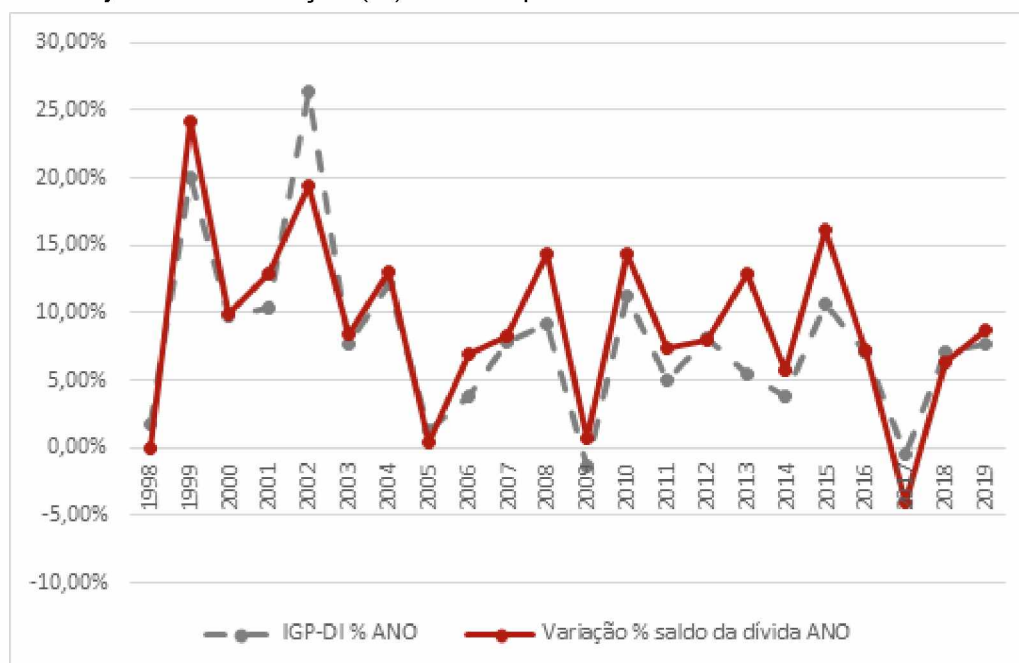
Elaboração própria.

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública.

Esse crescimento está diretamente ligado a evolução do saldo da dívida com a União, referente a lei nº 9.496/97⁷, a qual é mais relevante em termos de montante. Essa dívida, até 2012, era indexada ao IGP-DI, índice de preços divulgado pela Fundação Getúlio Vargas. Assim, o índice foi utilizado como parâmetro de atualização monetária da dívida mais expressiva do Estado de Minas Gerais, além de ser utilizado na correção de outros contratos relevantes como o CRC/CEMIG. Portanto, conforme o Gráfico 3, a seguir, é possível observar que a trajetória do estoque da dívida possui relação direta com a variação percentual do IGP-DI.

⁷ Publicada em 11 de setembro de 1997.

Gráfico 3 - Trajetória da Variação (%) do Estoque da Dívida Fundada 1998 - 2019



Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

O crescimento real da dívida, explicitado na Tabela 3, tem relação com a evolução desfavorável do IGP-DI em relação ao IPCA. Conforme Tabela 4, a seguir, durante o período de 1999 a 2012, o IGP-DI acumulou uma variação de 221,10%, enquanto o IPCA variou cerca de 140,39%.

Tabela 4 - Trajetória da variação dos índices de preço IGP-DI e IPCA no período de 1999 a 2012.

ANO	VARIAÇÃO IGP-DI	IGP-DI ACUMULADO	VARIAÇÃO IPCA	IPCA ACUMULADO
1999	18,44%	18,44%	8,60%	8,60%
2000	9,41%	29,59%	5,83%	14,93%
2001	9,95%	42,48%	7,42%	23,46%
2002	23,83%	76,43%	11,90%	38,15%
2003	7,45%	89,58%	8,95%	50,52%
2004	11,51%	111,40%	7,35%	61,58%
2005	1,24%	114,02%	5,55%	70,55%
2006	3,74%	122,02%	3,10%	75,83%
2007	7,64%	138,98%	4,37%	83,52%
2008	8,78%	159,97%	5,75%	94,07%
2009	-1,44%	156,22%	4,23%	102,28%
2010	10,77%	183,82%	5,76%	113,93%
2011	4,91%	197,75%	6,32%	127,45%
2012	7,84%	221,10%	5,69%	140,39%

Elaboração própria

Fonte: Banco Central do Brasil

Além disso, os juros estabelecidos nos contratos, junto aos índices de atualização monetária, se traduzem em elevados encargos incidentes sobre o estoque da dívida. No caso da dívida com a União as condições instituíram juros reais de 7,5% ao ano somados a variação do IGP-DI. Assim, os encargos associados a uma base considerável de montante da dívida fizeram com que os pagamentos obrigatórios, estabelecidos no contrato como 13% da Receita Líquida Real, “sejam insuficientes até mesmo para cobrir, em alguns anos, a própria correção da dívida, ocorrendo, portanto, um descolamento entre encargos/pagamentos e garantindo o seu crescimento real no tempo.” (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012, p. 98).

Os encargos acumulados, então, superaram em montante significativo a variação nominal da RCL. Nesse sentido o TCEMG (2011) efetuou um estudo, adotando hipóteses extremamente otimistas (o estado não realizaria novos empréstimos no mercado financeiro e quitaria a dívida com a CEMIG com base no cronograma estabelecido) sobre a evolução das demais dívidas do estado, e concluiu que, no caso da dívida com a União, o estado teria de desembolsar 16,9% da RLR entre 2029 e 2038 para garantir o seu pagamento. Percentual superior ao limite⁸ de comprometimento da receita corrente líquida estabelecido, 13%, para o pagamento dos encargos dessa dívida.

O crescimento real da dívida, então, é explicado, principalmente pelo crescimento da dívida com a União. As condições do contrato impunham ao Estado um pesado ônus financeiro com a cobrança de encargos elevados e excessivos, os quais, segundo Oliveira e Gontijo (2012), eram superiores até ao custo de financiamento da dívida no mercado. A hipótese apontada no estudo desenvolvido pelos autores para explicar o crescimento está relacionada diretamente aos encargos elevados, que não eram suficientes para amortizar a dívida no longo prazo. Além disso, em razão das condições onerosas o Estado deixou de efetuar pagamentos de algumas parcelas, já que não se dispunha de recursos orçamentários para tal, as quais tiveram de ser refinanciadas, aumentando, conseqüentemente, o passivo.

⁸ O contrato estabelecido com a União fixou em 13% o limite de comprometimento da Receita Líquida Real (RLR) do estado com o pagamento de encargos da dívida renegociada. Esse limite deixou de vigorar em 2016, a partir da aprovação da Lei Complementar nº 156/2016, com a extinção do contrato de resíduo.

Nesse cenário, a renegociação da dívida com a União era inevitável. O IGP-DI representava riscos elevados para os estados, já que é um índice altamente influenciado pelo câmbio e, portanto, mede mais as expectativas de inflação do que, de fato, a própria inflação (OLIVEIRA; GONTIJO, 2012). Assim, em condições de alta vulnerabilidade externa da economia brasileira o ônus sobre as dívidas se torna muito elevado. Fattorelli (2013) destaca que a combinação da atualização monetária mensal (IGP-DI + juros reais de 7,5%) perfaz uma das maiores taxa de juros nominais do mundo, em 2011, por exemplo, o Estado de Minas Gerais pagou juros de quase 20% ao ano para a União. Além disso a autora critica o fato de a União emprestar bilhões de dólares ao governo norte-americano mediante a compra de títulos de sua dívida, com remuneração a juros próximos de zero.

Em razão dos argumentos apresentados, a partir de 2013, o contrato da União e o contrato CRC/CEMIG modificaram o índice de atualização e as taxas de juros. Essa mudança, da dívida com a CEMIG, aconteceu após a reestruturação da dívida em 2012. Já no caso da dívida com a União, a mudança ocorreu a partir da renegociação firmada com a sanção da Lei Complementar nº 148/2014, que alterou os critérios de indexação da dívida, bem como os juros adotados foram revistos. A União passou a considerar, com base nas condições estabelecidas no artigo 2º, como indexador o IPCA, além de taxas de juros de 4% a.a., limitados à variação acumulada da taxa SELIC (SEF, 2020b). Desse modo, conforme o 8º Termo Aditivo Contratual assinado em 23/08/2017, a partir de janeiro de 2013, essas condições passaram a vigorar. A evolução do saldo devedor, contabilizada em abril de 2017, considerando as novas condições resultou na redução de R\$ 9,5 bilhões do saldo da dívida com a União.

Fattorelli (2013) faz uma crítica a lei supracitada, à época apenas proposta de lei, afirmando que esta fecha os olhos para todas as ilegalidades e ilegitimidades embutidas no saldo da dívida dos estados, resumindo o problema do endividamento dos estados somente às onerosas condições impostas pela Lei nº 9.496/97. A autora afirma que o tema envolve outros elementos e a solução proposta não representa benefícios necessários para os entes:

Ainda que o problema tivesse se iniciado a partir do refinanciamento ocorrido no final da década de 90, a troca do índice IGP-DI pelo IPCA somente a partir de 2013 não representa uma solução positiva para os entes federados, tendo em vista que toda variação excessiva do IGP-DI evidenciada desde a renegociação em 1998 já impactou na dívida

de cada estado, e esse saldo inchado continuaria sendo corrigido pelo IPCA. Além disso, tal modificação de índice somente a partir de agora pode significar um ônus ainda mais grave, pois, em 2011, por exemplo, o comportamento dos índices inverteu-se, ou seja, a variação do IPCA foi maior que a do IGP-DI, o que prova a inconsistência dessa proposta. Em resumo, tal proposta não pode ser aceita, pois deve haver uma revisão do índice aplicado desde a renegociação, tendo em vista a comprovação de diversas ilegalidades e ilegitimidades na aplicação da Lei nº 9.496/97. (FATTORELLI, 2013, p. 171)

As ilegalidades e ilegitimidades citadas perpassam pelos seguintes pontos: desrespeito ao Federalismo; desrespeito à sociedade; cobrança de juros sobre juros; capitalização mensal de juros; cobrança de juros superiores aos autorizados pelo Senado; exigência de robustas garantias; desequilíbrio entre as partes; desconsideração do valor de mercado dos títulos estaduais e municipais; desconsideração dos antecedentes; desconsideração dos antecedentes; ausência de cláusula do equilíbrio econômico financeiro do contrato; condições diferentes para cada estado.

De fato, a Tabela 5, a seguir, demonstra que a evolução dos dois índices a partir de 2013 não representou uma vantagem significativa até o momento. Em alguns anos o IPCA obteve maior variação se comparado ao IGP-DI, e até 2018 o acumulado do IPCA estava maior. Contudo, a partir de 2018, principalmente devido à desvalorização cambial, que influencia o crescimento do IGP-DI, a situação se inverteu, mas não de forma impactante.

Tabela 5- Trajetória da variação dos índices de preço IGP-DI e IPCA no período de 2013 a Julho de 2020.

ANO	VARIAÇÃO IGP-DI	IGP-DI ACUMULADO	VARIAÇÃO IPCA	IPCA ACUMULADO
2013	5,40%	5,40%	5,76%	5,76%
2014	3,74%	9,34%	6,23%	12,35%
2015	10,20%	20,49%	10,19%	23,80%
2016	6,95%	28,87%	6,12%	31,37%
2017	-0,40%	28,35%	2,91%	35,20%
2018	6,92%	37,24%	3,69%	40,19%
2019	7,44%	47,45%	4,23%	46,12%
2020	4,53%	54,12%	0,70%	47,14%

Elaboração própria

Fonte: Banco Central do Brasil

6.2.1 Composição do estoque

Em relação a composição do estoque, atualmente, a dívida interna do Estado corresponde a 85,63% do total, cerca de R\$ 114,28 bilhões, enquanto a dívida externa corresponde a 14,37%, cerca de R\$ 19,17 bilhões. O Gráfico 4 mostra a trajetória da dívida externa, em termos percentuais, em relação a dívida total do Estado.

Gráfico 4 - Trajetória percentual da dívida contratual externa do Estado de Minas Gerais em relação a dívida total no período de 1998 a 07/2020.



Elaboração própria

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

De 1998 a 2007 é possível observar um decréscimo da porcentagem de dívida externa em relação a dívida total. É observado um pico em 2002, que possui relação com a alta do dólar neste ano, conforme Gráfico 4. Em suma, essa redução é explicada em razão da não contratação de novas dívidas externas no período, do pagamento das existentes e da valorização cambial até meados de 2008.

Contudo, a partir de 2007 é possível observar um crescimento que é explicado pelos financiamentos com recursos de operações de crédito assinadas com o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) descritas na Tabela 6. As 10 (dez) operações de crédito foram contratadas no período de 2006 a 2010, sendo o Banco Internacional para Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) credor de 4 contratos e o BID de 6.

Tabela 6 - Relação dos Contratos do BID e BIRD da Dívida Pública Fundada do Estado de Minas Gerais e Finalidades.

Contrato	Finalidade da Contratação	Credor	Valor Contratado	Data de Assinatura	Data de Liquidação
PCPR	Financiamento de empreendimentos de pequeno porte, de natureza social ou produtiva e de infraestrutura nos municípios da área de abrangência do IDENE	BIRD	USD 35 mi	31/01/2006	15/04/2022
DPL	Financiar a execução de ajuste fiscal e estrutural do Estado	BIRD	USD 170 mi	28/04/2006	15/02/2024
BIRD 7547 2º Prog. Parceria Desenv.MG	Financiar Programas do PMDI relacionados à: I - Educação de Qualidade; II - Protagonismo Juvenil; III - Vida Saudável; IV - Investimento e Valor Agregado da Produção.	BIRD	USD 976 mi	13/08/2008	15/10/2037
BIRD 7871 2º Proj.Parc.Desenv.MG (Adic.)	Financiar Programas do PMDI relacionados à: I - Educação de Qualidade; II - Protagonismo Juvenil; III - Vida Saudável; IV - Investimento e Valor Agregado da Produção.	BIRD	USD 461 mi	09/07/2010	15/09/2039
Processo	Aumento da acessibilidade de duzentos e vinte e quatro Municípios mineiros	BID	USD 50 mi	28/04/2006	14/11/2030
Processo 2ª Fase	Aumento da acessibilidade de duzentos e vinte e quatro Municípios mineiros	BID	USD 50 mi	30/09/2010	14/05/2035
Competitividade	Melhorar a prestação de serviços à sociedade com investimentos nas áreas: I - assessoria empresarial e treinamento; II - tecnologia industrial básica; desenvolvimento sustentável; e infraestrutura e logística.	BID	USD 10 mi	22/10/2009	15/11/2029
Pronoroeste	Duplicação da oferta de energia em dezenove Municípios mineiros.	BID	USD 10 mi	26/02/2010	15/11/2034
PROFISCO-SEF	Melhoria nas áreas de controle e acompanhamento financeiro, englobando: I - gestão estratégica integrada; II - administração tributária e contencioso fiscal; III - administração financeira, patrimônio e controle interno da gestão fiscal; e IV - gestão de recursos estratégicos.	BID	USD 40 mi	26/02/2010	26/02/2030
MG III	Financiar atividades e projetos do Estado, em especial nas áreas de: I - Logística de Integração e Desenvolvimento; e II - Rede de Cidades e Serviços.	BID	USD 137 mi	08/07/2010	15/02/2035

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

No entanto, por volta de 2011 o estoque da dívida externa não representava valores significativos em relação a dívida total, já que o percentual estava em torno de 5%, valor aproximado a situação de 1998. Assim, o salto de crescimento é observado, principalmente, a partir de 2012, relacionado diretamente a reestruturação do contrato CRC/CEMIG, na qual ocorreu uma troca de dívida interna para dívida externa, resultando na contratação de 3 (três) novos contratos em moeda estrangeira. Associado à essas novas operações, conforme Gráfico 5, houve, também, uma forte desvalorização cambial a partir de 2014, a qual contribuiu para a elevação da dívida externa.

Gráfico 5 - Taxa de câmbio nominal no período de 1998 a 07/2020.



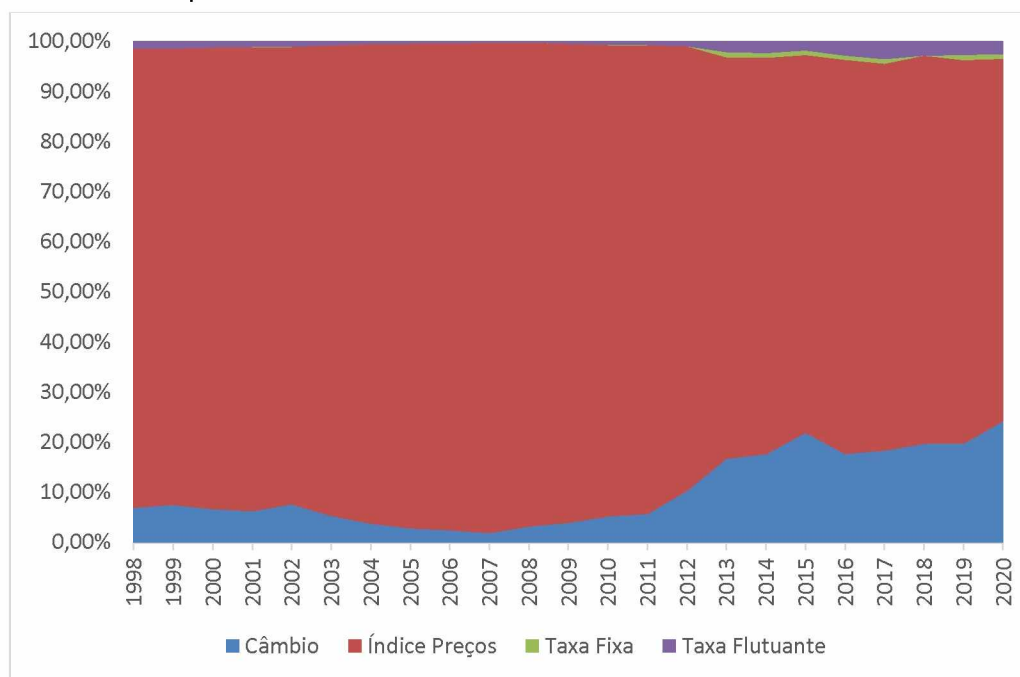
Elaboração própria

Fonte: Banco Central

6.2.2 Estoque por indexador

O Gráfico 6, a seguir, demonstra a evolução da composição e do estoque da Dívida Pública estadual desde dezembro de 1998. Essa análise é importante para entender a quais indexadores a dívida pública está submetida, já que índices muito voláteis, como o dólar, representam um risco muito elevado para o serviço da dívida esperado. Desse modo, evitar indicadores inconsistentes e adotar níveis prudentes de risco é importante, principalmente em economias emergentes, as quais, comumente, estão propícias a mudanças abruptas no ambiente macroeconômico, o que influencia o crescimento inesperado da dívida; além disso, essas economias, normalmente, não possuem mercados da dívida plenamente desenvolvidos e líquidos, o que impede executar estratégias de mudanças em razão da impossibilidade de conseguir crédito com baixos custos para melhorar a situação da composição atual (ALVES; SILVA, 2009).

Gráfico 6 - Trajetória do Estoque da dívida no Estado de Minas Gerais em relação ao indexador no período de 1998 a 07/2020.



Elaboração própria.

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

Conforme observado, desde 1998, a dívida pública estadual, em sua maior parte, é indexada a algum índice de preços e, atualmente, cerca de 72% do estoque é atualizado com base no IPCA. Esse percentual é elevado em razão da dívida com a União que, como já citado, até 2012 era indexada ao IGP-DI e a partir de 2013 passou a ser atualizada com base no IPCA. A dívida indexada a taxas flutuantes como a TJLP, divulgada pelo BNDES, e indexada à taxa fixa não representam parcela significativa do total, cerca de 3,5%.

O segundo indicador mais relevante para entender o comportamento da dívida é o câmbio. Atualmente, cerca de 25% da dívida de Minas Gerais é indexada ao câmbio. A exposição ao risco cambial, além de ser referente a evolução do saldo da dívida externa, perpassa pelo comportamento da dívida interna indexada ao câmbio, que cresceu de forma acelerada a partir de 2012. Esse crescimento é explicado pela contratação de duas operações de crédito, em 2012 e 2013, junto ao Banco do Brasil na modalidade de repasse de recursos externos na ordem de USD 2,5 bilhões.

Tabela 7 - Relação dos Contratos do BID e BIRD da Dívida Pública Fundada do Estado de Minas Gerais e Finalidades.

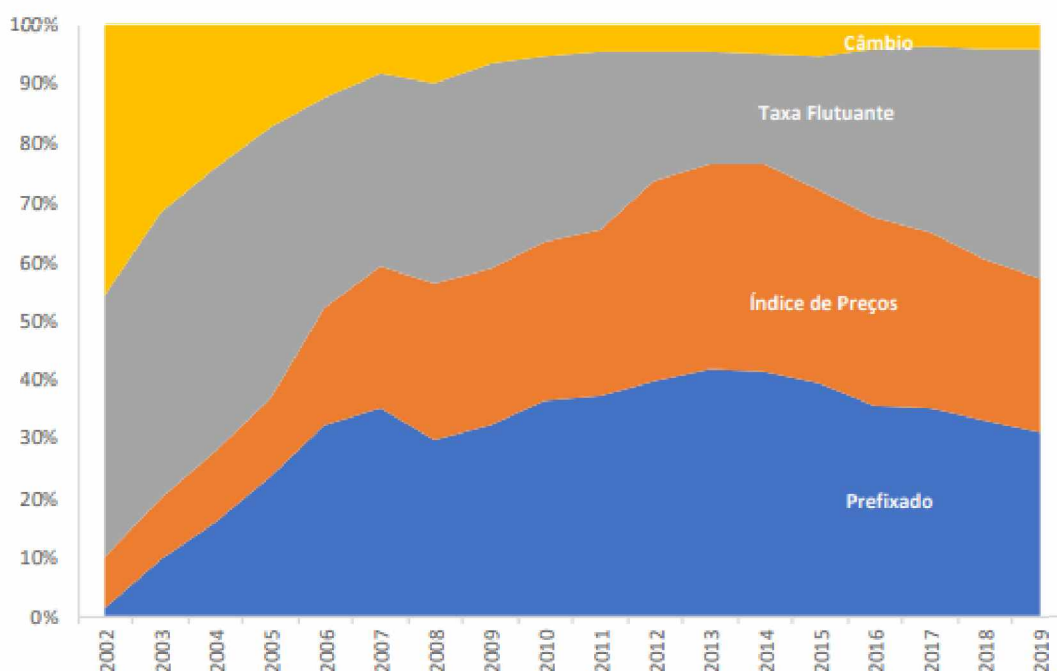
Contrato	Finalidade da Contratação	Credor	Valor Contratado	Data de Assinatura	Data de Liquidação
PDMG	Financiar atividades e projetos do PPAG nas áreas de: I – modernização da gestão; II – infraestrutura; III – infraestrutura rodoviária	Banco do Brasil	USD 1.771,5 mi	26/12/2012	20/12/2032
PROIR	Expansão e manutenção da malha rodoviária do Estado	Banco do Brasil	USD 673,6 mi	24/07/2013	25/07/2033

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

A contratação de novas dívidas com exposição cambial, internas indexada ao câmbio e externa, junto à grande desvalorização cambial observada a partir de 2014 contribuíram para o salto desta dívida a patamares elevadíssimos. O saldo passou, então, de R\$ 7,8 bilhões em 2012 para R\$ 32,6 bilhões em 07/2020, um crescimento nominal de 318%.

É possível observar que esse comportamento vai à contramão da dívida pública federal. O Plano Anual de Financiamento do governo federal, publicado em 2020, que “traz o objetivo e as diretrizes, a estratégia anual para as dívidas interna e externa de responsabilidade do Governo Federal em mercado e os limites de referência para os principais indicadores desta dívida, a serem alcançados ao longo de 2020” (BRASIL, 2020b, p. 4) estabelece como uma das conquistas de destaque a redução da exposição cambial para patamares abaixo de 5% do estoque. O Gráfico 7 a seguir representa a evolução do estoque da dívida pública federal em relação a seus indexadores.

Gráfico 7 - Composição por indexadores da Dívida Pública Federal.



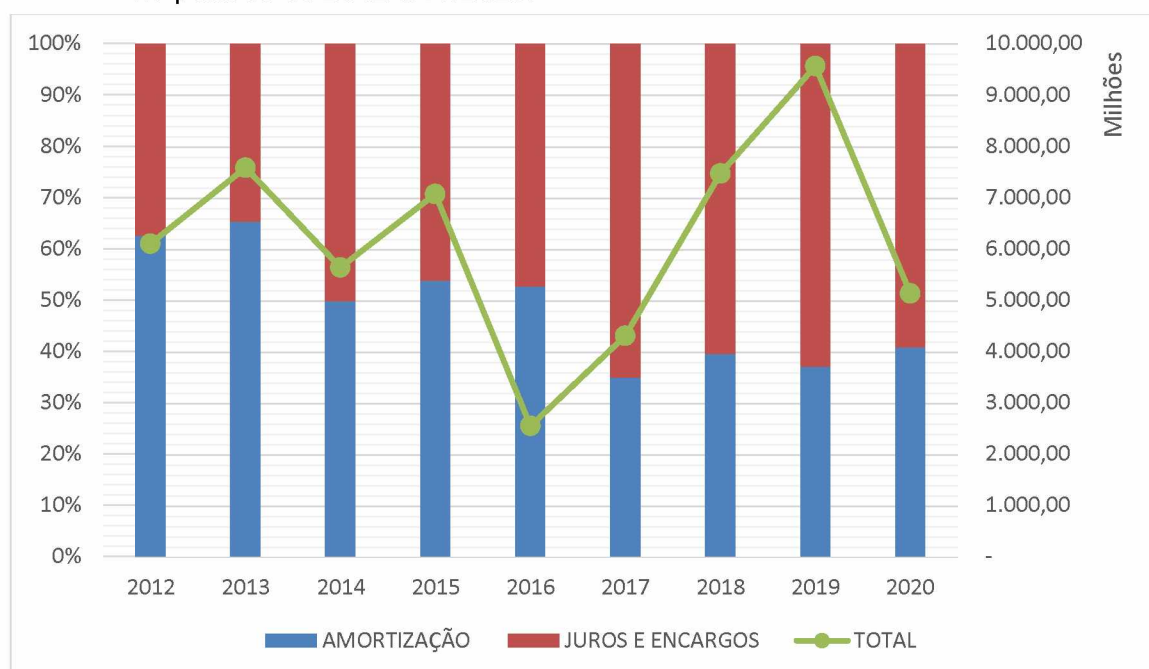
Fonte: Tesouro Nacional

O governo federal possui mais flexibilidade para refinar o passivo e alterar a composição da dívida pública federal, já que tem maior acesso a crédito de instituições financeiras e, ainda, é capaz de emitir títulos da dívida pública. Contudo, essas condições não inviabilizam o argumento de que o Estado de Minas Gerais assumiu muitos riscos ao associar grande parte da dívida pública a moedas externas. Como exemplo, quando comparamos ao Rio Grande do Sul, estado destacado pelos gestores da dívida pública pela qualidade da gestão da dívida, é possível observar, do mesmo modo, uma discrepância em relação ao percentual de Minas Gerais. De acordo com dados divulgados pelo Relatório Anual da Dívida Pública de 2019 do Estado do Rio Grande do Sul, a dívida indexada ao câmbio representava apenas 11,2% do total. Desse modo, o comparativo traçado corrobora com a reflexão de que o Estado exagerou na utilização desse tipo de operação e, conseqüentemente, assumiu muitos riscos com o intuito de contratar dívidas com menores custos. Embora os riscos na época possam ser considerados baixos, é provável que faltou um acompanhamento de resultados eficiente para traçar estratégias de mudanças quando o cenário e as condições começaram a ficar desfavoráveis.

6.3 Serviço da dívida

O serviço da dívida é o montante de despesa que o Estado desembolsa com amortização juros e demais encargos da dívida em um período de tempo. Os pagamentos são relativos a contratos de empréstimo e parcelamentos de contribuições sociais previdenciárias e do PASEP. O Gráfico 8, a seguir, demonstra o valor total da despesa orçamentária com serviço da dívida de 2012 a 2020, além de explicitar a porcentagem utilizada no pagamento do principal (amortização) e de juros e encargos.

Gráfico 8 - Valor total do serviço da dívida e porcentagem de amortização e juros e encargos no período de 2012 a 07/2020.



Elaboração própria.

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

O gráfico explicita um crescimento da porcentagem paga em juros e encargos da dívida no período analisado. Em 2012 e 2013, a amortização representava mais de 60% do total dos pagamentos e, atualmente, essa porcentagem está próxima a 40%, com destaque para 2017 e 2019 que apresentaram 35% e 37,2% respectivamente. Esse panorama reflete o ônus financeiro dos contratos firmados pelo Estado, já que devido às inadimplências em alguns pagamentos e o consequente refinanciamento das parcelas, a parte mais significativa das parcelas atuais é referente a juros e encargos. Além disso, demonstra que as condições balizadas nos

contratos exigem desembolsos elevados sem que o respectivo passivo, saldo principal da dívida, diminua de forma significativa.

O principal motivo para esse cenário são as dívidas cujo credor é a União Federal, nas quais o percentual de amortização dos três contratos ⁹consolidados é de apenas 26,1%. Em um deles a amortização em 2019 representou somente 22,9% do montante desembolsado nas parcelas. O panorama expressa uma situação desfavorável, já que juros e encargos não representam nenhum benefício ao cidadão. Os valores utilizados no pagamento dessas taxas se traduzem apenas em recursos financeiros destinados aos bancos e o desembolso de quantias elevadas só contribuem para diluir a dívida ao longo do tempo e refinanciar o passivo por um período maior.

Além disso, é possível observar no gráfico uma queda expressiva no serviço em 2016 e um aumento contínuo até o final de 2019, ano em que se apurou, de janeiro a dezembro, um total de R\$ 9,57 bilhões, dos quais 37,1% são de amortização e cerca de 62,8% de juros e encargos. A redução do serviço é explicada pela sanção da Lei Complementar nº 156/2016, que estabeleceu o Plano de Auxílio aos Estados e ao Distrito Federal e medidas de estímulo ao reequilíbrio fiscal. A referida lei, mediante assinatura de aditivos contratuais, permitiu, dentre outros benefícios, reduções extraordinárias nas prestações mensais da dívida renegociada junto à União, sob a égide da Lei nº 9.496/97, durante o período de julho de 2016 a julho de 2018. Essa condição está prevista nos artigos 1º e 3º e foram antecipados pelo Acordo Federativo de 20 de junho de 2016, cujo teor foi aplicado cautelarmente aos autos do Mandado de Segurança nº 34.122, provido pelo STF (SEF, 2020b).

Assim, como a maior parte do serviço da dívida estadual é referente a dívida com a União, cerca de R\$ 6,06 bilhões em 2019, os descontos obtidos nas prestações reduziram de forma significativa os valores desembolsados. De junho a dezembro de 2016 a redução percentual era de 100% e, a partir de 2017, ocorreu a diminuição progressiva dessa porcentagem, o que aumentou de forma gradual o serviço dessa dívida, sendo R\$ 2,44 bilhões em 2017, R\$ 4,74 bilhões em 2018 e R\$ 6,06 bilhões em 2019.

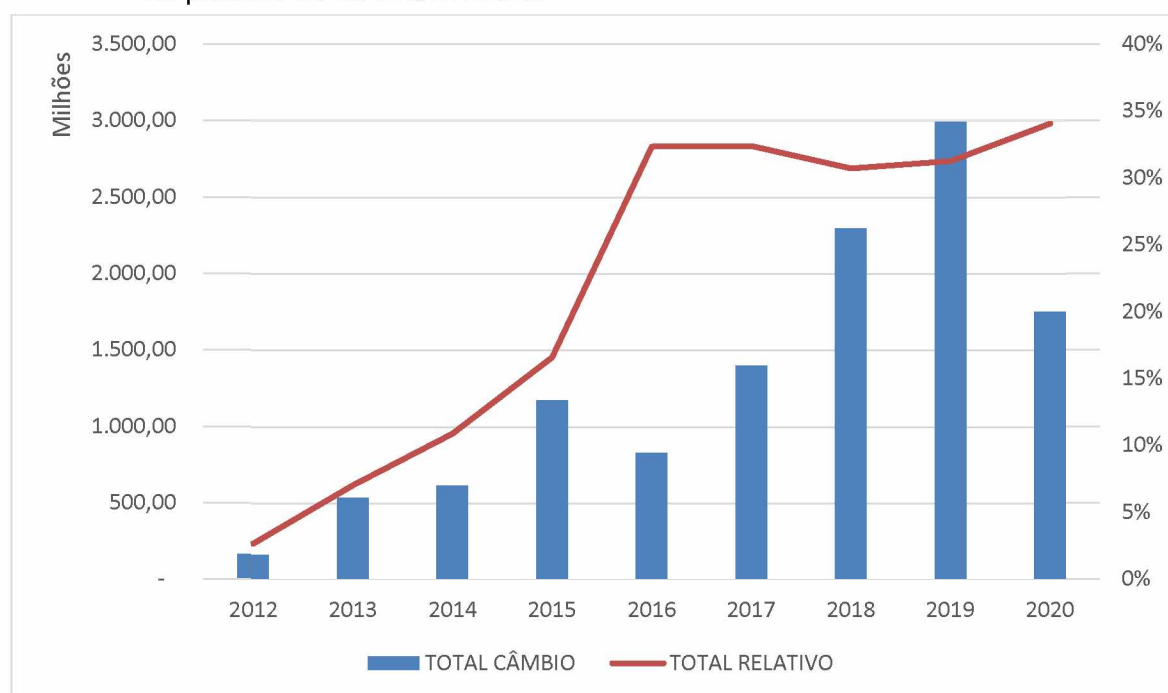
Além disso, o aumento no serviço da dívida também tem relação com a dívida externa e a dívida interna indexada ao câmbio. O Gráfico 9, a seguir, demonstra

⁹ 1) Parcelamento STF-MS 34.122 (LC nº 156/2016); 2) Refinanciamento Lei nº 9.496 (LC nº 156/2016); 3) Refinanciamento externo DMLP.

a trajetória crescente das despesas com esses contratos, a qual está relacionada, além das variações cambiais observadas no período e descritas no Gráfico 5, ao final do prazo de carência de amortização de alguns contratos.

Nesse sentido, em 2017 iniciou-se o período de amortização dos contratos BIRD/8187 e BB/PDMG, em 2018 dos contratos AFD e BB/PROIR e em 2019, por sua vez, do contrato Credit Suisse. As parcelas de amortização dessas operações de crédito oneram muito o serviço a partir de então. Além disso, contribuíram para que o impacto da dívida indexada ao câmbio no serviço total, mesmo com o aumento expressivo da dívida com a União, se mantivesse em torno de 35%, o que, em valores absolutos de 2019, representavam aproximadamente R\$ 3 bilhões.

Gráfico 9 - Valor total do serviço da dívida dos contratos indexados ao câmbio e total relativo no período de 2012 a 07/2020.



Elaboração própria.

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

6.4 Suspensão dos pagamentos

6.4.1 Liminares

Algumas operações de crédito contratadas pelo Estado possuem garantia da União, ou seja, quando o mutuário, no caso Minas Gerais, não efetua o pagamento

da parcela o Tesouro Nacional é acionado pelo comodatário para que honre os compromissos do ente. Assim, a união se compromete a garantir todas as obrigações financeiras do Estado decorrentes de um determinado contrato de operação de crédito, desde que este não as cumpra no prazo definido. Essa garantia é interessante para o devedor, já que o risco assumido pelo credor estará relacionado à situação fiscal da União, o que, em alguns casos, permite a operação e reduz os custos associados. Esse sistema “foi concebido 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.” (STN, 2020).

A princípio essa possibilidade é enunciada no inciso VIII do art. 52 da constituição federal, que define as competências privativas do Senado Federal, o qual autoriza dispor sobre limites e condições para a concessão de garantia da União em operações de crédito externo e interno. A regulamentação expressa dessa prática advém no art. 40 da Lei de Responsabilidade Fiscal. Além disso existe um complexo arcabouço legal para definir limites, condições e outros detalhes dessa questão. Em suma, a análise da garantia da União compreende, entre outros:

- A avaliação da capacidade de pagamento do Ente interessado, mediante critérios e metodologia estabelecidos na Portaria MF nº 501, de 23 de novembro 2017;
- O exame das contragarantias oferecidas (qualidade e suficiência), que devem ser suficientes para cobrir qualquer pagamento que a União venha a fazer, cuja metodologia de apuração está estabelecida na Portaria citada no item anterior;
- A análise do custo efetivo das operações de crédito, que deve ser inferior ao custo efetivo máximo aceitável para ser elegível à garantia da União, conforme indicado na Portaria MF nº 501/2017.
- As minutas negociadas do contrato de empréstimo e dos contratos de garantia e de contragarantia devem estar em termos satisfatórios para o garantidor, principalmente no que diz respeito ao custo e ao risco financeiro.

(STN, 2019, p. 167)

O segundo ponto é balizado no § 1º do referido artigo, o qual estabelece que:

§ 1º a garantia estará condicionada ao oferecimento de contragarantia, em valor igual ou superior ao da garantia a ser concedida, e à adimplência da entidade que a pleitear relativamente a suas obrigações junto ao garantidor e às entidades por este controladas, observado o seguinte:

[...]

II - a contragarantia exigida pela União a Estado ou Município, ou pelos Estados aos Municípios, poderá consistir na vinculação de receitas tributárias diretamente arrecadadas e provenientes de transferências constitucionais, com outorga de poderes ao garantidor para retê-las e empregar o respectivo valor na liquidação da dívida vencida.

(BRASIL, 2000)

Assim, a concessão de garantias está condicionada a uma contragarantia, por parte do Estado, que devem ser suficientes para cobrir a amortização e demais encargos da operação, cuja metodologia de apuração está estabelecida na Portaria MF nº 501, de 2017. Nesse sentido, ao ocorrer inadimplência nos pagamentos, a União tem o dever de adimplir essa parcela e há a possibilidade de executar a contragarantia, conforme o contrato assinado entre o ente e a União. Isto pois, a existência das contragarantias permite a retenção de receitas do ente devedor. Essa permissão é regulamentada pelo § 4º do art. 167 da Constituição Federal:

§ 4º É permitida a vinculação de receitas próprias geradas pelos impostos a que se referem os arts. 155 e 156, e dos recursos de que tratam os arts. 157, 158 e 159, I, a e b, e II, para a prestação de garantia ou contragarantia à União e para pagamento de débitos para com esta.

(BRASIL, 1998).

No mesmo sentido a STN, em seu manual de instrução de pleitos, elenca as receitas que são admitidas no contrato de contragarantia:

A critério do Ministério da Economia, serão admitidas como contragarantias à garantia da União em operação de crédito:

- Estados: cotas de repartição das receitas tributárias previstas nos artigos 157 e 159, complementadas pelas receitas próprias de impostos estabelecidas no art. 155 da Constituição Federal, nos termos do § 4º, do art. 167, bem como outras garantias em direito admitidas.

(STN, 2019, p. 172)

Contudo, a execução das contragarantias envolve incertezas, já que é possível que exista algum obstáculo legal. Além disso, essa execução pode complicar ainda mais a situação financeira do ente, acarretando em novos contratos com inadimplência nos pagamentos ou até mesmo, colocar em risco o adimplemento de obrigações relativas a prestações de serviços essenciais, o cumprimento do calendário de pagamento dos servidores públicos estaduais, o repasse devido aos Municípios a título de transferência, dentre outros.

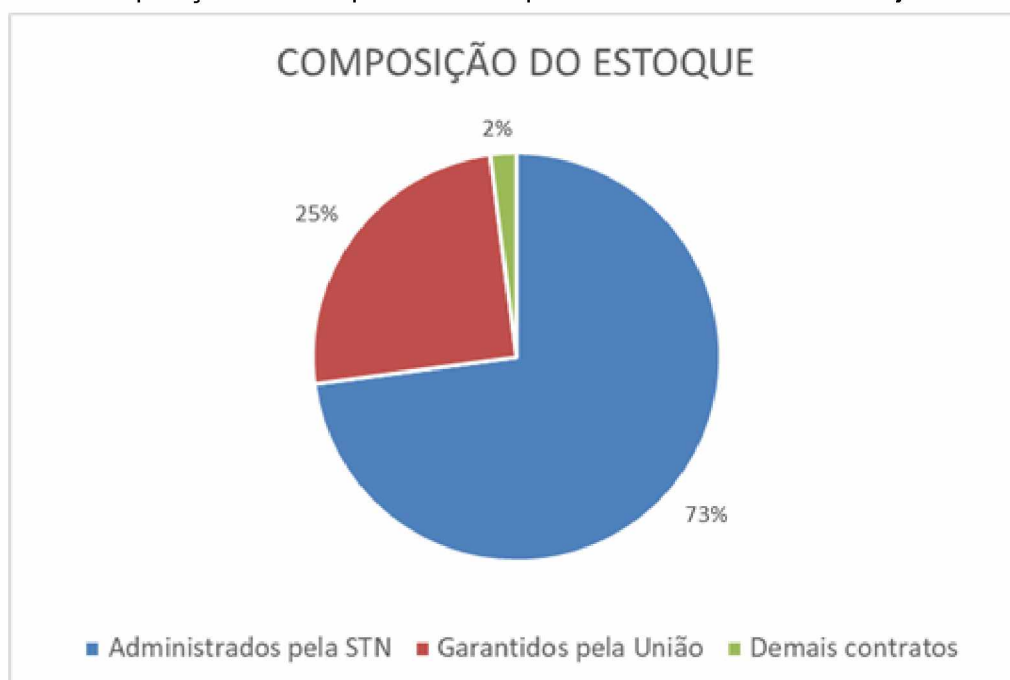
Essa incerteza é evidenciada, inicialmente, no caso do Estado do Rio de Janeiro. Em 2017 o Supremo Tribunal Federal, nos autos da Ação Cível Originária nº

2.972, proferiu liminar favorável ao Estado, a qual, impediu a execução imediata das contragarantias, já que condicionou esse procedimento à notificação e à oportunidade de defesa prévia do ente. Posteriormente, nos autos da Ação Cível Originária nº 2.981, impediu por completo a execução das contragarantias (LDO, 2018). Essa situação de inadimplemento foi solucionada com a adesão do Rio de Janeiro ao Regime de Recuperação Fiscal, assim os valores em aberto dos contratos de contragarantia passaram a integrar a Conta Gráfica constituída nos termos da Lei Complementar nº 159/2017, para cobrança futura (IFI, 2018).

Nesse mesmo sentido, o estado de Minas Gerais obteve liminares junto ao STF, no âmbito das Ações Cíveis Originárias (ACO) nºs 3108/18, 3215/19, 3225/19, 3233/19, 3235/19, 3244/19, 3252/19 e 3270/19, as quais suspenderam a execução de garantia dos contratos administrados pela STN e contragarantias dos contratos honrados pela União. Assim, os pagamentos das parcelas dos contratos administrados pela STN e garantidos pela União não está ocorrendo. Esse inadimplemento é reflexo da situação fiscal crítica do Estado, que tem enfrentado severas dificuldades para o cumprimento de despesas fixadas constitucionalmente e de grande relevância social, como as relacionadas a área de saúde e educação (SEF, 2020b).

O Gráfico 10, a seguir, demonstra a composição em agosto de 2020 do estoque da dívida pública estadual com relação aos critérios de garantia.

Gráfico 10 - Composição do estoque da dívida pública de Minas Gerais em julho de 2020.



Elaboração própria.

Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública.

É possível observar que cerca de 98% do estoque da dívida (73% do estoque administrado pela STN somados aos 25% garantidos pela União) são referentes, em sua maioria, aos contratos com pagamentos suspensos pelas liminares. Essa situação é preocupante, na medida em que os valores em abertos das parcelas vencidas, honrados pela União, somam cerca R\$ 19,37 bilhões, os quais são incorporados ao estoque da dívida em forma de passivo circulante. Esse valor representa aproximadamente 15% do estoque atual da dívida pública. Além disso, as liminares obtidas não garantem a atualização das parcelas em aberto pelos encargos de adimplência, assim, os valores crescem ainda mais com os juros de inadimplência.

Nesse sentido não é possível ainda determinar o que acontecerá com essas parcelas, já que Minas Gerais ainda não aderiu ao Regime de Recuperação Fiscal, como no caso do Rio de Janeiro. Portanto, a situação está em aberto e os méritos das ações ainda não foram julgados e, como a liminar é uma decisão de caráter provisório, o risco financeiro para o Estado é muito elevado.

A ministra Rosa Weber (2018), na concessão da liminar referente a ACO nº 3108/18, afirmou que a execução de contragarantias traz uma situação de extrema gravidade, implicando risco de inviabilização de pagamentos e obrigações financeiras fundamentais como salários de servidores e demais gastos com serviços essenciais. Além disso, a relatora entendeu que os requisitos para o deferimento da tutela estão evidenciados, em razão das iminentes e diárias obrigações financeiras de responsabilidade do estado e da demonstração da plausibilidade das razões apresentadas na petição inicial. Assim, a conduta da União de executar e bloquear as contragarantias pode não apenas desestabilizar todas as medidas que vêm sendo adotadas pelo estado para reequilibrar suas contas, mas também interromper a prestação de serviços públicos essenciais e o pagamento de salários a servidores ativos, inativos e pensionistas.

Desse modo, Minas Gerais conseguiu antecipar os benefícios do RRF, o qual permite a suspensão do pagamento das dívidas refinanciadas e garantidas pela União, com base nos artigos 9º e 17º da Lei complementar 159/2017:

Art. 9º A União concederá redução extraordinária integral das prestações relativas aos contratos de dívidas administrados pela

Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda, por prazo igual ou inferior ao estabelecido para a vigência do Regime de Recuperação Fiscal.

[...]

Art. 17. Durante a vigência do Regime de Recuperação Fiscal, na hipótese de inadimplência em operações de crédito com o sistema financeiro e instituições multilaterais, garantidas pela União e contratadas em data anterior à homologação do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal, fica a União impedida de executar as contragarantias ofertadas.

(BRASIL, 2017).

Em vista disso, o risco associado a essa situação refere-se à possibilidade de as liminares serem revogadas caso a União recorra judicialmente, apresentando novos argumentos, ou, caso ocorra o julgamento da ação, ou seja, o juiz avaliar o mérito e decidir quem tem razão no processo. Esses cenários envolvem diversas incertezas, já que não se sabe como deverá ser efetuados os pagamentos das parcelas em aberto. Elas podem ser adicionadas e diluídas no saldo do contrato da lei 9.496/97, ou, no pior cenário, a União pode requisitar o pagamento imediato, sob o risco de incorrer em elevados encargos caso o Estado não arque. Além disso, a obrigação dos pagamentos das próximas parcelas será retomada, o que exigirá um grande desembolso financeiro por parte do Estado, só em 2020, até agosto, a União já honrou o montante de R\$ 5,8 bilhões.

Enquanto perdurar essa situação o estoque da dívida só irá crescer, já que o Estado não está efetuando o pagamento das amortizações, juros e encargos da dívida. Assim, os valores honrados pela União estão sendo atualizados com encargos de inadimplência e somados ao saldo total como passivo circulante. As parcelas em aberto provavelmente terão de ser refinanciadas e incorporadas ao saldo devedor, já que o Estado não possui recursos financeiros suficientes para quitá-las.

6.4.2 Lei Complementar nº 173/2020

A Lei Complementar nº 173, sancionada em 27/05/2020, instituiu o Programa Federativo de Enfrentamento ao Corona vírus, além de alterar alguns dispositivos da LRF e dar outras providências. Sua origem advém da crise de calamidade pública ocasionada pela pandemia do Covid-19, a qual reduziu as arrecadações tributárias e exigiu um maior investimento em saúde para lidar com os problemas decorrentes do vírus. A Lei estabelece artigos referentes ao endividamento público, os quais visam a suspensão de pagamentos dos contratos, e um consequente

auxílio fiscal para os entes. O artigo 4º define essa possibilidade nos contratos celebrados com o sistema financeiro e instituições multilaterais de crédito:

Art. 4º Os Estados, o Distrito Federal e os Municípios poderão realizar aditamento contratual que suspenda os pagamentos devidos no exercício financeiro de 2020, incluindo principal e quaisquer outros encargos, de operações de crédito interno e externo celebradas com o sistema financeiro e instituições multilaterais de crédito.

(BRASIL, 2020a).

Nesse sentido, o Estado de Minas Gerais manifestou o seu interesse em promover os aditivos contratuais nos termos deste artigo. Assim, em conformidade com o disposto, o Estado aditou os contratos de operações de crédito firmadas com o BNDES e a CAIXA, solicitando a suspensão temporária de pagamentos do principal e encargos da dívida por 12 (doze) meses e a prorrogação do prazo total de amortização do contrato por igual período, conforme § 4º, ficando certo que serão mantidas todas as demais condições financeiras e de garantias em vigor na data da celebração dos aditivos contratuais.

A suspensão dos pagamentos resultará em uma economia de aproximadamente R\$ 6 milhões de serviço da dívida para o Estado no ano de 2020, nos contratos da Caixa Econômica Federal, e R\$ 74,18 milhões nos contratos do BNDES. Em contrapartida, o benefício da suspensão acarretará no pagamento de R\$ 7,99 milhões e R\$ 90,91 milhões, respectivamente, a mais pelo Estado, distribuídos ao longo dos fluxos do contrato.

Os valores pagos durante o período abrangido pela suspensão e anteriores ao aditivo contratual serão apropriados como amortização extraordinária da dívida. A economia decorrente da suspensão dos contratos deverá ser aplicada preferencialmente em ações de enfrentamento da calamidade pública decorrente da pandemia da Covid-19, conforme inciso II do art. 2º da referida lei.

Ainda, a lei complementar estabelece medidas visando a suspensão do pagamento do contrato firmado com a União com amparo na Lei nº 9.496/97.

Art. 1º[...]

§ 1º O Programa de que trata o caput é composto pelas seguintes iniciativas:

I - suspensão dos pagamentos das dívidas contratadas entre:

- a) de um lado, a União, e, de outro, os Estados e o Distrito Federal, com amparo na Lei nº 9.496, de 11 de setembro de 1997, e na Medida Provisória nº 2.192-70, de 24 de agosto de 2001;

(BRASIL, 2020a).

Conforme diretrizes expressas no art. 2º, os valores suspensos da dívida com a União, no período de 1º de março a 31 de dezembro de 2020, serão apartados e incorporados aos respectivos saldos devedores em 1º de janeiro de 2022, com atualização pelos encargos financeiros de adimplência. A lei, ainda, autoriza a aplicação do mesmo tratamento (evolução das parcelas em aberto com encargos de adimplência) para as parcelas da dívida com a União não pagas em razão de liminar em ação judicial, assim como dispõe o art. 2º, § 6º descrito a seguir:

Art. 2º [...]

§ 6º Os valores anteriores a 1º de março de 2020 não pagos em razão de liminar em ação judicial poderão, desde que o respectivo ente renuncie ao direito sobre o qual se funda a ação, receber o mesmo tratamento previsto no inciso I do § 1º deste artigo, devidamente atualizados pelos encargos financeiros contratuais de adimplência.

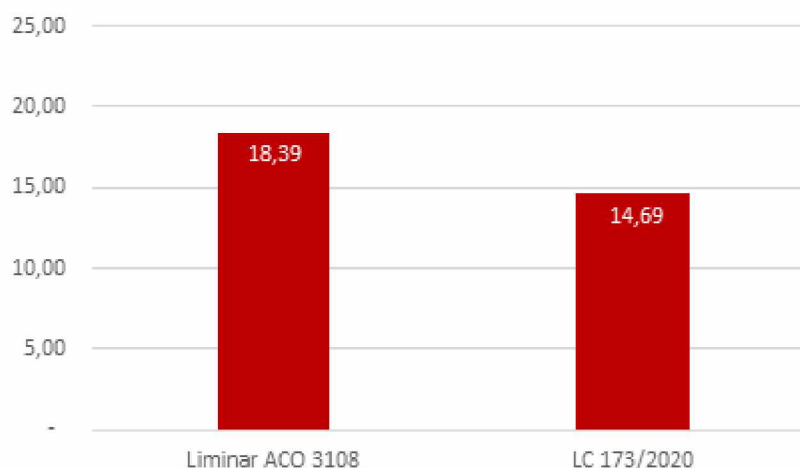
(BRASIL, 2020a).

Contudo, o Banco do Brasil, agente financeiro que administra o contrato com a União, entende que a aplicação dos efeitos da lei complementar 173/2020 não pode ocorrer caso o Estado de Minas Gerais não desista da liminar ACO 3108. Assim, os efeitos de suspensão de março a dezembro não seriam possíveis sem essa renúncia. Por outro lado, na visão do estado os pagamentos em aberto de março a dezembro devem ser suspensos e evoluídos com encargos de adimplência independente da desistência da liminar. Esse impasse ainda não foi solucionado e o Estado encaminhou um ofício para STN emitir um parecer sobre a situação.

O Gráfico 11, a seguir, demonstra o ganho que poderá ser obtido com a aplicação da LC nº 173/2020, no caso de o estado desistir da liminar. Essa diferença de aproximadamente R\$ 4 bilhões está relacionada com a metodologia de cálculo na apuração das parcelas não pagas. Desse modo, caso a Liminar ACO 3108 seja mantida até o final de 2020 e não sejam aplicadas as medidas da LC nº 173/2020, todas as parcelas não pagas serão atualizadas pelos encargos de inadimplência, o que implica em 1% de mora ao mês sobre os valores que estão em atraso. Por outro lado, no caso de aplicação das medidas e renúncia ao direito sobre o qual se justifica a ACO 3108, as parcelas serão atualizadas apenas pelos encargos de adimplência.

Gráfico 11 - Comparativo entre os valores atualizados das parcelas não pagas - ACO 3108 e LC 173/2020.

(Em R\$ bilhões)



Fonte: Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública

A diferença apresentada no gráfico tende a ficar cada vez mais significativa com o passar do tempo, já que o direcionamento, até o momento, é a manutenção das liminares. Assim, apesar das vantagens significativas, o Estado provavelmente não desistirá delas, já que não possui garantias de como os pagamentos que deixaram de ser efetuados, em razão da ação, deverão ocorrer. O risco financeiro é, então, muito grande e não é algo que o estado queira e nem possa assumir. O cenário das liminares se torna ainda mais oneroso para o Estado, já que este não pode usufruir de todos os benefícios apresentados na lei. Só resta então garantir a suspensão dos pagamentos junto a STN durante março a dezembro, conforme definido na lei.

Na prática, em termos de fluxo de caixa, a medida de suspensão do serviço da dívida não produzirá efeitos imediatos, pois os pagamentos das parcelas estão suspensos desde junho de 2018. Contudo, além do possível ganho financeiro citado, no cálculo dos encargos, a aplicação dos efeitos da lei pode liberar recursos orçamentários. O ganho estimado na execução orçamentária é aproximadamente R\$ 4 bilhões da despesa com serviço da dívida no orçamento de 2020, assim, as parcelas não pagas, não serão mais empenhadas e liquidadas, medida balizada pelo instrumento jurídico supracitado. Com a suspensão dos empenhos, os recursos orçamentários podem ser destinados para outros fins. Portanto, a interrupção dos pagamentos de março a dezembro de 2020, caso ocorra, resultará em impactos positivos para o Estado tanto no cálculo dos encargos quanto na execução orçamentária.

6.4.3 Lei Complementar nº 159 – Regime de Recuperação Fiscal

Em 2017 foi promulgada a Lei Complementar 159 que instituiu o Regime de Recuperação Fiscal (RRF) para os Estados e o Distrito Federal. O objetivo é fornecer aos Estados, que apresentam grave desequilíbrio financeiro, instrumentos para o ajuste de suas contas, fortalecendo a LRF. O artigo 3º do RRF estabelece os critérios para considerar um desequilíbrio financeiros grave:

Art. 3º [...]

I - receita corrente líquida anual menor que a dívida consolidada ao final do exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal, nos termos da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000;

II - despesas liquidadas com pessoal, apuradas na forma do art. 18 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, com juros e amortizações, que somados representem, no mínimo, 70% (setenta por cento) da receita corrente líquida aferida no exercício financeiro anterior ao do pedido de adesão ao Regime de Recuperação Fiscal; e

III - valor total de obrigações contraídas maior que as disponibilidades de caixa e equivalentes de caixa de recursos sem vinculação, a ser apurado na forma do art. 42 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000.

(BRASIL, 2017).

Em, suma o regime consiste em um conjunto de leis que devem ser aprovadas pelos estados que desejam aderi-lo, as quais formam o Plano de Recuperação. O artigo 2º estabelece as medidas de ajuste que essas leis devem implementar, tais como privatização de empresas para a quitação de passivos, redução de incentivos ou benefícios de natureza tributária, dentre outros. Além disso, os estados que aderirem ao regime, conforme artigo 8º da LC 159, devem se submeter a um conjunto de vedações durante a vigência do RRF.

Por outro lado, conforme os artigos 9º e 17º, a União concederá redução extraordinária integral das prestações relativas aos contratos de dívidas administrados pela STN, além de ficar impedida de executar as contragarantias oferecidas. Esse benefício garante ao Estado um grande alívio financeiro, enquanto durar o regime, para possibilitar o equilíbrio e ajuste das contas. Dada a situação atual, a adesão ao Regime de Recuperação Fiscal, nos termos da Lei Complementar nº 159/2017, é considerada pela gestão atual como primordial para viabilizar esse rearranjo das finanças estaduais. Contudo, para o plano ser aprovado é necessário a aprovação

dos deputados estaduais na Assembleia Legislativa de Minas Gerais, o que ainda não ocorreu.

Nesse sentido, o anexo de Riscos Fiscais da LDO 2021 sinaliza, conforme condição já imposta pelo governo federal à administração pública mineira, que a manutenção das liminares citadas depende da adesão do Estado ao RRF. O montante aproximado, em termos nominais, que o Estado deixa de pagar é cerca de R\$ 9,245 bilhões por ano, conforme dados de 2019. O trecho a seguir demonstra a necessidade da aprovação do Plano de Recuperação Fiscal e o desenha como a única alternativa possível para evitar o desembolso financeiro imediato das parcelas em aberto:

Assim, caso Minas Gerais não consiga a aprovação do seu Plano de Recuperação Fiscal, seja por questões de ordem política, por entraves no cumprimento dos requisitos de entrada ou por quaisquer outras razões, o Estado deverá voltar a quitar as parcelas da dívida que não estão sendo pagas, além de regularizar aquelas deixadas em aberto durante os últimos dois exercícios. Isso implicaria na necessidade de um desembolso financeiro imediato que drenaria recursos previstos para outras áreas, colocando em risco o adimplemento de obrigações relativas a prestações de serviços essenciais, o cumprimento do calendário de pagamento dos servidores públicos estaduais, o repasse devido aos Municípios a título de transferência e o pagamento das folhas de pessoal do Poder Judiciário estadual, Ministério Público e Defensoria Pública, entre outros.

(MINAS GERAIS, 2020a, p. 16).

O destaque à adesão ao regime tem relação direta com a inviabilidade de realizar o desembolso financeiros imediato das parcelas suspensas. Desse modo, a prioridade da atual gestão está relacionada às projeções e análises das condições impostas pela legislação, com o intuito de encontrar o melhor cenário para a dívida pública. É importante ressaltar que existe um Projeto de Lei Complementar (PLP) na câmara dos deputados, o PLP 101/20, que apresenta diversas alterações para o regime de recuperação fiscal e, portanto, pode modificar os benefícios e vantagens da adesão. Assim, o Estado, por meio de DCGD, está constantemente elaborando estudos comparativos entre as diferentes propostas a fim de definir a conjuntura mais vantajosa e viável.

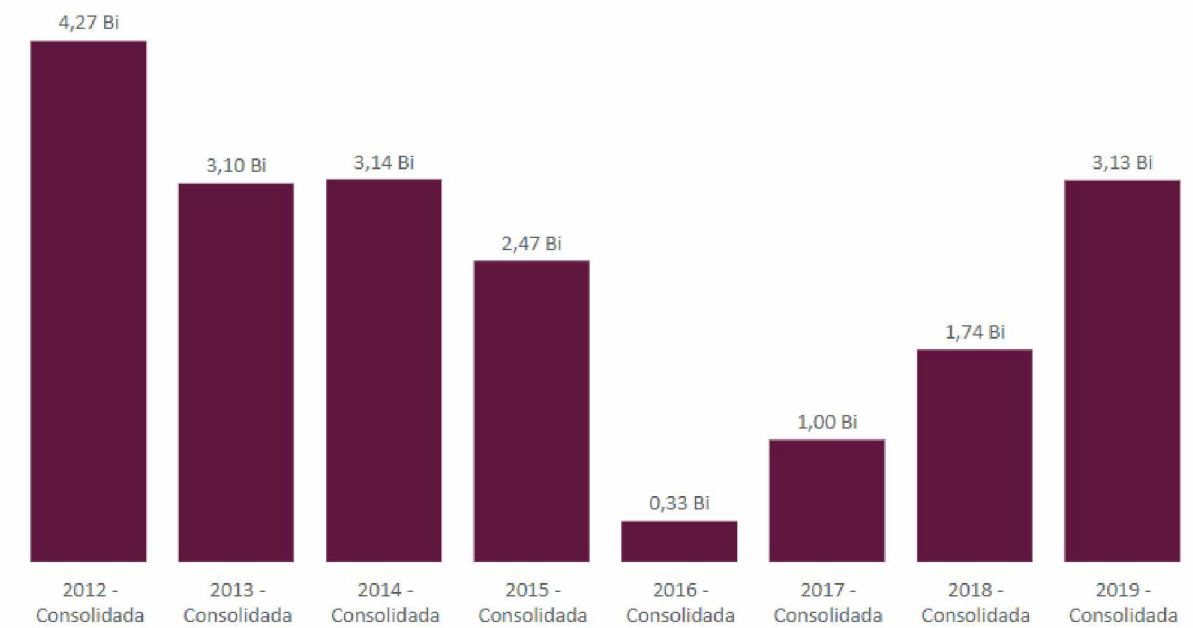
7 REESTRUTURAÇÃO CRC/CEMIG

Esse capítulo tem como objetivo analisar a reestruturação do contrato CRC/CEMIG, ocorrida em 2012, que originou três novos contratos e comparar com o cenário onde tal contrato permanecesse vigente. Além disso, pretende determinar e detalhar como foi o processo de execução dessa estratégia no âmbito da gestão no Estado de Minas Gerais, destacando como foi identificada a oportunidade de reestruturar, como foi feita a seleção dos credores e como realizou-se a análise de viabilidade da operação e a gestão de riscos.

Para fins de evolução do contrato CRC/CEMIG o presente trabalho considerou um cenário de repactuação dos pagamentos, a partir de 31/12/2012, com base no sistema de amortização constantes. Desse modo, os pagamentos a partir da data supracitada conteriam um valor de amortização igual em todas as parcelas, somados aos juros estabelecidos no contrato e na variação do IGP-DI que corrige o saldo e, conseqüentemente, reflete nos montantes de amortização e nos juros. Essa adaptação tem relação com as premissas para o pagamento do contrato CRC/CEMIG à época, que eram realizados com a parcela de 65% dos dividendos e juros sobre capital próprio ordinário que cabiam ao Estado na sua condição de acionista. Nesse sentido, as projeções de pagamentos levavam em conta o valor previsto de lucro líquido no plano diretor da CEMIG à preços constantes de dezembro de 2012.

De fato, essa previsão não se realizou na prática. O Gráfico 12, a seguir, demonstra o lucro líquido consolidado da CEMIG no período de 2012 a 2019. É possível observar que os resultados apresentados estão distantes das projeções feitas, como exemplo o planejado para 2016, à preços de 2012, era de R\$ 5,9 bilhões enquanto neste ano observou-se apenas um lucro de R\$ 0,33 bilhões. A trajetória dos lucros previstos era crescente durante todo o intervalo e se mostrou descolada da realidade observada.

Gráfico 12 - Lucro líquido ou prejuízo consolidado da CEMIG no período de 2012 a 2019.



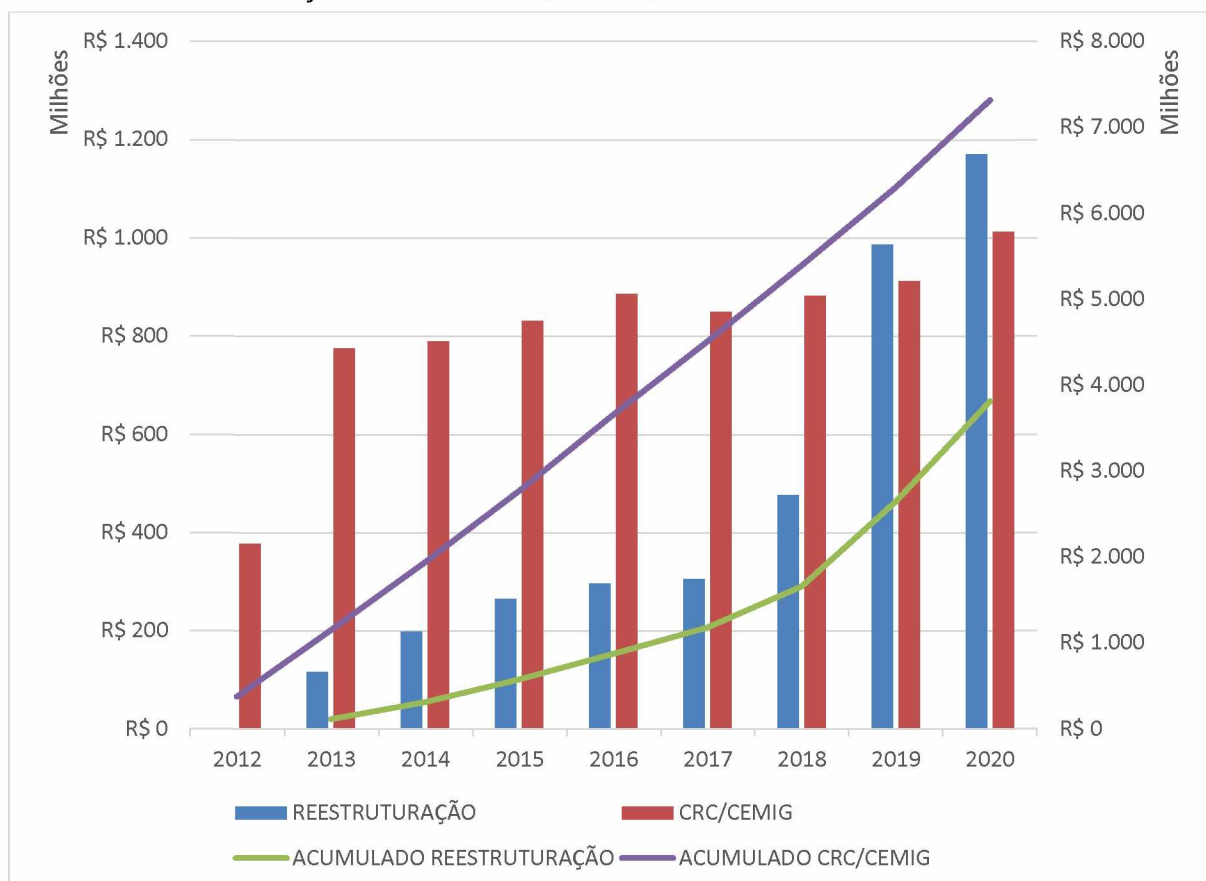
Fonte: Portal da Governança das Empresas Estatais - SEF/MG – 2020.

Nesse sentido, não é possível pressupor como seriam feitos os pagamentos do contrato e em qual montante, já que os dividendos entravam como amortização extraordinária. As parcelas previstas em contrato não eram suficientes para cobrir os juros e pagar o contrato no longo prazo, que só crescia mesmo com as amortizações maiores que as parcelas previstas no cronograma do contrato. Portanto, as simulações realizadas refletem os mesmos parâmetros do contrato original, porém com o sistema de amortização constante.

O Gráfico 13, a seguir, demonstra o serviço da dívida pública dos três contratos reestruturados em comparação ao fluxo do contrato CRC/CEMIG caso a reestruturação não tivesse ocorrido, o eixo da direita representa o acumulado e o eixo da esquerda os valores anuais. É possível observar uma redução significativa no serviço até 2019. Esse fato está relacionado diretamente ao prazo de carência de cinco anos para o início das amortizações nos novos contratos realizados, assim, o pagamento do saldo devedor iniciou efetivamente de 2018 para 2019. Logo, no primeiro ano de amortização dos três contratos é possível observar um aumento significativo no serviço, o qual ultrapassou, inclusive, as simulações de permanência do contrato CRC/CEMIG. Em 2020, apesar do aumento considerável no IGP-DI no

último semestre do ano (cerca de 17%¹⁰), a diferença entre os contratos foi ainda maior, aproximadamente R\$ 200 milhões, em razão do salto do dólar destacado no gráfico 5.

Gráfico 13 - Comparativo evolução no serviço da dívida de 2012 a 2020: contratos da reestruturação e contrato CRC/CEMIG.



Elaboração própria

Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG

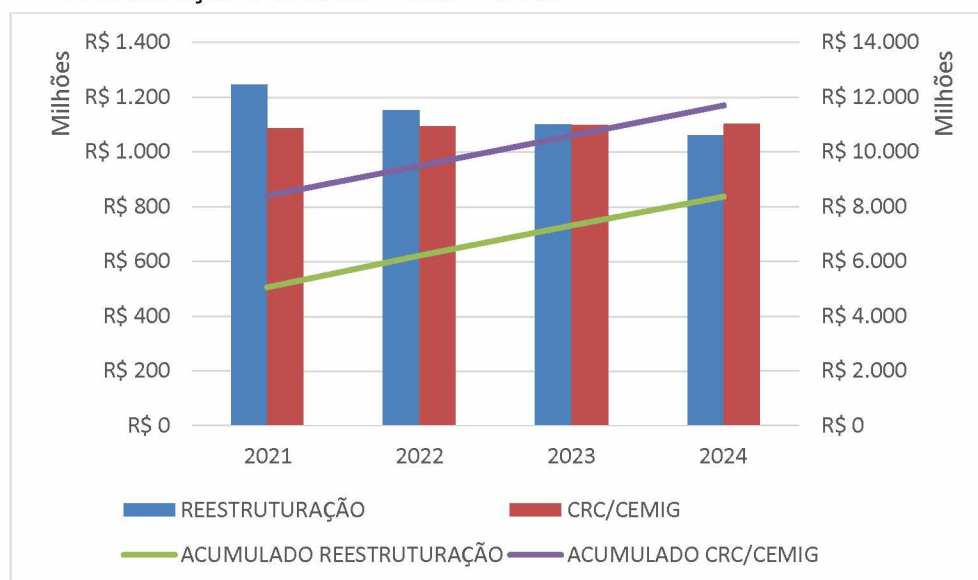
Contudo, fato é que o acumulado dos três contratos da reestruturação em relação ao acumulado, caso o contrato CRC/CEMIG continuasse a vigorar, está em um patamar inferior. Esse fato se deve principalmente ao período de carência supracitado, já que nos anos de 2019 e 2020, após o encerramento do intervalo de carência, o serviço foi superior. Embora as curvas tenham se aproximado, elas ainda se mantêm distantes em aproximadamente R\$ 3,5 bilhões, que representam o

¹⁰ O destaque nesse aumento extraordinário tem relação com a depreciação cambial e o aumento da demanda externa. Esses fatores refletiram no IPA (Índice de Preços ao Produtor Amplo) que corresponde a 60% do cálculo do IGP-DI. Desse modo, a inflação ao produtor se espalhou pelos três grupos do indicador, ou seja, nas matérias-primas, nos bens intermediários e nos bens finais.

montante economizado durante o período devido a reestruturação feita. Nesse sentido, do ponto de vista do serviço da dívida e do impacto no orçamento e no fluxo de caixa do Estado pode-se inferir que o resultado até o momento é positivo.

O Gráfico 14 a seguir demonstra a previsão para os próximos anos de serviço da dívida, com base no relatório focus¹¹ do Banco Central, com o intuito de corroborar para a conclusão da análise anterior. É possível verificar que o cenário tende a permanecer o mesmo até 2023, ou seja, o serviço dos contratos reestruturados maiores em relação ao contrato CRC/CEMIG, o que, conseqüentemente, reduz a diferença entre as curvas acumuladas para cerca de R\$ 3,3 bilhões. Assim, o somatório total continua positivo, mas com uma leve redução até 2023, já que, em 2021, por exemplo, o serviço projetado dos contratos reestruturados é superior em aproximadamente R\$ 200 milhões. A permanência desse cenário no longo prazo é preocupante na medida em que o resultado positivo da reestruturação pode não se manter. Contudo, com a redução do dólar projetada para 2024, para R\$ 4,94, junto ao aumento inesperado do IGP-DI em 2020 resultou em um cenário simulado mais favorável para a reestruturação no ano de 2024.

Gráfico 14 - Evolução na projeção do serviço da dívida de 2021 a 2024: contratos da reestruturação e contrato CRC/CEMIG.



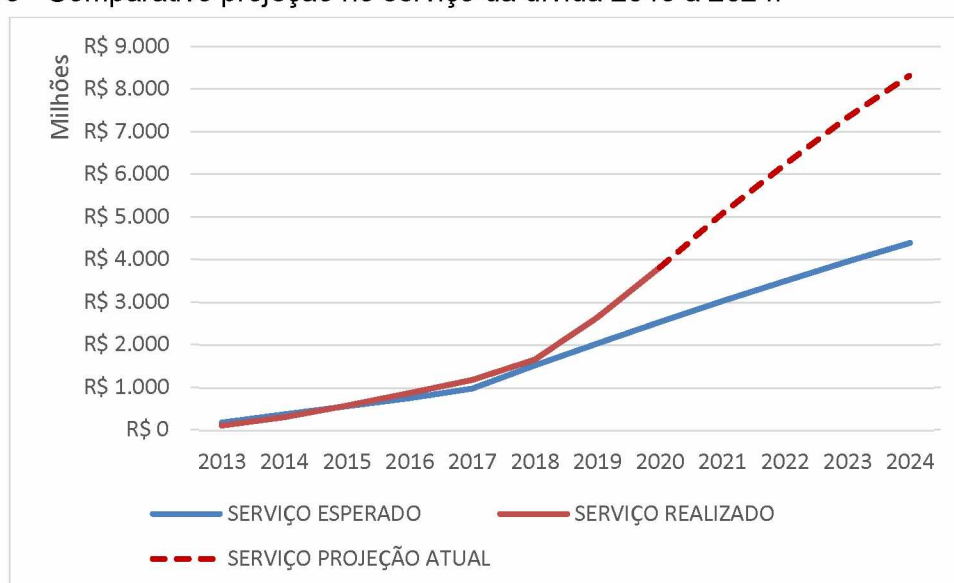
Elaboração própria

Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG

¹¹ Relatório divulgado no dia 09/11/2020.

Além disso, apesar da comparação favorável, ao analisarmos o Gráfico 15, a seguir, é possível observar que o serviço realizado e a projeção atual do serviço com essas dívidas para os próximos quatro anos, em relação a análise realizada pela Diretoria Central da Dívida Pública em 2012, estão em um descompasso crescente. Os valores projetados à época estão bem inferiores ao observado nos últimos anos, principalmente a partir de 2018 e 2019, quando iniciaram as amortizações dos contratos. Desse modo, é possível inferir que a reestruturação, no que se refere ao serviço da dívida, não apresentou um resultado tão positivo quanto o esperado.

Gráfico 15 - Comparativo projeção no serviço da dívida 2013 a 2024.

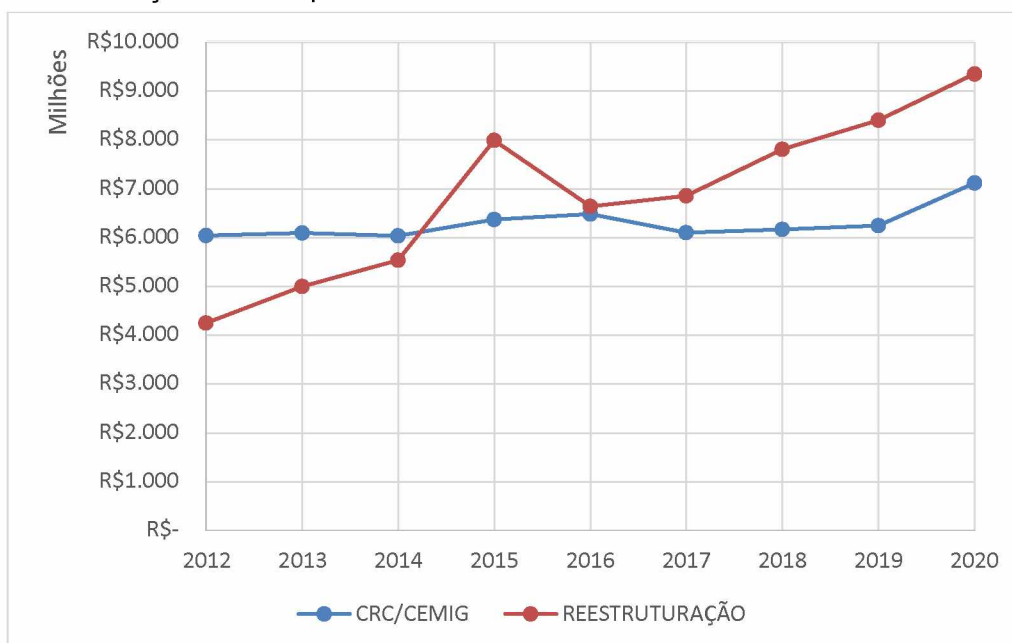


Elaboração própria

Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG

Em relação ao estoque da dívida a evolução, com base no saldo devedor dos últimos pagamento efetuados, apresenta um resultado contrário, cuja evolução no período de 2012 a 2020 é demonstrado no Gráfico 16, a seguir.

Gráfico 16 - Evolução no estoque da dívida – Minas Gerais – 2012 a 2020.



Elaboração própria

Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG

Destaque para o ponto inicial, no qual os contratos reestruturados, devido ao desconto de 35% obtido na quitação do contrato CRC/CEMIG, iniciam com um saldo consideravelmente menor se comparado a simulação do contrato original efetuada. A evolução do saldo do contrato CRC/CEMIG se mantém quase constante até 2019, em razão da correção monetária do IGP-DI. Desse modo, mesmo com o pagamento de parcelas elevadas - amortizações + juros altos - o saldo do contrato, a preços correntes, não diminuiu. Já em 2020, o saldo devedor apresentou um salto considerável em razão do grande aumento do índice de correção no segundo semestre. Por outro lado, a evolução dos contratos reestruturados expôs um resultado bem desfavorável, já que o saldo devedor aumentou muito no período analisado e, em 2015 ultrapassou o estoque referente a simulação do contrato CRC/CEMIG.

Assim, mesmo com os pagamentos efetuados no período, amortizações só ocorreram a partir de 2018, e desconsiderando os valores não pagos, os quais foram honrados pela União, o estoque dessas dívidas aumentou muito devido à evolução desfavorável da cotação do dólar. Em 2020, o valor chegou a aproximadamente R\$ 9,4 bilhões um aumento percentual de 120% em relação ao saldo devedor inicial. Ao considerar os valores não pagos, em razão das liminares, ou seja, o passivo circulante, o estoque da dívida atual apresenta um resultado ainda pior. Em julho de

2020 os contratos apresentaram um resultado de: BIRD R\$ 2.375.270.831,16; AFD R\$ 1.579.689.900,16; Credit Suisse R\$ 6.984.674.877,84.

O somatório resulta, então, em R\$ 10.939.635.609,16, os quais representam 8,2% do estoque total da dívida pública em Minas Gerais. Essa evolução, em relação ao contrato CRC/CEMIG é desfavorável, já que o saldo dos contratos reestruturados, em 2020, está cerca de R\$ 2,3 bilhões acima do valor simulado para o contrato CRC/CEMIG.

É importante ressaltar que as simulações realizadas para fins de comparação entre os contratos reestruturados consideraram um cenário pessimista para o restante dos pagamentos. Assim, desconsiderou qualquer possibilidade de negociação com a própria CEMIG para obter descontos no contrato ou redução na taxa de juros e viabilizar os pagamentos por parte do Estado. Além disso, não foi analisado a possibilidade de estabelecer contratos com outros credores internos para não incorrer em riscos cambiais, o que, provavelmente, resultaria em resultados melhores.

7.1 Análises de Viabilidade e de Risco

A análise de viabilidade do contrato de reestruturação, conforme o Manual de Instrução de Pleitos deve ser feita considerando o valor presente da dívida reestruturada em relação ao valor presente da dívida anterior. Além disso, é obrigatório um estudo comparativo da taxa interna de retorno de cada dívida em relação à nova, complementando a análise financeira. Essas exigências da Secretaria do Tesouro Nacional são objetivas, ou seja, estão bem definidas e a operação só pode ocorrer caso encontre respaldo nos pré-requisitos. Contudo, como já mencionado no referencial teórico, o manual não especifica ou detalha a metodologia de análise de risco da nova operação, apenas afirma que a dívida reestruturada deve assumir níveis prudentes de risco.

Os documentos da Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública (DCGD) não detalham a análise de viabilidade feita à época. A nota técnica nº 4 de 21/01/2013, elaborada pela diretoria após a reestruturação, especifica apenas a projeção de ganhos decorrentes da reestruturação da dívida da CEMIG em relação aos serviços esperados nos dois fluxos e na redução do estoque. Conforme entrevista realizada, essa análise, no âmbito do Estado foi restrita ao nível estratégico junto a STN. Assim, a diretoria era responsável apenas por fornecer as informações necessárias.

Entretanto esses documentos, a nível estadual, não foram encontrados e, por isso, não é possível determinar a qualidade das análises nem os processos envolvidos. A Nota Técnica Conjunta nº 17 da STN afirma que as condições financeiras da dívida a ser reestruturada foram enviadas pela Diretoria e continha a planilha com as informações do montante atual e da projeção dos fluxos de pagamentos de dividendos da CEMIG ao Estado. Alguns documentos contendo as análises da STN, determinantes para a aprovação da operação, são descritos a seguir.

A Coordenação Geral da Dívida Pública (CODIP/STN) é responsável por realizar a análise financeira da operação e a Coordenação-Geral de Gerenciamento de Risco e Planejamento Estratégico da Dívida Pública (COGEP/STN) pela análise de risco. A Nota Técnica Conjunta nº 17 de 04 de julho de 2012 elaborada pelas duas coordenações apresenta o resultado dessas análises referentes ao pleito da reestruturação da dívida do Estado de Minas Gerais junto à CEMIG.

A análise financeira realizada pela CODIP tem como objetivo verificar se a reestruturação promove a melhora da posição do Estado com relação a redução dos fluxos de pagamentos futuros. Assim, o estudo consiste no cálculo e comparação dos valores presentes e as taxas internas de retorno da dívida atual e da proveniente do novo contrato, ou seja, verifica se o valor presente e a taxa interna de retorno da dívida antiga são menores em comparação a nova dívida. Em relação à taxa de retorno os fluxos das dívidas atuais e dos provenientes do novo financiamento foram descontados por uma taxa que igualasse o somatório dos fluxos descontado ao saldo devedor de cada dívida.

As Tabelas 8 e 9, a seguir, demonstram essas análises:

Tabela 8 - Análise do Valor Presente dos Fluxos de Pagamento das Dívidas junto à CEMIG elaborada pela STN.

Título	Dívida Atual (a)	Nova dívida (b)	Diferença (c) = b - a
Saldo Devedor em 01/06/2012	5.926.226.636,84	3.852.047.313,94 -	2.074.179.322,90
Valor Presente	7.373.088.882,02	2.981.164.041,66 -	4.391.924.840,36
Credit Suisse AG	-	-	-
Saldo Devedor	3.489.657.031,62	2.268.277.070,55 -	1.221.379.961,07
Valor Presente	4.341.641.492,75	1.916.583.446,40 -	2.425.058.046,35
BIRD	-	-	-
Saldo Devedor	1.289.141.892,44	837.942.230,09 -	451.199.662,35
Valor Presente	1.603.880.232,22	567.890.114,45 -	1.035.990.117,77
AFD	-	-	-
Saldo Devedor	1.147.427.712,77	745.828.013,30 -	401.599.699,47
Valor Presente	1.427.567.157,05	496.690.480,81 -	930.876.676,24

Fonte: Folha nº 3 da Nota Conjunta nº 17 CODIP/COGEP/STN, de 04/07/2012
Elaboração própria

Tabela 9 - Análise das TIR's das Dívidas junto à CEMIG.

Título	Dívida Atual	Nova Dívida			Total
		Credit Suisse AG	BIRD	AFD	
TIR	10,13%	7,55%	6,43%	5,26%	6,79%

Fonte: Folha nº 3 da Nota Conjunta nº 17 CODIP/COGEP/STN, de 04/07/2012
Elaboração própria

Em relação a análise de riscos, efetuada pela Coordenação-Geral de Gerenciamento de Risco e Planejamento Estratégico da Dívida Pública (COGEP/STN) a metodologia parte do pressuposto que nas operações de reestruturação o Estado deve assumir níveis prudentes de risco, o que propõe que a probabilidade de ocorrer perdas em cenários desfavoráveis seja minimizada de forma a não prejudicar a capacidade de pagamento da nova dívida. É necessário ressaltar que na operação pleiteada pelo Estado de Minas Gerais a dívida junto à CEMIG está exposta a flutuações em seu indexador, o IGP-DI, por outro lado, as condições do novo financiamento envolvem incerteza associada às variações na taxa de câmbio.

Nesse sentido, foram realizadas simulações para identificar a probabilidade do valor presente da dívida nova se tornar superior à dívida antiga, ou seja, a

probabilidade de a operação tornar-se mais cara que a dívida já existente, em função da volatilidade nos indexadores dos contratos. Assim, procurou-se estimar quais as chances de condições macroeconômicas adversas conduzirem o financiamento nos parâmetros estabelecidos a ter um fluxo mais elevado que o endividamento anterior. Além disso, quantificou-se o excesso de risco assumido pelo Estado em cenários desfavoráveis em termos de receita líquida real, já que aumentos elevados no custo da nova dívida poderiam, no futuro, comprometer a solvência do Estado e levar à necessidade de novas reestruturações.

Conforme documentos analisados, essa pesquisa contou com a geração de cenários estocásticos para dólar, Euro, Libor e IGP-DI, com o intuito de quantificar as incertezas em torno da precificação efetuada pela CODIP. Buscou-se, assim, avaliar a sensibilidade dos fluxos de pagamentos por meio de choques de natureza aleatória em torno da expectativa média dos cenários para os indexadores que estão relacionados às dívidas do Estado. A Nota Técnica Conjunta nº 17/CODIP/COGEP/STN apresenta o resumo desse estudo e das conclusões das Coordenações da STN. Considerando o conjunto dos três financiamentos, a STN além de entender que os fluxos de pagamentos da nova contratação têm VP e TIR menores do que a dívida atual, aponta que o risco de oscilação nos novos fluxos da dívida contratada foi classificado como baixo, em comparação com a dívida atual.

As estimativas de risco realizadas envolveram dois cálculos:

Em primeiro momento, o risco tal como indicado pela probabilidade do valor presente dos fluxos de pagamentos da dívida a ser contratada ser maior do que o valor presente dos fluxos de pagamentos da dívida atual. No segundo momento, o aumento da dívida em cenários desfavoráveis, capturado por meio da estimativa da média do excesso de valor presente da dívida nova em relação ao valor presente da dívida atual, nos cenários em que tal diferença é positiva.

(STN, 2012, p. 4)

Esse estudo contou com a simulação de 2000 cenários diferentes, os quais se baseiam no Método de Monte Carlo para estabelecer uma distribuição normal e definir a probabilidade de um evento ocorrer. O parecer e as conclusões por parte da STN determinaram que, com base nas simulações realizadas, a probabilidade do valor presente da nova dívida se tornar maior que o valor presente da dívida atual é baixa. Nesse sentido, a operação foi classificada como baixo risco em comparação às condições da atual dívida. Em função desses resultados, a operação proposta foi recomendada sob o ponto de vista de custo e risco financeiros. Essa nota técnica

contribuiu para o parecer favorável da Secretaria do Tesouro Nacional e da Procuradoria Geral da Fazenda Nacional, que aprovaram a operação e a concessão de garantia por parte da União.

Apesar das simulações realizadas pela STN, é possível observar que a evolução da variação do IGP-DI e do dólar se desenvolveu de forma desfavorável para a reestruturação ocorrida. Os documentos por parte da STN não detalham os cenários gerados e, desse modo, não é possível inferir se a evolução dos índices de 2013 a 2020, apresentados na Tabela 10, a seguir, foi considerado na análise. A variação acumulada do IGP-DI no período exposto foi de 54,12% enquanto a variação acumulada do dólar foi de 159,87%, uma diferença expressiva e que impactou diretamente o serviço esperado e o estoque dessas dívidas.

Tabela 10 - Trajetória da variação do índice de preço IGP-DI e do dólar no período de 2013 a Julho 2020.

ANO	VARIAÇÃO IGP-DI	IGP-DI ACUMULADO	VARIAÇÃO DÓLAR	DÓLAR ACUMULADO
2013	5,40%	5,40%	10,39%	10,39%
2014	3,74%	9,34%	9,07%	20,40%
2015	10,20%	20,49%	41,56%	70,44%
2016	6,95%	28,87%	4,76%	78,56%
2017	-0,40%	28,35%	-8,54%	63,31%
2018	6,92%	37,24%	14,48%	86,95%
2019	7,44%	47,45%	7,96%	101,84%
2020	4,53%	54,12%	28,75%	159,87%

A reestruturação efetuada, com relação aos indexadores, não foi, até o momento, positiva para o Estado, já que a diferença entre os dois índices está significativamente desfavorável. Apesar disso, ao analisar o valor presente a vantagem se mantém para os contratos reestruturados: Credit Suisse \$ 1.015.547.187,03, AFD € 250.658.543,73 e BIRD \$ 396.242.619,22, que somam um total, com a conversão atual¹², de R\$ 8.978.512.381,14. Enquanto a simulação de continuidade do contrato CEMIG apresentaria um valor presente de R\$ R\$ 9.344.170.134,96¹³. Contudo, essa vantagem tem relação direta com o desconto obtido para o pagamento antecipado do contrato CRC/CEMIG de 35% do saldo

¹² Taxa de câmbio referente ao dia 30/11/2020.

¹³ Cálculo efetuado com base na projeção de IGP-DI disponibilizada pelo Sistema de Expectativas de Mercado do Banco Central do Brasil. Desse modo, replicou-se a projeção elaborada para o ano de 2021 a todos os anos subsequentes.

devedor. Assim, a comparação entre os valores presentes deve ressaltar essa diferença elevada de saldo devedor logo no ano de 2012, na partida. A evolução dos fluxos já inicia com uma vantagem expressiva o que torna, de certa forma, a comparação desleal nesse sentido.

Os documentos analisados apenas descrevem a metodologia de estudo feito à época e não divulgam de fato os dados e projeções com o detalhamento necessário para avaliar a qualidade. Além disso, essa análise, a partir da descrição feita pelos pareceres da STN e notas técnicas, aparenta ocorrer restrita ao âmbito federal, tendo o Estado apenas fornecido as projeções de fluxo e saldo das dívidas. Entretanto, após entrevistas realizadas, informou-se que o Estado, em nível mais estratégico, participou das análises efetuadas, mas não existem documentos que detalham essa participação. Relatou-se que foram analisados critérios mercadológicos e jurídicos que impactam na operação, como o valor presente da nova dívida e a taxa interna de retorno além do conceito jurídico da lei de licitações, onde foi ofertada a melhor taxa de crédito e de estruturação. Essas foram as principais variáveis consideradas e o resultado dos estudos apontavam para ganhos inestimáveis ao Estado. Além disso, houve consideração dos impactos nos balanços da CEMIG, que também foram muito positivos, gerando, inclusive, dividendos extraordinários como resultado da operação.

Conclui-se que não é possível determinar, de fato, qual foi a contribuição do Estado nas análises, mas, de qualquer maneira, a diretoria não representou um papel importante na análise de risco feita à época, seja por falta de ferramentas ou de equipe capacitada para tal. Esse fato inviabiliza o gerenciamento contínuo dos resultados dessa operação. Assim, a Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública não elaborou projeções de risco e, portanto, não realizou o acompanhamento das decorrências dessa estratégia, o que impossibilita eventuais mudanças e adaptações caso o cenário macroeconômico apresente resultados desfavoráveis. As entrevistas apontam que durante a gestão governamental, em que se deu a operações, houve uma rotina de acompanhamento dos resultados, a nível estratégico, mas que não perpetuou durante outras gestões.

7.1.1 Proteção cambial

Conforme entrevistas realizadas, a diretoria, na época da reestruturação, buscou estabelecer alguma ação para evitar o risco cambial dos novos contratos.

Esse estudo caminhou no sentido de realizar um hedge cambial, ou seja, fazer uma amarração entre os vencimentos e pagamentos da dívida com o câmbio que era bem favorável na época. O hedge é uma estratégia de proteção muito utilizada por investidores para diminuir os riscos de suas aplicações, ou seja, a ideia é reduzir ao máximo a perda de capital com variações de índices como o dólar. Nesse sentido, como mudanças bruscas e inesperadas são prováveis de ocorrer o hedge possibilita maior segurança, previsibilidade e redução dos riscos.

Uma das ferramentas para fazer o hedge cambial é por meio de negociações e contratos do mercado futuro. Assim, é possível estabelecer contratos derivativos¹⁴ com a estimativa futura do dólar, para mitigar o risco financeiro da reestruturação. Contudo, a avaliação que foi realizada à época definiu que o Estado não poderia atuar com negociações de mercado futuro, como o hedge cambial. Essa avaliação foi feita a nível estratégico, ou seja, superintendência e subsecretário, e a informação obtida, por meio de consulta à Advocacia Geral do Estado, foi de que o Estado não poderia trabalhar com derivativos e travar a operação com uma fixação de câmbio.

No entendimento dos entrevistados, o que faltou para a operação ser melhor sucedida foi a proteção cambial. Contudo, as propostas elaboradas pelos servidores não foram aceitas pela direção da SEF e nem pela AGE, já que não obteve o apoio jurídico necessário. Não foram encontrados os arquivos e ou documentos sobre essa consulta e, com isso, não se sabe ao certo a justificativa jurídica utilizada para impedir o Estado de realizar a operação de hedge cambial.

7.1.2 Seleção do Credor

Conforme documentos apurados, enviados a Advocacia Geral do Estado para subsidiar um parecer de aprovação à contratação da operação de crédito, a seleção dos credores foi feita mediante análise das propostas solicitadas pelo Estado de Minas Gerais (mutuário) às instituições financeiras. Esse procedimento, realizado pelo Estado no âmbito das transações do tipo contemplado pelos Documentos do Empréstimo, é descrito como usual e exigido pelas leis. Assim, as informações apontam que a seleção do credor e a execução dos Documentos do Empréstimo estão

¹⁴ Derivativos são contratos que derivam a maior parte de seu valor de um ativo subjacente, taxa de referência ou índice.

de acordo com a Lei aplicável, incluindo todas as Leis que regem as compras públicas e a execução e entrega de acordos pelo Mutuário no Brasil ou no Estado de Minas Gerais.

Contudo, não houve acesso a detalhes sobre os credores que enviaram propostas, e, qual o critério de escolha. As entrevistas apontam que a seleção teve como preceito a menor taxa de juros proposta entre os credores externos. Assim, não há informações sobre a análise formais de propostas internas.

7.1.3 Oportunidade da reestruturação

A oportunidade para realizar a reestruturação, conforme entrevista realizada, surge em um momento em que o *rating* do Estado de Minas Gerais atingiu o grau de investimento. O *rating* é uma nota que as agências de classificação de risco de crédito atribuem a um emissor com base na sua capacidade de honrar uma dívida, fundamentado em uma série de análises, que incluem a avaliação de alguns documentos importantes fornecidos e detalhados pela instituição em questão. Assim, os investidores e credores sabem o nível de risco que estão assumindo ao estabelecer contratos com o Estado.

Atualmente duas agências internacionais de classificação de risco de crédito realizam esse estudo sobre Minas Gerais: *Moody's Investors Service* e a *S&P Global Ratings*. Essas avaliações estão diretamente ligadas com a contratação da operação de crédito com o Credit Suisse, na reestruturação do contrato da CEMIG, já que era uma exigência do credor, no momento da contratação, que o *rating* do Estado estivesse classificado em grau de investimento. Assim, o banco arca com os custos desse procedimento para monitorar seus devedores por meio das duas agências. Portanto, a avaliação passou a ser feita efetivamente a partir de 2012 e, por isso, as classificações do S&P Global Ratings iniciam somente nesse ano.

A Tabela 11 a seguir demonstra a escala utilizada pela instituição na classificação de risco das entidades avaliadas. Atualmente, o Estado de Minas Gerais se encontra na categoria SD, que pertence ao grau especulativo.

Tabela 11 - Escala globais de Ratings S&P Global.

GRAU DE INVESTIMENTO	GRAU ESPECULATIVO
AAA	BB
AA	B
A	CCC
BBB+	CC
BBB	C
BBB-	R
	SD
	D

Fonte: S&P Global Ratings – 2020.

A classificação atual está em um nível extremamente ruim, ficando acima apenas do grau especulativo D.

Um devedor é avaliado em 'SD' (default seletivo) ou em 'D' se a S&P Global Ratings considerar que há um default de uma ou mais de suas obrigações financeiras, de curto ou longo prazo, avaliadas ou não, porém excluindo-se instrumentos híbridos classificados como capital regulatório ou em descumprimento de pagamentos, de acordo com os termos da obrigação. O rating 'D' também é atribuído quando a S&P Global Ratings acredita que o default será geral e que o devedor não conseguirá pagar todas, ou quase todas, as suas obrigações no vencimento. Um rating 'SD' é atribuído quando a S&P Global Ratings acredita que o devedor entrou em default seletivo em uma emissão específica ou em uma classe de obrigações, mas continuará honrando tempestivamente suas obrigações de pagamento relativas a outras emissões ou classes de obrigações. O rating de um devedor é rebaixado para 'D' ou 'SD' no evento de uma reestruturação de dívida distressed. (S&P GLOBAL RATINGS, 2020, p. 5)

Contudo, esse cenário de descumprimento de pagamentos e *default* seletivo do Estado é, de certa forma, recente. A Tabela 12, a seguir, demonstra essa degradação do *rating* ao longo dos últimos anos. É possível observar que esse processo se inicia em 2015 e, desde então, a posição do Estado só piorou.

Tabela 12 - S&P Global Ratings - Histórico dos ratings do Estado de Minas Gerais.

S&P GLOBAL RATINGS		
(evolução ratings - Minas Gerais)		
DATA	RATING	PERSPECTIVA
02/07/2012	BBB-	estável
29/07/2015	BBB-	negativa
11/09/2015	BB+	negativa
17/02/2016	BB-	negativa
13/12/2016	B-	negativa
16/08/2017	B-	estável
24/08/2018	CCC-	negativa
25/02/2019	SD	-

Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG – 2020.

Em 2012, então, a classificação do Estado obteve rating BBB-, o primeiro necessário para categorização no grau de investimento. A partir de 2015, o *rating* de Minas Gerais obteve avaliações negativas e com perspectivas desfavoráveis de forma consecutiva, alcançando a situação atual.

A Moody's Investors Service, por outro lado, divulga a rating do Estado de Minas Gerais desde 2000. Conforme entrevista realizada, não se sabe, de forma detalhada, como foram feitas as análises anteriores a 2012, é provável que as classificações sejam referências baseadas na avaliação do soberano (União). Assim, desde a contratação da operação, em 2012, o estudo de *rating* acontece de forma específica para o Estado, com análise de informações e documentos solicitados, como projeções em formato RREO, cronograma de vencimentos da dívida detalhado por contrato e data de pagamento, dentre outros. A Tabela 13, a seguir, demonstra a escala de *rating* utilizada pela agência e o grau de classificação atual do Estado que está no segmento especulativo B2.

Tabela 13 - Escala globais de Ratings Moody's Investors Service.

GRAU DE INVESTIMENTO	GRAU ESPECULATIVO
Aaa	Ba1
Aa1	Ba2
Aa2	Ba3
Aa3	B1
A1	B2
A2	B3
A3	Caa
Baa1	Ca
Baa2	C
Baa3	

Fonte: Moody's Investors Service – 2020.

É possível observar, a partir do histórico, que o *rating* do Estado evoluiu desde 2000 até 2012, primeiro momento em que atingiu o grau de investimento. Posteriormente, em consonância com a análise efetuada pela S&P, a classificação regrediu significativamente. Esse histórico corrobora com os apontamentos abordados nas entrevistas de que a possibilidade da reestruturação ocorreu em um momento no qual o rating do Estado estava confortável e a captação de credores externos se tornou mais fácil e possível. Em 2012 a classificação da Moody's Investors Service foi Baa3.

Tabela 14 - Moody's Investors Service - Histórico dos ratings do Estado de Minas Gerais.

RATING DE EMISSOR	fev /00	mai /05	nov /06	out /07	nov /10	dez /12	ago /15	fev /16	jun /16	abr /18
Minas Gerais	B3	B2	B1	Ba3	Ba1	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2

Fonte: Moody's Investors Service – 2020.

De fato, o acesso a crédito externo foi facilitado diante da situação fiscal do Estado à época. De acordo com as entrevistas, o Estado sempre procurou alternativas no sentido de quitar a dívida com a CEMIG e, depois de um longo período, em função da melhoria na situação ao atingir o grau de investimento, exigência de alguns credores externos como o Credit Suisse, conseguiu-se executar a operação de reestruturação da dívida. Contudo, não existem registros formais, dos quais obtive acesso, dessa procura, já que segundo o entrevistado eram apenas tratativas

informais, nas quais as respostas eram negativas em função dos riscos. Desse modo, não é possível determinar qual o esforço dos gestores da dívida para realizar a troca do oneroso contrato da CEMIG nem em que momento esse esforço aconteceu. Nesse sentido, a reestruturação de certa forma tardia, já que o saldo devedor do contrato, mesmo com a maior parte dos pagamentos efetuados, cresceu consideravelmente durante todo o período em que vigorou, aparenta não encontrar relação com a qualidade da gestão da dívida no Estado de Minas Gerais.

Além disso, a resposta para a demora na reestruturação do contrato não é simples, já que a decisão de realizar depende da conjunção favorável de muitas variáveis que interferem nesse tipo de operação. De fato, na gestão dos governadores Aécio e Anastasia foram atingidas as melhores condições para as variáveis que interferem nesse tipo de escolha, como a nota de risco de crédito explicada, os limites de endividamento, a concessão de garantias, dentre outras. Desse modo, a solução não se resume apenas em querer efetuar a troca do contrato, mas de alcançar pressupostos importantes nas contas públicas.

Ainda, a partir da entrevista, a identificação do pesado ônus financeiro que o contrato impunha ao Estado era de certa forma empírica e estabelecida, já que se reconhecia que os aditivos assinados instituíram condições ruins de pagamento, devido, principalmente, a herança da época em que foi assinado o contrato. Além disso, a nível estratégico os processos de gestão e de monitoramento do endividamento público, bem como o acompanhamento do mercado financeiro de maneira geral, levaram à convicção de oportunidade de rever a dívida CRC. Os conceitos de governança corporativa, empreendidos pelo Tesouro Estadual à época, também contribuíram para a operação junto a CEMIG. A iniciativa, para a execução da estratégia partiu da alta administração da Secretaria de Fazenda junto a CEMIG, resultando em um projeto da Subsecretaria do Tesouro Estadual que o efetivou em conjunto com diversos atores, como a Advocacia-Geral do Estado e a SEPLAG; todos os atores institucionais integrantes do sistema de Governança Corporativa à época.

A situação descrita, da melhora do *rating* e da facilidade de acesso a crédito, só possui um vínculo de dependência com relação ao crédito externo. A busca por um possível credor interno, descrita pelo entrevistado, não ocorreu, uma vez que a taxa interna era muito maior e não melhoraria as condições do contrato. Assim, os níveis de taxas praticadas no mercado interno não viabilizam a redução do custo do endividamento comparada, somente as taxas tomadas em moeda estrangeira que

favoreciam a redução do valor presente e da taxa interna de retorno. A exposição ao câmbio, naquela época, ainda era pouco representativa e a economia convivia com certa rigidez e estabilidade no câmbio, o que promoveu maior credibilidade para a operação.

Contudo, algumas operações de crédito internas ocorreram na mesma época da reestruturação, como da Caixa Econômica Federal e do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social cujo saldo contratado foi de aproximadamente R\$2,5 bilhões. Esses contratos apresentaram condições melhores que o contrato CRC/CEMIG, como taxas de juros baixas e indexadores mais favoráveis que o IGP-DI. Apesar disso, essas contratações não inviabilizam o argumento utilizado, já que o montante de dinheiro para quitar o contrato CRC/CEMIG era mais elevado e o acesso às linhas de crédito citadas são específicas para a execução de algum programa, como, no caso da caixa, os programas do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento), e, no caso do BNDES, programas em consonância com a política da instituição financeira em questão. Desse modo, o recurso utilizado tinha vínculo estrito com os investimentos descritos e não era um montante livre para efetuar qualquer operação, como, no caso, a quitação do contrato CRC/CEMIG.

8 GESTÃO DA DÍVIDA PÚBLICA ESTADUAL

O Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) em colaboração com o Ministério da Fazenda (MF) e o Conselho Nacional de Política Fazendária (CONFAZ), por intermédio da Comissão de Gestão Fazendária (COGEF), elaborou em 2019 um Relatório de Avaliação de Desempenho do Estado de Minas Gerais, de acordo com a Metodologia de Avaliação da Maturidade e Desempenho da Gestão Fiscal (MD-GEFIS). As informações apresentadas foram coletadas a partir de entrevistas com gestores e técnicos, responsáveis pela gestão fiscal no Estado, além de apurar, também, informações sobre as evidências para comprovar a implantação das boas práticas, a maturidade auferida e os dados para apuração dos indicadores de desempenho.

O relatório apresenta, então, as principais conclusões sobre a maturidade dos processos e o desempenho da gestão fiscal no Estado de Minas Gerais com o intuito de subsidiar o planejamento de iniciativas e projetos de modernização e estimular a adoção de procedimentos inovadores que aperfeiçoem a gestão fiscal no estado e a cultura de avaliação de resultados. A metodologia oferece um instrumento diagnóstico do nível da maturidade dos processos e do desempenho nas áreas de gestão fazendária, administração tributária e administração financeira, contribuindo para o desenvolvimento dos eixos avaliados (BID, 2019).

Um dos eixos avaliados é a administração financeira e gasto público, no qual está inserida a dimensão de gestão da dívida pública. A avaliação pretende definir se o Estado dispõe de instrumentos eficazes para a gestão da dívida pública estadual. Assim, um nível avançado neste âmbito revela que o Estado fornece, de forma eficiente, informações sobre as necessidades de financiamento do governo estadual, ao menor custo no longo prazo, respeitando a manutenção de níveis prudentes de risco, sem comprometer as metas fiscais.

A classificação do grau de maturidade do estado em relação à gestão da dívida pública estadual foi Intermediário (+)¹⁵. Essa pontuação está acima da maioria

¹⁵ “O grau de maturidade é classificado da seguinte forma: (i) Iniciante (-) se a soma dos pontos obtidos for menor que 20% do total máximo de pontos possíveis; Iniciante (+) se a soma dos pontos obtidos for maior ou igual a 20% e menor do que 40% do total máximo de pontos possíveis; Intermediário (-) se a soma dos pontos obtidos for maior ou igual a 40% e menor do que 60% do total máximo de pontos possíveis; Intermediário (+) se a soma dos pontos obtidos for maior ou igual a 60% e menor do que 75% do total máximo de pontos possíveis; Avançado (-) se a soma dos pontos obtidos for maior ou igual a 75% e menor do que 90% do total máximo de pontos possíveis e Avançado (+) se a soma dos pontos obtidos for maior ou igual a 90%.” (BID, 2019, p. 27-28)

dos Estados e tem como principal pilar o sistema robusto, inovador e consistente, que registra, controla e realiza a gestão da dívida pública no Estado de Minas Gerais, o SICOP (Sistema de Controle de Operações de Crédito). Contudo, o relatório aponta, ainda, alguns pontos de melhoria interessantes e que foram considerados pelos servidores da gestão atual.

O primeiro apontamento refere-se à ausência de estratégia de gestão da dívida pública. Assim, o BID (2019) indica que não existe uma definição e um direcionamento estratégico para a gestão da dívida no Estado, já que há apenas diretrizes gerais estabelecidas pela LDO e PPAG, por exemplo. Além disso, não estão definidos os critérios de priorização e de autorização nas contratações de novos empréstimos e, por fim, apesar de existirem mecanismos de avaliação da gestão financeira dos contratos, não há procedimentos para avaliar os resultados em relação aos objetivos de gestão estabelecidos. Desse modo, uma das principais oportunidades de melhoria sinalizada é a implementação de estratégia na gestão da dívida pública e o desenvolvimento de análises sobre os resultados da dívida.

O segundo diz respeito aos relatórios divulgados com as informações sobre o desempenho da dívida pública, os quais, segundo o diagnóstico, precisavam ser aprimorados. A justificativa tem relação com a apresentação que contempla apenas informações básicas sobre a execução da dívida, desse modo, informações e indicadores estratégicos não são divulgados e ou acompanhados. Portanto, o aprimoramento desses relatórios, anuais e mensais, é um destaque importante do BID.

O último ponto tem relação com análises de sustentabilidade da dívida, que não eram efetuadas à época. O diagnóstico indica que as simulações da dívida com análises de diferentes cenários não eram realizadas, assim as projeções só utilizavam parâmetros e indicadores oficiais com horizonte temporal de cinco anos. Além disso, não eram elaboradas análises de sensibilidade nem de custo-benefício e de impacto da dívida sobre o equilíbrio fiscal. Nesse sentido, o ponto de melhoria destacado é associado ao desenvolvimento e implementação de estudos de sustentabilidade fiscal, com avaliação de cenários de médio e longo prazo, que são indispensáveis para uma gestão eficiente da dívida pública (BID, 2019).

A análise do BID está em consonância com a percepção dos servidores da Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública. O entendimento dos gestores da dívida pública em Minas Gerais é de que a atuação da Diretoria está mais focada na

execução da dívida, ou seja, na realização e no controle dos pagamentos, em processos como a conciliação bancária, na conferência dos valores, dentre outros. Assim, a parte de gestão estratégica e planejamento é conduzida em segundo plano, o que se justifica devido à sobrecarga de atividades referentes à execução.

8.1 Sistema de Controle de Operações de Crédito

Minas Gerais, como já citado, dispõe de um sistema informatizado que controla o processo de gestão da dívida pública e prepara simulações para deliberações sobre novas contratações. O Sistema de Controle de Operações de Crédito (SICOP) foi implementado em 2014 e tem como finalidade promover a racionalização da gestão do endividamento pública estadual e mitigar riscos operacionais, otimizando, assim, os processos de controle e execução da dívida e possibilitando maior eficiência da geração de informações gerenciais. Nesse sentido, o desenvolvimento do sistema apresenta foco na automatização e simplificação dos processos que são inerentes à contratação de operações de crédito e à execução administrativa, orçamentária, financeira e contábil dos contratos de empréstimo instituídos pelo Estado. (SEF, 2020b).

O SICOP elabora todos os fluxos de controle dos contratos de financiamento, ou seja, após a efetivação da contratação do empréstimo é realizado o cadastro do contrato no sistema e, assim, é disponibilizado o cronograma de desembolsos de recursos da operação e dos pagamentos da dívida. Esses fluxos cadastrados estão integrados ao Sistema Integrado de Administração Financeira - SIAFI, o que facilita e possibilita a execução automática dos lançamentos contábeis. Além disso, o fluxo de arrecadações também está integrado ao SIAFI e, com base nesses cronogramas, o SICOP destina as tarefas de pagamento relativas à execução dos contratos para os servidores que compõem a equipe de gestão da dívida. O sistema, então, já efetua o cálculo das parcelas para a conciliação do valor calculado, e existe, ainda, a possibilidade de fazer ajustes nos valores do sistema com base em alguma justificativa. Desse modo, toda a execução da dívida é realizada pelo sistema de forma automática (SEF, 2020b).

Outra melhoria implementada na gestão, refere-se a “Máquina de regras”. Essa solução possibilita a realização do cálculo das parcelas do serviço da dívida, para fins de conciliação das cobranças, e a projeção do cronograma financeiro das operações. Além disso, essa funcionalidade permite maior flexibilidade para inclusão

de novas regras de cálculo, devido a mudanças negociadas com os credores, sem a necessidade de alterações estruturais no sistema. É possível, também, realizar avaliações das linhas de crédito ofertadas para o Estado. Assim, a partir das condições fornecidas pelos agentes financiadores, o software analisa os fluxos com o intuito de identificar oportunidades e escolher a melhor proposta, sob o enfoque econômico e financeiro, para o Estado.

As vantagens obtidas com a utilização do SICOP possibilitaram otimizar e automatizar o processo de execução dos contratos da dívida, o que, com tantos contratos e especificidades, é um diferencial para o Estado de Minas Gerais. Contudo, ainda existem diversas funcionalidades em desenvolvimento e que precisam ser implementadas para viabilizar uma gestão mais completa da dívida. Uma dessas é a geração de informações gerenciais, por meio do módulo de relatórios consolidados, com o intuito de subsidiar as tomadas de decisões e o processo de gerenciamento de riscos da dívida. Assim, o módulo auxilia na automatização e confiabilidade dos dados divulgados pelo Estado, o que tem relação com a qualidade da transparência do governo. O intuito é extrair todas as informações do SICOP, já que ele possui todas as projeções e todos os valores executados, para subsidiar as simulações do ambiente de inteligência analítica, as informações divulgadas no portal da dívida e nos relatórios. Desse modo, o processo de gestão é racionalizado e os riscos operacionais são mitigados, já que qualquer entrada de dados manual, como acontece hoje, são valores relevantes sujeitos a erros.

Outro módulo importante diz respeito às simulações da dívida. A ideia é desenvolver a mesma máquina de regras do módulo de administração para esse novo módulo, de forma que, as avaliações de linhas de crédito ofertadas para o Estado sejam analisadas de forma mais completa. O módulo de simulação vigente no sistema só permite a análise com taxas fixas, o que dificulta e inviabiliza resultados mais completos e assertivos.

Por fim, em 2019, surge a importância de implementar melhorias evolutivas para a integração do SICOP com o Sistema Integrado de Gestão do Estado, o GRP Minas, que substituirá o SIAFI a partir de 2021. Desse modo, o foco da equipe de TI se estabeleceu no desenvolvimento dessa integração, o que colocou as outras melhorias em espera.

Apesar de todas as melhorias citadas proporcionadas pelo sistema, as quais foram determinantes para uma parcela da avaliação do BID ser positiva, o

SICOP está operando de forma parcial desde 2016 e apenas com funcionalidades mínimas a partir de 2018. O sistema possui vários gargalos, devido às circunstâncias atuais, que não foram contempladas na elaboração do sistema. Assim, a execução dos contratos no sistema está parada. O cenário de inadimplência das parcelas, em razão das liminares, desde 2018 não é considerado no sistema, o que inviabiliza o desempenho das funcionalidades. Além disso, ainda não se implementou as novas regras da renegociação do contrato referente a Lei nº 9.496 de 2016, o que impossibilita a geração de cronogramas e valores corretor para fins de conciliação.

Para possibilitar a gestão da dívida, em razão da inviabilidade de execução no SICOP, existem controles gerenciais paralelos da evolução dos contratos da dívida em planilhas de Excel. Esse monitoramento é anterior à implementação do SICOP e continuou desde então, já que o sistema não permite a emissão de relatórios consolidados, então, todos os relatórios e divulgação de dados da dívida eram realizados com o controle dessas planilhas. Desse modo, a atualização por esse meio se manteve mesmo com o sistema em operação e, atualmente, a execução só é feita pelas planilhas. Esse cenário representa um risco e um retrocesso para a racionalização dos processos de gestão, por isso a relevância da implementação das melhorias citadas no SICOP.

Os controles passaram por um processo de reformulação em 2019 com o intuito de organizar, facilitar e melhorar a gestão da execução por meio desses instrumentos. Além disso, essa otimização buscou atender as demandas relativas às simulações de adesão ao RRF e à implementação de processos de gerenciamento de riscos da dívida, por meio do ambiente de inteligência analítica. Essa solução é paliativa enquanto os processos de implementação das melhorias evolutivas no SICOP não sejam concluídos. Contudo, essa situação, ainda, representa um risco operacional para a execução e gestão da dívida, já que as entradas manuais são passíveis a erros.

8.2 Ambiente de Inteligência Analítica

O ambiente de inteligência analítica é um projeto elaborado pela DCGD com o auxílio da SCGOV cujo objetivo é de traduzir as necessidades de análise sobre a dívida pública em ferramentas analíticas que envolvem o avanço tecnológico dos últimos anos. Assim, pretende-se aproveitar ao máximo o desenvolvimento

tecnológico para melhorar a gestão da dívida no que se refere ao gerenciamento de riscos, projeções de cenários, simulações de estratégias, dentre outros.

O projeto foi implementado em 2019, logo após o relatório elaborado pelo BID, sob o contexto de gradual degradação e desafios para a dívida pública estadual, junto ao aumento da capacidade de análise dos últimos anos, por meio da tecnologia. Nesse sentido, o ambiente de inteligência analítica consiste em uma arquitetura formada por pessoas capacitadas, processos e tecnologia para aumentar a capacidade de análise da gestão da Dívida Pública do Estado de Minas Gerais, reproduzindo as necessidades e melhorias necessárias, como o direcionamento estratégico, a gestão de riscos e a capacidade de análises de estratégias, em produtos intuitivos e de fácil utilização e reprodução.

A implementação do Ambiente de Inteligência Analítica tem como principal fundamento o relatório de Avaliação de Desempenho, já citado, construído pelo BID, o qual destacou como necessidades de melhoria o direcionamento estratégico, a avaliação de cenário, a análise de sensibilidade da dívida e dos riscos. Assim, buscou-se uma maturidade institucional para proporcionar uma composição da dívida com menor custo no longo prazo, respeitando a manutenção de níveis prudentes de risco, sem comprometer as metas fiscais. Além disso, alguns servidores da Secretaria de Estado de Fazenda de Minas Gerais tiveram a oportunidade de participar do Symposium/Xpo do Gartner, uma das maiores empresas de consultoria em tecnologia da informação. Desse modo, durante o simpósio foi possível conhecer metodologias de análises de dados, obter inspirações para a ideia e discutir a iniciativa com consultores, consolidando a proposta e recebendo avaliações positivas.

A metodologia para o desenvolvimento desse ambiente está fundamentada nos conceitos do Gartner com foco na criação de conhecimento que facilite a tomada de decisão. A arquitetura possui uma metodologia ágil e prioriza, por meio das etapas de implementação, o produto mínimo viável, que pode ser descrito como a menor melhoria com a capacidade de produzir o melhor valor agregado para organização com o menor custo. Conforme apresentado no Relatório de Sustentabilidade do Endividamento (2020), o processo possui as seguintes fases, que são realizadas de forma cíclica, a depender do problema, até que o nível de maturidade e os resultados sejam alcançados:

a) momento analítico: onde são elencadas as necessidades de informações do negócio para subsidiar a tomada de decisão, por exemplo, uma simulação de renegociação de dívida.

b) habilidades: definição das habilidades necessárias para desenvolvimento da solução para o momento analítico;

c) qualidade dos dados: assegurar a confiabilidade das informações que servirão de insumo para a implementação do momento analítico.

d) tecnologia: utilização de ferramentas diversificadas apropriadas para cada momento analítico específico, como linguagem R, VBA, Excel, Power BI, dentre outros;

e) organização da equipe: selecionar os membros a fim de garantir a disponibilidade das habilidades necessárias para implementação de cada um dos momentos analíticos definidos.

A partir desse processo, algumas soluções e evoluções foram desenvolvidas e são descritas a seguir.

8.2.1 Gerenciamento de riscos

Um dos pontos abordados pelo relatório do BID foi o acompanhamento apenas de indicadores de risco tradicionais. Assim, a utilização de indicadores estocásticos como o *Budget-at-Risk* não era uma prática adotada na Diretoria para a gestão de riscos da dívida pública. Esse fato foi observado na reestruturação CRC/CEMIG, na qual as análises de cenários estocásticos ocorreram no âmbito da STN. Enquanto a DCGD atuou apenas na projeção dos cenários de pagamentos de forma determinística, ou seja, sem calcular possíveis riscos.

A STN utiliza os modelos estocásticos para análise de riscos desde 2004 (STN, 2011). Esses indicadores apresentaram significativos avanços nos processos de estimativas e simulações das variáveis associadas a fatores de risco, tais como taxa de juros, inflação e câmbio. A utilização dessas medidas mais sofisticadas de risco complementa as medidas tradicionais e têm tido uso crescente nas áreas responsáveis pela gestão da dívida pública no mundo (BAGHDASSARIAN; CABRAL; SILVA, 2009). Essas análises são constantemente utilizadas por gestores de risco para subsidiar as decisões em transações específicas, tais como a reestruturação de dívidas e operações de gerenciamento de passivos que envolvem estudos de *trade-offs* em termos de custo e risco. Conforme Baghdassarian, Cabral e Silva (2009), para

lidar com essas funções é importante um investimento significativo no aprimoramento de seus recursos humanos e tecnológicos, possibilitando o desenvolvimento de sistemas de gerenciamento de riscos para efetuar comparações adequadas entre diferentes estratégias e subsidiar de forma completa o processo de tomada de decisões.

Os indicadores estocásticos de risco são obtidos a partir de simulações pelo método de Monte Carlo para algumas variáveis chave da dívida pública, como as taxas de juros, o câmbio, a inflação, entre outros. Por meio desses cálculos são obtidas distribuições de probabilidade do valor dos fluxos de pagamentos ou do valor do estoque da dívida, que permitem estimar perdas esperadas por eventos negativos que ocorrem na economia, além de quantificar a probabilidade de tais eventos. Além disso, o estudo de uma composição ótima para a dívida pública (*benchmark*) perpassa pela aplicação de métodos de simulações estocásticas, com o objetivo de encontrar uma fronteira eficiente de composições, em termos de custos e riscos, que possui o perfil desejado para o longo prazo em consonância com as preferências da sociedade. (STN, 2011).

A necessidade de utilizar, como forma de análise complementar, simulações estocásticas advém da diferença entre as expectativas de mercado utilizadas nas projeções da dívida pública para a realidade observada. Essas projeções são feitas em cenários determinísticos com base nos dados e previsões divulgados no relatório Focus do Banco Central e pela Bloomberg, empresa de tecnologia e dados para o mercado financeiro. Essa diferença significativa, principalmente em relação ao dólar, tem impacto na definição e identificação de estratégias, na análise de cenários futuros e no orçamento anual do Estado. Em grande parte dos exercícios orçamentários, a Secretaria de Fazenda efetua solicitações para suplementar o recurso destinado ao serviço da dívida, já que, normalmente, os valores previstos são inferiores aos necessários. Esses requerimentos não são aceitos com destreza e, de certa forma, ocasiona um desgaste político e a readequação ou retirada de outras áreas, já que os valores, quando relacionados a dívida pública, são muito elevados. Desse modo, a projeção, por meio de uma equação estocástica, auxilia e oferece mais um subsídio à gestão e ao planejamento estratégico da dívida pública.

Essa diferença, entre as expectativas e o observado na prática, está exposta na Tabela 15, a seguir, a qual foi utilizada para a previsão orçamentária de

2020. O valor da mediana do dólar para o ano de 2020 foi previsto, em 23 de agosto de 2019, em R\$ 3,81. Essa previsão apresentou um contraste em relação ao dólar observado em 2020, que apresenta uma mediana esperada de aproximadamente R\$ 5,45. Embora o crescimento nesse ano tenha relação com um choque estrutural inesperado, a pandemia de Covid-19, a discrepância, como já explicitado, é algo comum em quase todos os anos.

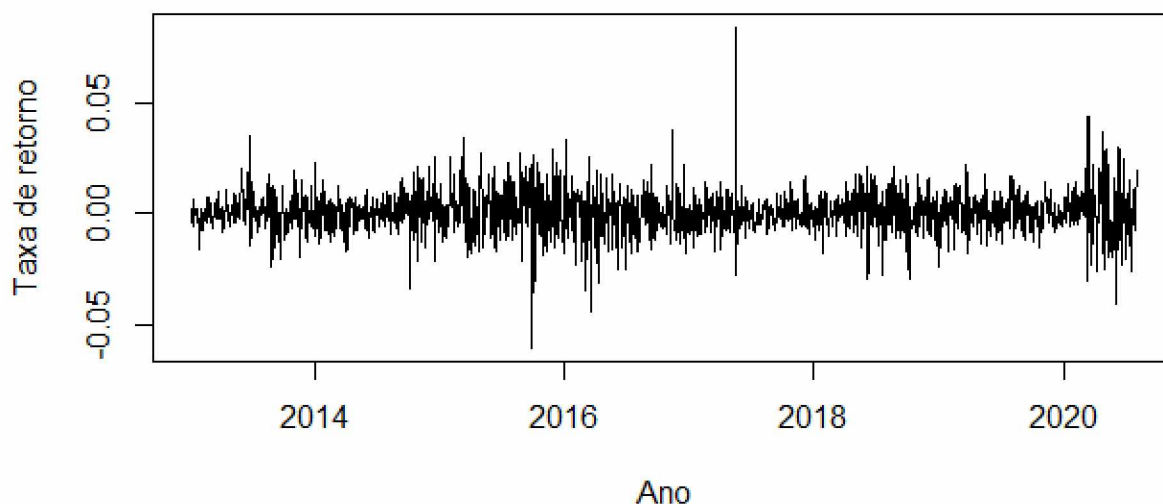
Tabela 15 - Boletim Focus de 23 de agosto de 2019.

Mediana - Agregado	2020			
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje	Comp. semanal *
IPCA (%)	3,90	3,90	3,85	▼ (1)
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)	3,90	3,90	3,82	▼ (1)
PIB (% de crescimento)	2,10	2,20	2,10	▼ (1)
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	3,80	3,81	3,81	= (1)
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	5,50	5,50	5,25	▼ (1)

Fonte: BCB / FOCUS

Nesse sentido, a importância do cálculo estocástico é evidenciada como uma forma de complementar as projeções. Essas simulações, para o dólar, são elaboradas por meio de uma equação de Movimento Browniano, que representa um movimento aleatório de uma distribuição normal padronizada (BAGHDASSARIAN, 2006). A princípio a série histórica do dólar é utilizada para calcular a taxa de retorno diária, ou seja, quanto o câmbio variou, em termos percentuais, por dia.

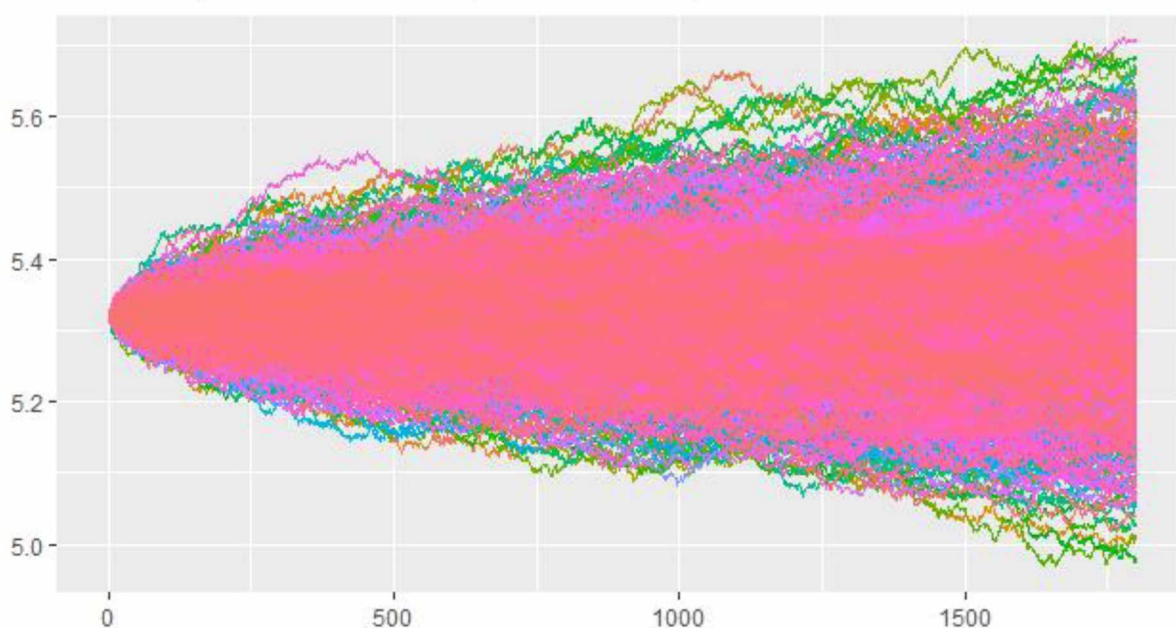
Gráfico 17 - Taxa de retorno diária do dólar.



Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG – 2020.

Com base nas taxas do Gráfico 17 acima, que representam a volatilidade do dólar, calcula-se a média e o desvio padrão dos retornos para adicioná-los na fórmula do Movimento Browniano. Assim, o software utilizado simula um cenário aleatório, fundamentado no histórico de projeção para o valor do dólar nos próximos anos. Essa simulação é feita várias vezes de forma massiva para obter resultados numéricos e calcular as probabilidades de o câmbio atingir determinado valor. O Gráfico 18, a seguir, demonstra a projeção para mais de 1200 cenários, em que cada linha representa uma trajetória diferente para o dólar.

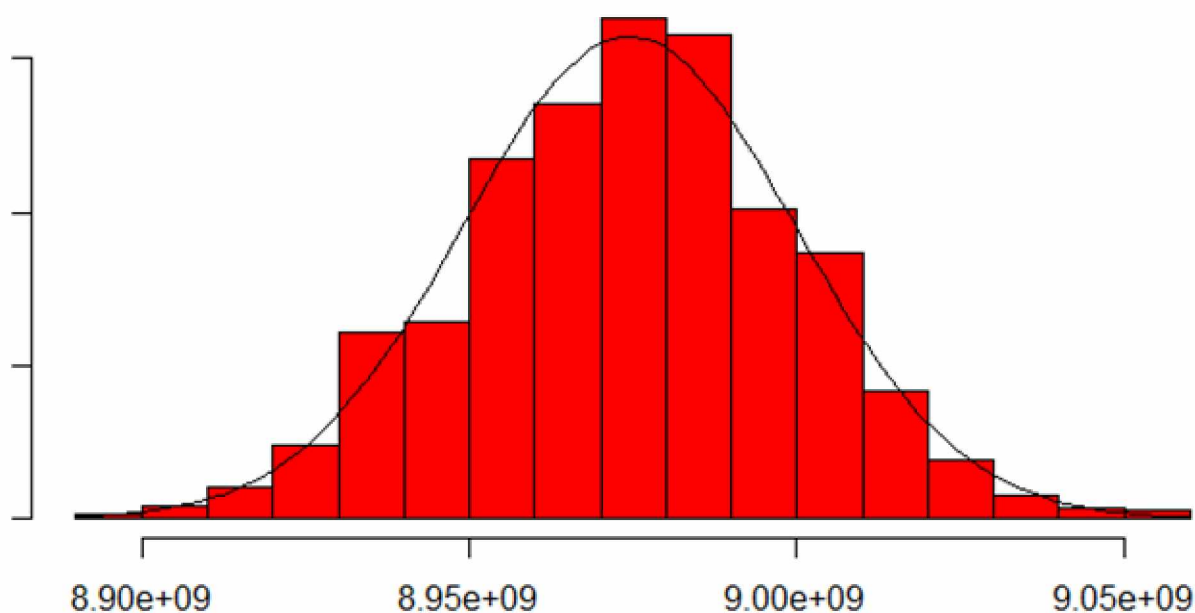
Gráfico 18 - Trajetórias estocásticas para o dólar nos próximos anos – 1200 cenários.



Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG – 2020.

Desse modo, a partir dos valores gerados, é possível calcular qual o serviço esperado em real para cada cenário de dólar simulado. O histograma do Gráfico 19, a seguir, demonstra a distribuição desses cenários no ano de 2021 e representam um modelo estatístico para determinar probabilidades da distribuição normal. Com base no serviço esperado para cada ano é determinado a probabilidade de ele ser ultrapassado.

Gráfico 19 - Histograma para o serviço esperado em 2021 a partir das simulações de dólar.



Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG – 2020.

As simulações para o ano de 2021 demonstradas no gráfico apontaram como limite superior R\$ 9.025 milhões e como limite inferior aproximadamente R\$ 8.923 milhões. Esses resultados foram bem superiores ao valor calculado a partir das projeções do relatório Focus, cerca de R\$ 8.611 milhões. Nesse sentido, calculou-se um aumento máximo de R\$ 414 milhões, que pode ocorrer nos fluxos de pagamentos da dívida pública estadual para o período de um ano, em relação ao valor esperado pelos dados do Banco Central, considerando um nível de confiança de 95%¹⁶.

Esse conceito utilizado refere-se ao *Budget-at-Risk* (BaR), que consiste no cálculo de risco de que o serviço da dívida, dentro do ano fiscal, extrapole o valor calculado inicialmente, que seria solicitado para aprovação na ALMG. Assim, o indicador reflete a incerteza do fluxo de caixa, ou seja do serviço da dívida no orçamento, que é medido em termos monetários, por meio do comparativo com um valor de referência. O esmero no monitoramento do risco orçamentário é um trabalho muito importante para o gestor de riscos da dívida pública. Assim, observando a probabilidade de exceder o orçamento, o gestor consegue antecipar ou evitar um encargo possivelmente árduo e demorado de apresentar ao Poder Legislativo um requerimento de crédito suplementar para honrar as parcelas da dívida. Embora seja

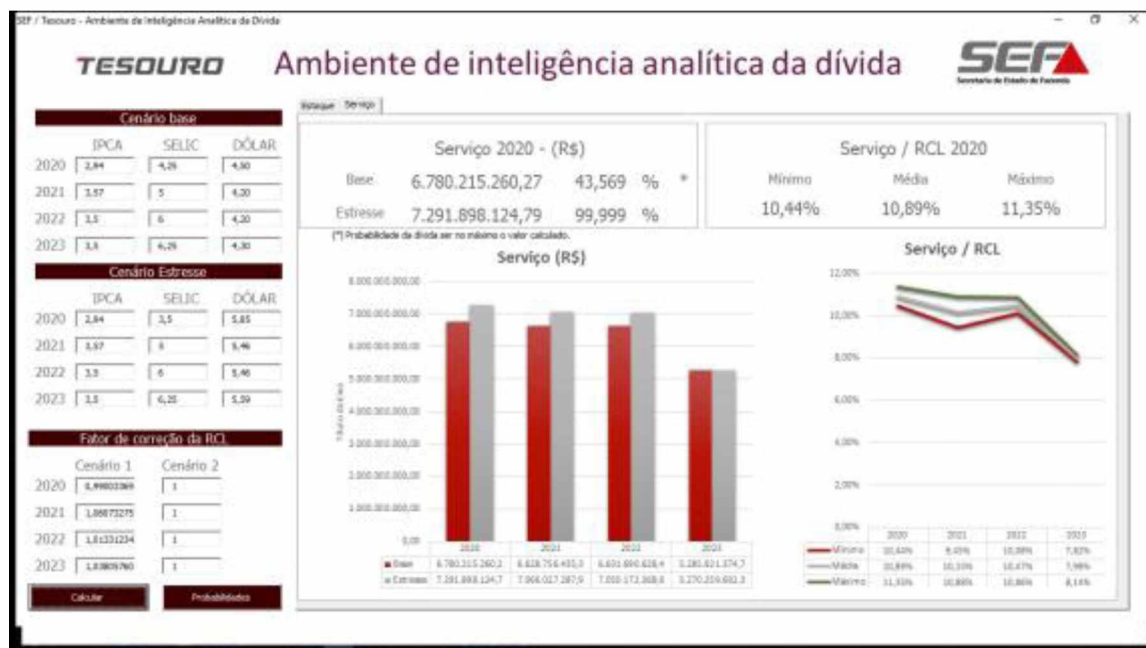
¹⁶ O intervalo de confiança com nível de 95% significa que o resultado (aumento máximo de R\$ 414 milhões) está dentro do intervalo de 95 das 100 simulações efetuadas.

coerente determinar que o risco desse exemplo de solicitação não ser aceito é mínimo, uma possível exposição da dívida a esse processo pode ser sensível e prejudicar a credibilidade do Tesouro Estadual, justificando o alto nível de esforço necessário para monitorar adequadamente essa situação.

Em conclusão, os modelos estocásticos apresentam significativos progressos para estimar parâmetros associados a fatores de risco e para desenhar estratégias e adaptações necessárias (BAGHDASSARIAN; CABRAL; SILVA, 2009). Contudo, é importante destacar que apesar dessa utilização de instrumentos financeiros rebuscados na gestão da dívida pública, ainda há espaço para aprimoramentos no modelo. A DCGD busca a implementação de uma análise qualitativa nos cálculos descritos, para complexificar e aproximar os resultados da realidade. Assim, existe um estudo para incluir a aplicação de modelos macroeconômicos na geração dos cenários, com a análise de variáveis interagindo entre si e que impactam os valores do dólar, como a taxa de juros SELIC, a taxa de juros de título norte americano, a classificação de risco brasil e as expectativas de câmbio do mercado. Desse modo, a combinação entre modelos financeiros e macroeconômicos serão conjugados, o que complementar as projeções e estabelecerá novas abordagens para a modelagem das curvas. Além disso, Baghdassarian, Cabral e Silva (2009) apresentam que é possível estabelecer equações estocásticas para outras variáveis, como a inflação, e assumir que esses choques observam uma estrutura de correlação entre todas, o que também confere consistência macroeconômica às simulações.

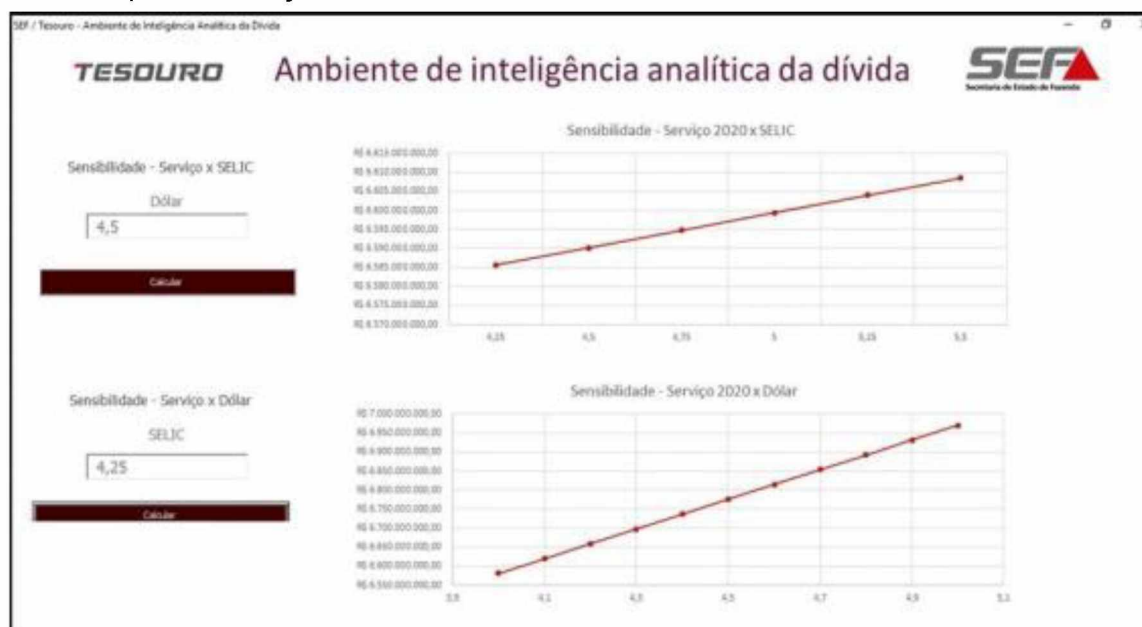
Além do cálculo de risco apresentado, a DCGD adotou em âmbito estadual outros procedimentos com o intuito de mensurar os efeitos decorrentes de choques adversos nos indexadores sobre a dívida pública. Esse processo diz respeito aos testes de estresse, que simulam o impacto negativo no estoque em razão de uma pressão forte e persistente no câmbio e nas taxas de juros reais. Essas análises foram automatizadas junto a testes de sensibilidade para subsidiar os gestores com informações sobre riscos inerentes à composição da dívida. Além disso, elaborou-se, também, análises de sustentabilidade do fluxo, tendo como referência as projeções da Receita Corrente Líquida (RCL) do Estado.

Figura 1 - Interface do ambiente de inteligência analítica da dívida – Simulações de estresse e de Sustentabilidade.



Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG – 2020.

Figura 2 - Interface do ambiente de inteligência analítica da dívida – Testes de sensibilidade para o serviço da dívida.



Fonte: DCGD/SCGOV/STE/SEF/MG – 2020.

Esses estudos são de extrema importância pois possibilitam a diretoria prever cenários e antecipar ações necessárias para reduzir os custos esperados para a dívida pública. Desse modo, é possível efetuar um monitoramento eficiente e

analisar o prognóstico dos *trade-off* entre diferentes estratégias de refinanciamento que podem ser implementadas nas diversas circunstâncias avaliadas. Esses instrumentos, então, permitem conhecer melhor a estrutura e os riscos associados a dívida pública, com o intuito de evitar conjunturas inesperadas que dificultam o planejamento de ações corretivas imediatas.

8.2.2 Simulações de reestruturação

Outra solução desenvolvida pelo ambiente de inteligência analítica foram as simulações comparativas de condições contratuais e os impactos financeiros gerados para o Estado. Assim, objetivou-se disponibilizar aos tomadores de decisões informações acerca das condições de possíveis contratações de operações de crédito a fim de dar suporte aos processos de negociações. Além disso, foi possível estabelecer análises e simulações de estratégias, tais como a reestruturação de dívidas. Esses estudos, por meio de métodos estatísticos preditivos, tem o objetivo de encontrar melhores condições que possibilitem impactar positivamente as finanças do Estado no que tange ao pagamento da dívida pública.

Essa estrutura de análise possibilitou a simulação e comparação entre contratos de forma imediata, fornecendo informações essenciais para análise de viabilidade financeira como o Valor Presente e a Taxa Interna de Retorno. Além disso, é possível estabelecer vários parâmetros que possam ser objetos de uma negociação, tais como diferentes taxas de juros, prazos de pagamento e prazos de carência. Desse modo, o sistema realiza todas as projeções, das combinações entre as características informadas, e indica ao gestor quais as melhores condições e as aceitáveis para uma possível reestruturação, isto é, quais parâmetros estabelecem um contrato mais favorável que os contratos vigentes no Estado.

O Gráfico 20 demonstra uma simulação efetuada em 2020 a partir da seguinte previsão estabelecida na Lei Complementar nº 173/20:

Art. 1º [...]

§ 1º O Programa de que trata o caput é composto pelas seguintes iniciativas:

II - reestruturação de operações de crédito interno e externo junto ao sistema financeiro e instituições multilaterais de crédito nos termos previstos no art. 4º desta Lei Complementar; e

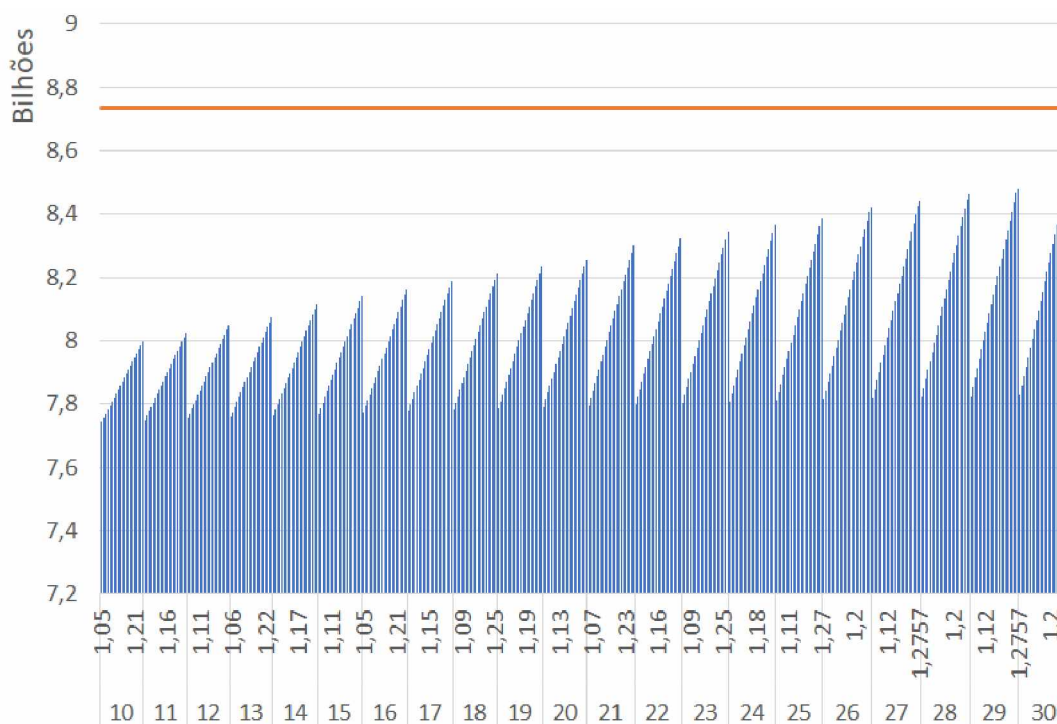
[...]

Art. 6º No exercício financeiro de 2020, os contratos de dívida dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios garantidos pela STN, com data de contratação anterior a 1º de março de 2020, que se submeterem ao processo de reestruturação de dívida poderão ser objeto de securitização, conforme regulamentação da própria STN, se atendidos os seguintes requisitos.

(BRASIL, 2020a).

Desse modo, uma das iniciativas do Programa Federativo de Enfrentamento ao Coronavírus SARS-CoV-2 (Covid-19), estabelecido na Lei Complementar nº 173/20, é a possibilidade de reestruturação de dívidas com o sistema financeiro e instituições multilaterais de crédito. Assim, a partir da solução desenvolvida pela DCGD, as simulações de reestruturação aconteceram de forma robusta e imediata para subsidiar as negociações dos tomadores de decisão.

Gráfico 20 - Simulações para reestruturação de contrato – limites para enquadramento no Valor Presente.



O gráfico demonstra na linha superior o limite para a reestruturação de acordo com o Valor Presente da dívida atual. A simulação observada demonstra que todas as condições inseridas, como o prazo de pagamento do contrato de 10 a 30 anos e a taxa de acordo com a porcentagem do CDI de 1,05 a 1,275; os Valores Presentes das reestruturações analisadas para esse contrato específico se enquadraram como benéfico para o Estado. Assim, as primeiras análises efetuadas,

com apenas dois contratos, proporcionavam uma redução de R\$ 3 bilhões no serviço da dívida para os próximos 4 anos e melhoravam as condições ao longo prazo. Além disso, o produto desenvolvido já realiza algumas análises de risco para a operação e informa os resultados de forma intuitiva.

Essas avaliações, de forma imediata, proporcionam escalabilidade para a análise e facilidade no momento da negociação, já que os gestores não ficam dependentes das informações e das proposições das instituições financeiras. Desse modo, é possível avaliar no momento todo o impacto de diversos cenários possíveis e estabelecer o que seria mais vantajoso e possível para o estado assegurar a sustentabilidade da dívida e não ultrapassar o comprometimento dos exercícios futuros da RCL. A automatização desse processo, então, possibilita um avanço significativo na gestão da dívida, no sentido de permitir avaliar cenários de transição para uma composição melhor e mais favorável em termos de custo e risco.

Além de todas as melhorias e vantagens citadas para o processo de gestão da dívida, advindas do ambiente de inteligência analítica, a sua formulação e as informações geradas pelos momentos analíticos descritos contribuíram para a evolução da divulgação ativa e transparência de dados pela DCGD. Desse modo, as próximas seções evidenciam essa otimização na difusão de elementos importantes sobre a dívida pública do Estado de Minas Gerais.

8.3 Transparência ativa

A publicidade de informações sobre a dívida pública em Minas Gerais era restrita ao atendimento de demandas pontuais, sejam internas ou externas, elaboradas na maior parte dos casos de forma intempestiva. Além do atendimento dessas demandas, outras formas de divulgação das informações eram relativas aos relatórios contábeis exigidos por legislação, nos quais eram publicados apenas os consolidados do estoque e das despesas da dívida, tais como o Relatório Resumido da Execução Orçamentária – RREO (bimestral) e o Relatório de Gestão Fiscal – RGF (quadrimestral). Nesse sentido, a DCGD desenvolveu instrumentos transparentes e eficientes com o intuito de otimizar e facilitar os processos de gestão.

8.3.1 Relatórios periódicos

O relatório do BID apontou a importância de aperfeiçoar os instrumentos utilizados na divulgação de informações sobre o desempenho da dívida pública pela DCGD. Nesse sentido, a atual gestão da Diretoria atuou em alguns projetos para, não só aprimorar os relatórios existentes com a apresentação de dados mais estratégicos, como criar novos relatórios para suprir as necessidades de quem acompanha atualizações sobre a dívida pública.

Atualmente, a DCGD elabora e disponibiliza três categorias de relatórios: 1) o Boletim da Dívida Pública Estadual; 2) o Relatório Quadrimestral da Dívida e 3) o Relatório de endividamento sustentável. O intuito da criação e desenvolvimento desses instrumentos é promover a transparência e a integridade da gestão do endividamento. O boletim é desenvolvido mensalmente e publicado em formato eletrônico disponibilizando:

informações inerentes aos saldos devedores - estoque da dívida - e à execução orçamentária e financeira - serviço da dívida - dos contratos de operações de crédito e dos parcelamentos de contribuições previdenciárias e demais contribuições sociais.

(SEF, 2020a).

Esse boletim é uma iniciativa nova no âmbito estadual, a primeira publicação ocorreu em janeiro de 2020, e buscou informar os agentes interessados nos principais indicadores de execução da dívida.

O Relatório Quadrimestral da Dívida é elaborado a cada 4 meses e disponibiliza “informações relevantes sobre os resultados e atividades inerentes à execução e à evolução da Dívida Pública Fundada e da Regularidade Fiscal do Estado” (SEF, 2020a). Desse modo, esse relatório acompanha, também, o *status* dos projetos que estão em execução no contexto da gestão da dívida pública e fornece informações mais estratégicas para os atores.

Por fim, o Relatório de endividamento sustentável é elaborado anualmente pela DCGD. A primeira publicação deste instrumento irá ocorrer ao final de 2020, referente ao exercício de 2019. A inspiração para o seu desenvolvimento encontra bases na sugestão realizada pelo BID com vistas ao modelo de relatório concebido no Estado do Rio Grande do Sul, o qual apresentava informações relevantes e estratégicas sobre a gestão da dívida e os objetivos para os próximos anos, avaliando cenários e riscos previstos. A primeira edição desse instrumento em Minas Gerais

abordou uma contextualização sobre o histórico do endividamento no Estado e apresentou os projetos em curso, os números da dívida pública em relação à execução, o gerenciamento de riscos e as ações planejadas para o próximo ano.

O desenvolvimento dos relatórios citados é um avanço muito importante para a gestão estratégica da dívida pública. A explicação reside no fato de que a elaboração desses instrumentos auxilia e estimula o acompanhamento e monitoramento de diversos indicadores em relação à execução fiscal da dívida, à gestão e projetos em desenvolvimento, ao gerenciamento de riscos e à proposição de caminhos para reduzir os custos e riscos da dívida pública estadual. Dessa forma, ao estruturar os relatórios o gestor da dívida pública é induzido a realizar diversas análises e, com isso, é possível identificar e antecipar problemas e oportunidades na gestão do endividamento. Além disso, o controle por parte dos cidadãos e de órgãos externos, como o Tribunal de Contas, é facilitado, já que os relatórios disponibilizam o conteúdo de forma compreensível, acessível e oportuna.

A transparência e a divulgação de objetivos e responsabilidades da administração da dívida é de suma importância para a conquista de credibilidade do Estado. Conforme orientações estabelecidas pelo FMI e pelo Banco Mundial, os objetivos de gestão da dívida, tais como medidas de custo e risco adotadas, além de informações regulares de composição e estoque dos passivos financeiros, devem ser definidos de forma clara e objetiva e difundido ao público. Nesse sentido, a política transparente permite vantagens como a redução de incertezas do mercado, em relação às finalidades da política de administração de dívida, e a consistência nas decisões estratégicas relacionadas a esses objetivos, o que promove a redução da volatilidade de mercado e do valor de risco exigido pelos credores. Desse modo, o gerenciamento da dívida se torna mais eficaz e robusto quando as metas e os instrumentos da política de gestão da dívida são explorados pelo público e os tomadores de decisão são comprometidos com eles (BAGHDASSARIAN; CABRAL; SILVA, 2009).

Além desses relatórios de divulgação periódica, foi desenvolvido, também, um portal com informações importantes sobre a dívida pública em Minas Gerais, o qual auxilia nesse processo de integridade e transparência dos dados. Desse modo, o Portal de Gestão da Dívida Pública evidencia o foco no gerenciamento de riscos da dívida e na sustentabilidade do endividamento por meio de análises de cenários, da sensibilidade no fluxo do serviço e de indicadores de riscos.

8.4 Evoluções e Desafios

O capítulo 6 permitiu observar a trajetória desfavorável das finanças públicas que o Estado de Minas Gerais percorreu nos últimos anos. É notável que a dívida é um dos fatores que contribui para essa situação, já que além de elevados pagamentos, que interferem no fluxo de caixa e no orçamento, o estoque cresceu consideravelmente, ultrapassando limites em relação a RCL. Esse cenário encontra explicações, principalmente, em razão do contrato de dívida com a União Federal, referente à Lei nº 9.496/97, e das operações de crédito firmadas em moedas estrangeiras. Nesse sentido, a primeira apresentou durante muitos anos condições desfavoráveis, as quais não permitiam a amortização do contrato em longo prazo, já que a taxa de juros junto à correção monetária era incoerente com os custos encontrados no mercado. No que tange ao segundo motivo, além das diversas contratações efetuadas em momento oportuno - inclusive a reestruturação do contrato CRC/CEMIG, que gerou três novos contratos de valores elevados -, quando o câmbio estava estável, a depreciação cambial do Real propiciou um aumento alarmante no estoque dessas dívidas e no serviço, o que refletiu em suplementações constantes no orçamento.

Esse cenário evidencia uma projeção de futuro ainda pior, já que o saldo devedor dos contratos de dívida externa cresceu muito; além do fato dos pagamentos dos contratos garantidos ou cujo credor é a própria União, desde 2018, estarem com os montantes ainda em aberto, em razão das liminares. Nesse sentido, o primeiro capítulo do desenvolvimento demonstra a importância de adotar estratégias baseadas em uma avaliação de riscos substancial junto a necessidade de acompanhá-los e traçar cenários para evitar perdas. Baghdassarian, Cabral e Silva (2009), em consonância com esse fundamento, apontam que há tempos o gerenciamento de riscos se consolidou como uma função essencial no mercado financeiro e, desse modo, uma atividade indispensável para a área que efetua a gestão da dívida pública.

Em conclusão, a seção indica que, atualmente, o governo tem como estratégia para viabilizar os pagamentos dos contratos no futuro, a aderência ao Regime de Recuperação Fiscal. Contudo, essa ação de fato não pode ser definida como uma estratégia de longo prazo, já que o momento atual é crítico e, com isso, impõe-se a necessidade de intervir tempestivamente para evitar ou sanar problemas maiores no futuro. Desse modo, essa conjuntura e a consequente decisão não é algo

planejado e desejado, mas sim, uma última saída para solucionar problemas de curto e médio prazo, que não foram controlados de forma ideal.

O contexto utópico refere-se ao Estado de Minas Gerais não precisar viabilizar o regime para equilibrar um pouco as finanças estaduais. Nesse sentido, a importância do planejamento de longo prazo e o gerenciamento de riscos para as tomadas de decisão no âmbito da dívida pública são evidenciados. Não é possível afirmar que, com uma estrutura adequada para planejar e gerenciar os riscos das contratações de operações de crédito e reestruturações, o cenário atual seria favorável, entretanto é fato que a ausência desses instrumentos prejudica a gestão do endividamento e a garantia da sustentabilidade da dívida.

Por fim, outro efeito gerado pela situação fiscal drástica descrita é a restrição à adoção de possíveis estratégias e ações do Estado para alterar a estrutura do passivo, já que nenhuma instituição financeira irá incorrer em riscos elevados para conceder crédito a Minas Gerais, inviabilizando possíveis reestruturações de dívida como as simuladas na seção 8.2.2. Além disso, o contexto estadual inviabiliza a contratação de novas dívidas, seja por questões jurídicas ou financeiras, desse modo, o Estado perde um papel importante da política fiscal de promover a demanda agregada em períodos de crise financeira.

A ausência de planejamento de longo prazo é evidenciada na reestruturação do contrato CRC/CEMIG. Nesse período não havia definição de estrutura ótima para a dívida e nem uma gestão de riscos institucionalizada. Desse modo, ao analisar o processo para efetuar a operação, foi possível perceber que a Diretoria não representou um papel de protagonismo, principalmente, nas análises de risco. Os relatos indicam que as decisões e cálculos predominaram no âmbito mais estratégico do Estado, em parceria e contato direto com a STN. Nesse sentido, não foram desenvolvidas análises mais robustas pela DCGD, o que não infere que a qualidade das análises realizadas, no âmbito da Diretoria, apontaria para um outro caminho e evitariam a reestruturação. Isso pois, a STN avaliou todos os riscos, inclusive com técnicas robustas de cenários estocásticos, e concedeu um parecer favorável para a operação. Portanto, mesmo que a DCGD efetuasse simulações e projeções complexas de riscos com relação a reestruturação, o parecer provavelmente seria favorável do mesmo modo.

Contudo, avaliar a operação por si só limita o contexto da dívida de Minas Gerais como um todo. O cenário exposto na primeira seção apresenta diversas

operações contratadas em moeda estrangeira durante o período da reestruturação. Desse modo, apesar dos riscos da troca à época não serem significativos, ao avaliar a dívida como um todo é fato que o Estado abusou das condições favoráveis expostas para contratar inúmeros empréstimos indexados ao dólar/euro, aumentando muito os riscos associados ao passivo total. A definição de uma composição ótima, da carteira de contratos geral, provavelmente indicaria um limite superior para a contratação de empréstimos em dólar menor do que ocorreu de fato no período explicitado.

Além disso, como a Diretoria não possuía a capacidade de efetuar as análises de risco mais robustas apresentadas, o monitoramento dos resultados não ocorreu. Desse modo, não foi possível antecipar eventuais adaptações na estratégia, ou seja, planejar outras soluções em cenários desfavoráveis. Nesse sentido, a reestruturação dos contratos em dólar só se tornou pauta na gestão da dívida no início de 2020, após a implementação dos projetos apresentados neste capítulo.

Assim como apresentado, na época houve uma preocupação com os riscos cambiais, mas a atuação se resumiu a tentativa de efetuar um hedge cambial, o qual não foi possível devido à ausência de apoio jurídico. Um ponto que vale ressaltar é a dificuldade que os entes subnacionais encontram para substituir dívidas cujos riscos se tornam muito elevados. Um dos critérios definidos pela STN para a reestruturação de contratos é a redução dos custos de longo prazo, entretanto, uma dívida associada a riscos elevados costuma ter juros menores. Nesse sentido, o Estado não consegue e nem cogita atuar no trade-off entre custo e risco, ou seja, fica impossibilitado de elevar um pouco os custos da dívida para promover uma redução expressiva da volatilidade no longo prazo.

Nesse sentido, os avanços explicitados e descritos nesse capítulo, estabelecem um contraste com os processos observados no capítulo anterior, na qual a DCGD frente a reestruturação do contrato CRC/CEMIG não efetuava análises, principalmente de riscos, nos níveis de qualidade observados na gestão atual. Além disso, demonstram um progresso também em relação ao diagnóstico realizado pelo BID no início de 2019, o qual apontou diversos pontos de melhoria, com foco principal no desenvolvimento de estratégias e projeções de futuro para a dívida pública.

Desse modo, os projetos desenvolvidos como o Ambiente de Inteligência Analítica geraram valor e impactos para a Diretoria e para o Estado como um todo. Os benefícios estão relacionados principalmente na profissionalização do gerenciamento de riscos, na simplificação da interação dos gestores com as

informações gerenciais e na capacidade de transformar diretrizes estratégicas em ações práticas de análise.

Com o desenvolvimento das soluções apresentadas a capacidade da Diretoria em produzir informações analíticas, simulações, cenários macroeconômicos e modelos preditivos aumentou significativamente. Desse modo, a gestão da dívida tornou-se mais ativa, já que se agregou celeridade, tempestividade e confiança ao processo de geração de informações e suporte à tomada de decisões.

Portanto, a alta gestão do governo passou a receber respostas mais rápidas e eficientes; além de sugestões preditivas, como a reestruturação de alguns contratos que no longo prazo tendem a comprometer a situação fiscal do Estado. Embora as aplicações desenvolvidas envolvam algoritmos e programação (métodos complexos), é possível inferir que o projeto simplificou o processo de geração de informações gerenciais por meio da automatização e da disponibilização de informações intuitivas e de fácil compreensão para o usuário final. Dessa forma, não é imprescindível o conhecimento desses métodos de programação para a utilização das soluções desenvolvidas, apesar de ser importante a presença de servidores capacitados nesse quesito na equipe da dívida.

No que tange à profissionalização e estruturação do gerenciamento de riscos e demais análises realizadas, a evolução foi significativa. Isto pois, antes da implementação dessas, os processos internos que existiam visavam suprir as necessidades informacionais da alta gerência, ou seja, quando existia alguma demanda. Além disso, esses procedimentos eram realizados de forma manual, por meio do uso de planilhas que além de comprometer a celeridade do processo também não apresentava confiabilidade e segurança necessária para tratar dados tão sensíveis.

Os projetos, então, agregam valor ao gerenciamento da dívida já que possibilitaram um caráter mais profissional ao trabalho atribuindo segurança e celeridade ao processo. Desse modo, a gestão passou a ser mais estratégica para possibilitar a redução dos custos da dívida e melhorar a performance, sendo capaz de impactar positivamente as finanças públicas do Estado de Minas Gerais com maior qualidade dos gastos. Em conclusão, as iniciativas colaboram para o alcance do endividamento sustentável, apresentando análises de dados e cenários para minimizar o custo da dívida e determinar propostas mais vantajosas para o Estado na contratação de operações de crédito e na renegociação e reestruturação.

O gerenciamento da dívida no Estado de Minas Gerais, então, está, de certa forma, em consonância com as diretrizes do Banco Mundial (2007) para defini-lo como estratégico. Isto pois, os riscos estão sendo gerenciados, descritos e acompanhados de modo a demonstrar como podem afetar no ônus da dívida; a Diretoria tem desenvolvido relatórios com o contexto histórico e principais eventos relacionados ao portfólio da dívida, incluindo a descrição de mudanças; existem projeções e descrição de cenários no futuro; as análises para apoiar decisões estratégicas são descritas junto as premissas utilizadas e limitações da análise. Assim, a estratégia de gestão da dívida é elaborada de forma que possa ser entendida pelos tomadores de decisão, ou seja, os cargos estratégicos do governo.

Contudo, é importante ressaltar que ainda é necessário aperfeiçoar uma série de instrumentos apresentados, ou seja, há muito espaço para evoluções. Como desafios e próximos passos para uma gestão de dívida pública cada vez mais estratégica, podemos elencar três principais pontos: 1) Aperfeiçoamento dos cálculos; 2) Estabelecer rotinas de gestão; 3) Planejamento estratégico de longo prazo. O primeiro diz respeito à melhoria dos cálculos estocásticos utilizados nas projeções, para que eles se assemelhem cada vez mais à realidade observada. Nesse sentido, é importante desenvolver e adicionar às fórmulas elementos macroeconômicos que interferem nas variáveis; além de elaborar equações para outras variáveis, como índices de inflação, taxas de juros, entre outros, já que, atualmente, só o cálculo estocástico referente ao dólar é efetuado. Com o desenvolvimento dessas operações é importante correlacionar as projeções dos índices para promover consistência às análises.

No que tange ao segundo ponto, é necessário que os projetos desenvolvidos e os momentos analíticos solucionados se tornem rotinas de gestão dentro da Diretoria. Assim, as análises não ocorrem de forma pontual, mas de modo recorrente, fato que é imprescindível para o gerenciamento estratégico, o monitoramento e acompanhamento junto a projeção de futuro. Os relatórios desenvolvidos ajudam nesse ponto, mas não o resolvem por completo, já que não algumas análises não tem obrigação e definição de serem apresentadas nesses instrumentos. Além disso, essas rotinas, quando formalizadas, contribuem para a gestão do conhecimento e da informação dentro da Diretoria.

Por fim, é importante desenvolver um planejamento de longo prazo e fortalecer o direcionamento estratégico para a gestão da dívida no Estado. O relatório

do BID (2019) apontou para a ausência de diretrizes de longo prazo, já que os objetivos definidos no Plano Mineiro de Desenvolvimento Integrado (PMDI), LDO e PPAG são genéricos e mais relacionados à execução da dívida pública. Desse modo, os projetos desenvolvidos no Estado ainda não supriram essa carência. Contudo, o processo de elaboração do benchmark da dívida pública, ou seja, a composição ideal para a carteira de contratos que guiará as estratégias e ações relacionadas, tem início com a estruturação de estudos analíticos que fundamentam as discussões em torno dessa escolha. Assim, o desenvolvimento do modelo de composição ótima da dívida pública é uma consequência natural de um longo processo de melhoria nas ferramentas institucionais utilizadas para avaliar os custos e riscos, como observado no caso do Brasil (STN, 2011). A avaliação da exposição a riscos é, então, um elemento importante no processo de planejamento e um dos pilares para a identificação de referências de longo prazo e definição das diretrizes estratégicas para a dívida.

Desse modo, a DCGD está se desenvolvendo no caminho certo para definir diretrizes estratégicas de longo prazo detalhadas e relacionadas com a composição da dívida. A formalização do benchmark é de fundamental relevância para garantir sua utilidade. É importante a aprovação da alta gestão em um documento formalizado assegurando o direito e dever da área responsável pela gestão da dívida pública perseguir tais objetivos. Além disso, a composição ótima formalizada incorpora transparência e garante um grau de consistência e continuidade entre diferentes governos (STN, 2011).

9 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O endividamento público é essencial para o Poder Executivo garantir a consecução tempestiva de ações governamentais e contribuir para a manutenção dos serviços prestados à sociedade. Sua utilização é, normalmente, entendida negativamente pela sociedade. Contudo, quando bem administrada, a dívida tem uma finalidade relevante para a atuação governamental, a qual possibilita garantir níveis equilibrados de serviços e investimentos, proporcionando maior equidade entre as gerações (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009). Nesse sentido, por meio de um gerenciamento eficiente, o endividamento deve ser sustentável de forma que o ente consiga amortizar o saldo devedor ao longo do tempo sem comprometer excessivamente o orçamento público.

Desse modo, o investimento na melhoria da capacidade de gerenciamento da dívida é determinante para assegurar o equilíbrio fiscal do Estado e a solidez das políticas públicas. Com o desenvolvimento e aperfeiçoamento da gestão é possível incorrer em menores custos à níveis adequados de risco e, conseqüentemente, favorecer a sustentabilidade da dívida pública, contribuir com a promoção de projetos vantajosos e ações governamentais necessárias, promover o equilíbrio orçamentário das contas públicas e a regularidade fiscal do Estado.

Esta pesquisa teve como delimitação de tema a Gestão da Dívida Pública, envidando esforços para evidenciar a importância do desenvolvimento de ferramentas nesse âmbito e avaliar a qualidade de estratégias adotadas. O recorte também focalizou no cenário do estado de Minas Gerais, principalmente na atuação da Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública (DCGD), bem como na reestruturação do contrato CRC/CEMIG.

O progresso de uma gestão mais estratégica, por meio da utilização, principalmente, de instrumentos de gestão de riscos, se tornou medida recentemente adotada pelo Tesouro Estadual. Assim, o Estado desenvolveu ferramentas que buscam analisar alterações de composição da dívida pública e, conseqüentemente, reduzir os custos a níveis prudentes de risco, o que difere de uma gestão focada só na execução fiscal da dívida, ou seja, no controle dos pagamentos.

O objetivo geral do presente trabalho, então, foi analisar as evoluções na gestão da dívida pública em Minas Gerais, com vistas ao processo observado na reestruturação do contrato CRC/CEMIG, destacando os instrumentos de gestão

desenvolvidos pela Diretoria Central de Gestão da Dívida Pública (DCGD) e possíveis oportunidades de melhoria. Buscou-se verificar, assim, se esse processo está mais propenso a minimizar os custos de longo prazo e adotar níveis mais prudentes de risco.

Nesse intuito, foram elencados três objetivos específicos, cumpridos de forma a possibilitar o alcance daquele que balizou toda esta pesquisa. O primeiro objetivo permitiu interessantes descobertas acerca da situação fiscal do Estado de Minas Gerais, principalmente com relação à dívida pública, por meio da realização de um panorama geral. Desse modo, apresentou-se a trajetória dos principais indicadores de déficit e endividamento público, junto a uma explicação dos conceitos e do histórico de contratações para esclarecer os níveis atuais.

Por conseguinte, descreveu-se a estrutura atual do portfólio da dívida pública, destacando os principais indexadores, a composição da dívida, dentre outras características; além de evidenciar a evolução do serviço da dívida, ou seja, o pagamento relacionado à execução dos contratos nos últimos anos. Por fim, apresentou-se as principais temáticas jurídicas relacionadas à suspensão dos pagamentos, em razão do Regime de Recuperação Fiscal e de decorrências da pandemia de Covid-19.

No que tange ao segundo objetivo específico, o capítulo analisou a reestruturação do contrato CRC/CEMIG, um dos maiores e mais relevantes do Estado à época. Desse modo, descreveu-se como foi o processo para efetuar a renegociação e quais foram os resultados obtidos com a troca, ou seja, se a reestruturação foi favorável para as finanças, detalhando os motivos. Em primeiro momento, simulou-se a continuidade do contrato CEMIG, evoluindo com os valores observados de IGP-DI de 2012 a 2020. Desse modo, foi possível estabelecer um comparativo com a execução fiscal dos contratos reestruturados (AFD, BIRD e Credit Suisse) para avaliar as vantagens e desvantagens da troca.

A reestruturação concedeu um alívio financeiro elevado no caixa do Estado. O serviço da dívida nesse período foi bem menor se comparado ao serviço do contrato CRC/CEMIG. Contudo, como observado, esse benefício tem relação direta com o período de carência das amortizações dos contratos. Por outro lado, a reestruturação comprometeu o estoque, já que o saldo devedor das novas dívidas cresceu consideravelmente, mesmo com o desconto obtido, em razão do aumento do dólar. Esse cenário demonstra um pagamento de amortizações mais elevado no longo

prazo, mantendo as condições macroeconômicas atuais. Contudo, ao adicionar os juros no cálculo comparativo, por meio do Valor Presente, os contratos reestruturados apresentam uma pequena vantagem.

Apesar do maior benefício ter relação com o fluxo de caixa e os gastos orçamentários, é possível afirmar que a intenção do governo Anastasia não foi transferir a responsabilidade pelo pagamento dos encargos da dívida para os próximos governos, mas sim uma tentativa genuína de reduzir os custos da dívida pública. Porquanto, as análises realizadas à época não apontavam para o cenário macroeconômico que se desenvolveu ao longo dos anos subsequentes. Desse modo, a perda comparativa no estoque das dívidas não foi prevista e indicada pelo Estado nem pela STN. Assim, o desenvolvimento dos índices relacionados à reestruturação não saiu como o esperado/planejado.

Em relação ao terceiro objetivo específico, a seção analisou e descreveu alguns processos e projetos do Estado associados à gestão do endividamento público. Desse modo, demonstrou-se melhorias na gestão, com foco no gerenciamento de riscos para promover menores custos de longo prazo para o passivo de Minas Gerais. A DCGD, então, passou a atuar de forma mais estratégica nos últimos anos, desenhando diversos cenários e projeções para encontrar os melhores caminhos em relação ao objetivo definido. Além disso, promoveu a transparência ativa dos dados e informações estratégicas com vistas a simplificar o controle sobre o endividamento público e a interação com os tomadores de decisão.

Com base nas informações coletadas e analisadas é possível definir uma resposta para as perguntas problema elencadas no início deste trabalho. É fato que os processos de administração estratégica da dívida pública evoluíram muito comparados à reestruturação do contrato CRC/CEMIG e ao diagnóstico elaborado pelo BID. O contexto descrito na época da renegociação aponta para uma Diretoria pouco atuante em relação à gestão de riscos e projeções de cenários. Além disso, não ocorreram métodos formais de acompanhamento dos resultados e riscos, com vistas a traçar novas estratégias e evitar perdas para o Estado. Desse modo, a conclusão em relação a reestruturação, apesar de benéfica no contexto geral, está bem aquém do esperado. A relação desse fato com a gestão da dívida não é conclusiva, já que o motivo central refere-se a variações externas inesperadas no dólar. Contudo, é possível inferir que uma atuação mais ativa e estratégica por parte

da Diretoria, por meio do monitoramento dos resultados e das projeções de risco, possibilitaria uma melhor elaboração de alternativas para evitar o cenário atual.

Portanto, a Diretoria desenvolveu diversos projetos e softwares com o intuito de possuir, atualmente, uma maior capacidade de antecipar e identificar estratégias de forma oportuna, e traçar análises de risco e viabilidade mais confiáveis e menos susceptíveis a riscos. Esse avanço tem relação, principalmente, com a profissionalização e estruturação do gerenciamento de riscos pela DCGD, a partir da construção e avaliação de indicadores de risco e do desenho, monitoramento e análise de trade-off entre diferentes estratégias de financiamento que podem ser implementadas.

É importante ressaltar que, como toda pesquisa, este estudo foi envolto por alguns limites, responsáveis por delinear as atuações realizadas. Em relação ao panorama realizado, a contextualização do fenômeno se limitou ao cenário de Minas Gerais, realizando coleta e análise de dados de 1998 a 2020. Quanto à análise da reestruturação, os métodos de projeção utilizados não englobam todas as possibilidades. Desse modo, não há a tentativa de esgotar as conclusões e resultados, reconhecendo ainda a existência de vários métodos para comparar os contratos. Além disso, muitos documentos não foram localizados, o que inviabiliza uma análise completa do processo em questão.

Quanto às observações relacionadas à evolução na gestão da dívida e às sugestões, medidas e estratégias de gestão propostas, referem-se apenas a algumas recomendações realizadas com base no referencial teórico estudado. Assim, a discussão e possíveis próximos passos não se limitam aos pontos elencados, já que esses são apenas contribuições que o presente trabalho busca especificar para auxiliar a atuação do Estado de Minas Gerais frente à gestão estratégica da dívida pública.

REFERÊNCIAS

Agência Nacional de Energia Elétrica - **ANEEL**. Disponível em: <<https://www.aneel.gov.br/>>. Acesso em 29 jun. 2020.

ALDAY, Hernan E. Contreras. **O planejamento estratégico dentro do conceito de administração estratégica**. Revista FAE, Curitiba, v. 3, n. 2, 2000.

ALVES; SILVA, Luiz Fernando, Anderson Caputo. **Planejamento estratégico da Dívida Pública Federal**. In: SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, Anderson Caputo; Lena Oliveira; Otavio Ladeira. **Dívida Pública : a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. p. 149- 172.

ASSAF NETO, Alexandre. **Matemática financeira e suas aplicações**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BAGHDASSARIAN, W. **Indicadores estocásticos de risco no processo de planejamento estratégico da dívida pública**. Finanças Públicas: VIII Prêmio Tesouro Nacional – 2003. Coletânea de Monografias. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, p. 275-328, 2004.

BAGHDASSARIAN, William. **Avaliação da sustentabilidade fiscal sob incerteza**. Dissertação de mestrado. 2006.

BAGHDASSARIAN; CABRAL; SILVA, Willian; Rodrigo; Anderson Caputo. **Gerenciamento de riscos da Dívida Pública Federal**. In: SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, Anderson Caputo; Lena Oliveira; Otavio Ladeira. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009. p. 173- 218.

BID. Banco Interamericano de Desenvolvimento. **Relatório de avaliação de desempenho: Minas Gerais**. Washington, D.C., Washington, 2019.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/consti/1988/constituicao-1988-5-outubro-1988-322142-normaatualizada-pl.html>>. Acesso em: 5 de julho de 2020.

BRASIL. **Lei complementar nº101**, de 4 de maio de 2000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências. Brasília, DF, 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp101.htm. Acesso em 1 jul. 2020.

BRASIL. **Lei complementar nº159**, de 19 de maio de 2017. Institui o Regime de Recuperação Fiscal dos Estados e do Distrito Federal e altera as Leis Complementares no 101, de 4 de maio de 2000, e no 156, de 28 de dezembro de 2016. Brasília, DF, 2017. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp159.htm>. Acesso em 15 ago. 2020.

BRASIL. **Lei complementar nº173**, de 27 de maio de 2020. Estabelece o Programa Federativo de Enfrentamento ao Coronavírus SARS-CoV-2 (Covid-19), altera a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, e dá outras providências. Brasília, DF,

2020a. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-complementar-n-173-de-27-de-maio-de-2020-258915168>>. Acesso em 16 ago. 2020.

BRASIL. **Lei nº 8.727**, de 5 de novembro de 1993. Estabelece diretrizes para a consolidação e o reescalonamento, pela União, de dívidas internas das administrações direta e indireta dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, e dá outras providências. Brasília, DF, 1993. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8727.htm#:~:text=L8727&text=LEI%20No%208.727%2C%20DE%205%20DE%20NOVEMBRO%20DE%201993.&text=Estabelece%20diretrizes%20para%20a%20consolida%C3%A7%C3%A3o,Munic%C3%ADpios%2C%20e%20d%C3%A1%20outras%20provid%C3%AAs>. Acesso em 2 jul. 2020.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Plano Anual de Financiamento 2020**. Brasília, DF, jan. 2020b. Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:31541>. Acesso em 05 de set. 2020.

BRASIL. Secretaria Tesouro Nacional. **Manual para Instrução de Pleitos (MIP)**. Brasília, DF, 2019. Disponível em: <https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:31321>. Acesso em: 1 jul. 2020.

BRASIL. Senado Federal. **Resolução nº 40**. Dispõe sobre os limites globais para o montante da dívida pública consolidada e da dívida pública mobiliária dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, em atendimento ao disposto no art. 52, VI e IX, da Constituição Federal. Brasília, DF, 2001a. Disponível em: <<https://www2.camara.leg.br/legin/fed/ressen/2001/resolucao-40-20-dezembro-2001-429320-norma-atualizada-pl.html>>. Acesso em: 1 jul. 2020.

BRASIL. Senado Federal. **Resolução nº 43**. Dispõe sobre as operações de crédito interno e externo dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, inclusive concessão de garantias, seus limites e condições de autorização, e dá outras providências. Brasília, DF, 2001b. Disponível em: <<https://legis.senado.leg.br/norma/582604/publicacao/16433616>>. Acesso em: 1 jul. 2020.

CABRAL, Rodrigo Silveira Veiga e LOPES, Mariana de Lourdes Moreira. **Benchmark para a Dívida Pública: duas abordagens alternativas**. Brasília: ESAF, 2004. Disponível em: <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/premio/Premio_TN/IXpremio/divida/2afdpIXPTN/2premio_afdp.pdf> Acesso em: 12 de julho de 2020.

CHIAVENATO, Idalberto. **Administração nos novos tempos**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004. 610p.

ENAP. Escola Nacional de Administração Pública. **Planejamento e Gestão Organizacional**; módulo 2. – Brasília: ENAP/DDG, 2013. 77 p. Apostila do Programa de Desenvolvimento de Gerentes Operacionais – DGO. Disponível em: <<https://repositorio.enap.gov.br/handle/1/2261>>. Acesso em 10 junho de 2020.

FATTORELLI, Maria Lucia. **Auditoria Cidadã da Dívida dos Estados Brasília**. Inove Editora. Brasília, 2013, 390 p. Disponível em: <<https://auditoriacidada.org.br/wp-content/uploads/2020/08/Livro-Auditoria-Cidad%C3%A3-da-D%C3%ADvida-dos-Estados.pdf>>. Acesso em 02 de set. 2020.

GIL. A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa** 4º ed. São Paulo: Editoras Atlas; 2002.

IFI. Instituto Fiscal Independente. **Relatório de Acompanhamento Fiscal** nº 14. Brasília, DF, mar. 2018. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/id/2128784/RAF_14_2018_pt3.pdf>. Acesso em 06 set. 2020.

IIDA; Itiro. **Planejamento estratégico situacional**. Production, p. 113-125, 1993. Disponível em: <<https://www.scielo.br/pdf/prod/v3n2/v3n2a04.pdf>> Acesso em: 10 de julho de 2020.

LOPREATO. F. L. C. **O colapso das finanças estaduais e a crise da federação**. São Paulo: Editora UNESP. IE - Unicamp, 2002.

MINAS GERAIS. Anexo II Riscos Fiscais - **Lei Estadual nº 23.685**, de 07 de agosto de 2020. Dispõe sobre as diretrizes orçamentárias para 2021, orienta a elaboração do Orçamento, trata da administração da dívida, operações de crédito e alterações na legislação tributária, além de metas a serem atingidas pela execução dos programas do Plano Plurianual de Ação Governamental (PPAG). Belo Horizonte, MG, 2020a. Disponível em: <<https://mediaserver.almg.gov.br/acervo/513/968/1513968.pdf>>. Acesso em 25 ago. 2020.

MINAS GERAIS. **Decreto Estadual nº 47.101**, de 05 de dezembro de 2016. Decreta situação de calamidade financeira no âmbito do Estado. Belo Horizonte, MG, 2016. Disponível em: <https://www.almg.gov.br/consulte/legislacao/completa/completa.html?ano=2016&num=47101&tipo=DEC&aba=js_textoOriginal>. Acesso em 25 ago. 2020.

MINAS GERAIS. **Lei Estadual nº 11.233**, de 27 de setembro de 1993. Autoriza o Poder Executivo a refinanciar, junto à União, as operações de crédito interno de responsabilidade das administrações direta e indireta do Estado junto a órgãos e entidades controladas, direta ou indiretamente, pela União e dá outras providências. Belo Horizonte, MG, 1993. Disponível em: <https://www.almg.gov.br/consulte/legislacao/completa/completa.html?tipo=LEI&num=11233&comp=&ano=1993&aba=js_textoOriginal>. Acesso em 2 jul. 2020.

MINAS GERAIS. **Lei Estadual nº 14.247**, de 04 de junho de 2002. Dispõe sobre a negociação de créditos de que trata a Lei nº 13.439, de 30 de dezembro de 1999, e dá outras providências. Belo Horizonte, MG, 2002a. Disponível em: <<https://www.almg.gov.br/consulte/legislacao/completa/completa.html?tipo=LEI&num=14247&comp=&ano=2002>>. Acesso em 2 jul. 2020.

MINAS GERAIS. **Lei Estadual nº 14.384**, de 11 de outubro de 2002. Dá nova redação ao artigo 2º da Lei nº 14.247, de 4 de junho de 2002, que dispõe sobre a

negociação de créditos de que trata a Lei nº 13.439, de 30 de dezembro de 1999. Belo Horizonte, MG, 2002b. Disponível em: <<https://www.almg.gov.br/consulte/legislacao/completa/completa.html?tipo=LEI&num=14384&comp=&ano=2002>>. Acesso em 2 jul. 2020.

MINAS GERAIS. Secretaria de Estado da Fazenda. **Demonstrações contábeis**. Belo Horizonte, MG, jan. 2020b. Disponível em: http://www.fazenda.mg.gov.br/governo/contadoria_geral/relatorio_contabil/. Acesso em: 05 jun. 2020.

MINAS GERAIS. Secretaria de Estado da Fazenda. **Termo de Contrato de Cessão de Crédito do saldo remanescente da Conta de Resultados a Compensar - CRC que entre si celebram o Estado de Minas Gerais e a Companhia Energética de Minas Gerais - CEMIG**. Belo Horizonte, MG, mai. 1995 - set. 2007.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto. **As finanças do governo de Minas: esticando a corda do endividamento**. ANAIS do Seminário de Diamantina, 2014.

OLIVEIRA, Fabrício Augusto. **Economia e política das Finanças Públicas no Brasil: um guia de leitura**. Editora Hucitec. São Paulo, 2009.

OLIVEIRA, F. A.; GONTIJO, C. **A dívida pública do estado de Minas Gerais (1994-2011): a renegociação necessária**. Edição: Fabrício Augusto de Oliveira. Belo Horizonte, 2012. Disponível em: https://plataformapoliticasocial2.files.wordpress.com/2014/10/livro_divida_publica_mg_final_mod21.pdf. Acesso em 08 abr. 2020.

PORTO, Maria Alice Guedes. **O planejamento estratégico como forma de otimizar o gerenciamento nas organizações**. Disponível em: <http://www.simpep.feb.unesp.br/anais/anais_13/artigos/1022.pdf> . Acesso em 12 de junho de 2020.

PUCCINI, Abelardo de Lima. **Matemática financeira: objetiva e aplicada**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

S&P Global Ratings. **Definições de Ratings da S&P Global Ratings**. 7 de dezembro de 2020. Disponível em: <https://www.standardandpoors.com/en_US/delegate/getPDF?articleId=2570170&type=COMMENTS&subType=REGULATORY>. Acesso em 28 ago. 2020.

Secretaria do Tesouro Nacional – **STN**. 2020. Disponível em: <<https://www.gov.br/tesouronacional/pt-br>>. Acesso em 10 de set. 2020.

SEF. **Secretaria de Estado da Fazenda**. Disponível em <<http://www.fazenda.mg.gov.br/tesouro-estadual/divida-publica/portal-da-divida-publica-estadual/>> . Acesso em 15 de ago. 2020a.

SEF. Secretaria de Estado da Fazenda. **Relatório de Endividamento Sustentável 2019**. Belo Horizonte, MG, out. 2020b.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otavio Ladeira de. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional: Banco Mundial, 2009.

STN. Secretaria do Tesouro Nacional. **Composição Ótima da Dívida Pública Federal: Definição de uma Referência de Longo Prazo**. Brasília, DF, 2011.

Disponível em:

<https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9::::9:P9_ID_PUBLICACAO:28272>.

Acesso em: 15 set. 2020.

STN. Secretaria do Tesouro Nacional. **Manual de Demonstrativos Fiscais 9ª Edição**. Brasília, DF, 2019. Disponível em:

<https://conteudo.tesouro.gov.br/manuais/index.php?option=com_content&view=article&id=1249:03-06-05-01-tabela-6-demonstrativo-dos-resultados-primario-e-nominal&catid=630&Itemid=675>. Acesso em: 5 de jun. de 2020.

STN. Secretaria do Tesouro Nacional. **Nota conjunta nº 17 CODIP/COGEP/STN**. Brasília, DF, 2012.

TCEMG. Tribunal de Contas de Estado de Minas Gerais. **Relatório sobre a macrogestão e contas do governo do Estado de Minas Gerais: exercício 2012**.

Belo Horizonte, MG, 2012. Disponível em:

<<http://mediaserver.almg.gov.br/acervo/356/846356.pdf>>. Acesso em 29 jun. 2020.

TCEMG. Tribunal de Contas de Estado de Minas Gerais. **Relatório técnico sobre as contas do governador do Estado de Minas Gerais: exercício 2011**. Belo Horizonte, MG, 2011. Disponível em:

<<https://www.tce.mg.gov.br/img/PrestacaoContasEstado/2011/Relat%C3%B3rio%20T%C3%A9cnico%20-%202011.pdf>>. Acesso em 29 jun. 2020.

THE WORLD BANK. **Managing public debt: from diagnostics to reform implementation**. Washington, DC, 2007. Disponível em:

<<http://documents1.worldbank.org/curated/en/998331468331268053/pdf/399880PAPER0Ma13082136872901PUBLIC1.pdf>>. Acesso em: 12 de julho de 2020.

APÊNDICE A – ROTEIRO DE ENTREVISTAS

1. Como foi a identificação/o processo de identificar o pesado ônus financeiros que o contrato CRC/CEMIG impunha ao estado? Ou seja, que o custo de financiamento da dívida no mercado era menor.
2. A estratégia de reestruturar foi uma iniciativa da diretoria?
3. No seu ponto de vista a reestruturação demorou a ocorrer? Já que o contrato cresceu muito durante todo o período.
4. Como foi o processo de reestruturação do contrato? Qual foi o critério para escolher os novos contratos e os credores?
5. Por que a escolha de contratos indexados ao dólar?
6. Como foi feita a análise de viabilidade do contrato? Os cálculos de Valor Presente e Taxa interna de retorno.
7. A análise de risco dentro da diretoria ocorreu? Se sim, de qual maneira? Existe algum documento que detalha essa análise? Elaborou-se projeções da dívida com análise de cenários e considerando o mais pessimista? Projeções estocásticas?
8. Houve um acompanhamento dos resultados da reestruturação? Visando uma possível adaptação ou mudança da estratégia?
9. Existia uma definição clara dos objetivos e estratégias para a gestão da dívida?
10. Os resultados foram avaliados com base nos objetivos de gestão?
11. Avaliou-se o custo-benefício e o impacto da dívida interna e externa no equilíbrio fiscal?