



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

OFÍCIO SEI Nº 63138/2025/MF

Brasília, 31 de outubro de 2025.

Ao senhor
FRANCISCO SÉRVULO FREIRE NOGUEIRA
Secretário de Estado de Economia de Goiás
Goiânia – Goiás

Assunto: Metodologia de cálculo de valor presente de fluxos financeiros de ativos no âmbito do PROPAG.

Referência: Ao responder este Ofício, favor indicar expressamente o Processo nº 14021.061770/2025-51.

Senhor Secretário,

1. Em atendimento ao OFÍCIO Nº 25182/2025/ECONOMIA (54611150), de 06/10/2025, e em complemento à resposta enviada pelo Secretário do Tesouro Nacional por meio do OFÍCIO SEI Nº 60191/2025/MF (54832688), de 10/10/2025, esta Subsecretaria da Dívida Pública vem esclarecer acerca da **metodologia de cálculo de valor presente de fluxos financeiros** de ativos oferecidos no âmbito do Programa de Pleno Pagamento de Dívidas dos Estados (PROPAG), o que inclui o método de aferição de riscos dos ativos.

1. Metodologia de Cálculo de Valor Presente e Aferição de Riscos

2. A metodologia adotada pela Secretaria do Tesouro Nacional está detalhada na **Nota Técnica SEI nº 3384/2025/MF (53309416)**, que estabelece critérios objetivos e padronizados para o cálculo do valor presente dos fluxos futuros de recebíveis, considerando o risco de crédito, liquidez, mercado, regulatório, político e operacional dos ativos.

3. Os ativos são enquadrados em cinco níveis de risco, conforme abaixo:

Nível 0 – Risco União: Se enquadram neste nível os ativos cujo risco de crédito seja o mesmo da União, como os recebíveis oriundos de repasses da União previstos em lei (ex: LC nº 176/2020-Lei Kandir, que trata da compensação das perdas de ICMS).

- O valor presente é calculado utilizando taxa de desconto igual à da União: Usa-se a **curva DI da ANBIMA** para fluxos nominais e a **curva cupom-zero de NTN-B** para fluxos reais.
 - A **curva DI da ANBIMA** é adotada como referência para o custo de oportunidade

da União por refletir o rendimento médio das operações de curtíssimo prazo entre instituições financeiras, acompanhando de perto a **taxa Selic** e representando, assim, o retorno que poderia ser obtido pela aplicação dos recursos públicos em instrumentos de baixo risco e elevada liquidez, como títulos públicos federais. Por expressar de forma objetiva o custo financeiro do capital no mercado, o CDI traduz o retorno mínimo que o erário deixaria de auferir ao empregar seus recursos em outras finalidades, além de ser uma taxa amplamente reconhecida, de fácil verificação e alinhada às práticas do setor financeiro, garantindo **transparência, comparabilidade e consistência** nas análises econômicas e fiscais realizadas pela União.

- A **curva cupom-zero de NTN-B** representa a estrutura a termo da taxa de juros real implícita obtida a partir dos preços das NTN-Bs, representando, assim, o rendimento real esperado dos títulos públicos indexados ao IPCA para diferentes prazos de vencimento. Essa taxa aproxima o rendimento de um título indexado ao IPCA ao custo de oportunidade da União.

Nível 1 – Risco Entes Subnacionais: Se enquadram neste nível os ativos cujo risco de crédito é equivalente ao de entes subnacionais (estados e municípios). Como regra geral, os ativos oferecidos pelos entes subnacionais terão seus riscos enquadrados como tais e deverão ter suas taxas de descontos correspondentes às já utilizadas em outros processos creditícios avaliados pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

- O valor presente é calculado utilizando como taxa de desconto a curva de **Custo Máximo Aceitável (CMA)**, que representa o limite de custo que a União aceita para garantir operações de crédito de entes subnacionais. Além de representar o custo máximo aceito para operações com garantia da União, o seu uso como fator de desconto possibilita uma gradação do risco dos entes em relação ao risco da União, sempre inferior.

Níveis 2 a 4 – Risco superior ao do ente interessado: Se enquadram neste nível os ativos oferecidos no PROPAG que, além do risco do estado ou do município, apresentem riscos adicionais, sejam regulatórios, políticos, operacionais ou qualquer outro.

- Para esses ativos, será utilizado um **Coefficiente de Risco (CR)** multiplicado ao CMA, conforme o grau de risco. Esse CR é definido pela SUDIP, com base nas análises técnicas de áreas especializadas e referências de mercado.

Risco Adicional	Coefficiente de Risco
Nível 2 - Risco Adicional Baixo	1,10
Nível 3 - Risco Adicional Médio	1,25
Nível 4 - Risco Adicional Alto	1,50

4. Os fluxos de pagamento que não se enquadrarem nas categorias previamente estabelecidas deverão ser avaliados individualmente, com justificativa técnica apresentada pela Coordenação de Operações da Dívida Pública (CODIP). Essa justificativa deverá contemplar a escolha do indexador e a definição do nível de risco, com base em critérios objetivos.

5. Nos casos em que não for possível realizar uma análise completa dos riscos envolvidos, seja pela ausência de referências de mercado ou pela inexistência de pareceres técnicos emitidos por agentes especializados, o cálculo do nível de risco não será efetuado.

2. Aplicação ao Caso do Estado de Goiás

6. O cálculo do valor presente dos recebíveis da LC nº 176/2020 para o Estado de Goiás foi

realizado conforme metodologia supracitada, conforme registrado no **Ofício SEI nº 48276/2025/MF (53196956)**. O fluxo considerado foi o da parcela fixa, com pagamentos nominais devidos pela União ao Estado, enquadrado como “Nível 0 – Risco União”.

7. O valor presente apurado foi de **R\$ 96.327.737,99** (referência: 19/08/2025), conforme memória de cálculo anexa. Ressalta-se que não foi aplicado prêmio de risco adicional, em consonância com o enquadramento técnico e normativo.

3. Atendimento às sugestões propostas

8. Em relação à sugestão apresentada pelo Estado de Goiás de se revisar a eventual adoção de taxas de desconto acima da SELIC para os ativos de risco soberano, ou de se adotar o IPCA como taxa de desconto, esclarecemos que a metodologia utilizada pela Secretaria do Tesouro Nacional para o cálculo do valor presente dos fluxos financeiros dos ativos no âmbito do PROPAG segue critérios técnicos e de mercado amplamente reconhecidos.

9. A taxa de desconto aplicada deve refletir o risco de crédito e de liquidez inerentes ao fluxo financeiro analisado. Para ativos cujo risco de crédito é equiparado ao da União Federal — como é o caso dos recebíveis da parcela fixa da LC nº 176/2020 — utiliza-se a curva de contratos de Depósito Interfinanceiro (DI) futuros divulgada pela ANBIMA para fluxos nominais em reais. Essa curva representa a taxa livre de risco do mercado brasileiro, sendo amplamente utilizada como referência para o custo de oportunidade do Tesouro Nacional. Portanto, trata-se da opção mais adequada e transparente para fluxos nominais em reais, com risco de crédito União, pois reflete o retorno mínimo esperado pelo mercado para aplicações sem risco de crédito adicional.

10. Em relação ao pleito do Estado de Goiás para adoção do IPCA como taxa de desconto no cálculo do valor presente dos fluxos financeiros, esclarecemos que o IPCA é um índice de preços utilizado para medir a inflação, ou seja, a variação do poder de compra da moeda ao longo do tempo. Por sua natureza, o IPCA não representa uma taxa de retorno ou de remuneração de capital, tampouco reflete o custo de oportunidade dos recursos aplicados.

11. A utilização do IPCA como taxa de desconto resultaria em uma superavaliação do valor presente dos fluxos, pois não incorpora o componente de remuneração do capital, sendo inadequada para deslocamento intertemporal de valores. Nos casos em que o fluxo financeiro seja indexado ao IPCA, utiliza-se a curva cupom-zero de NTN-B, que representa o rendimento real esperado dos títulos públicos federais indexados à inflação. Para fluxos com risco superior ao da União, são aplicados adicionais à taxa de desconto, conforme detalhado na **Nota Técnica SEI nº 3384/2025/MF**, sempre com base em avaliações técnicas especializadas e nas condições de mercado.

12. Portanto, a metodologia adotada pela Secretaria do Tesouro Nacional assegura que a taxa de desconto utilizada no cálculo do valor presente seja condizente com o risco e o custo de oportunidade dos ativos analisados, promovendo imparcialidade, transparência e aderência às melhores práticas de gestão pública e financeira.

Atenciosamente,

Documento assinado eletronicamente

HELIO HENRIQUE FONSECA MIRANDA

Coordenador da Dívida Pública

Documento assinado eletronicamente

DANIEL CARDOSO LEAL

Subsecretário da Dívida Pública



Documento assinado eletronicamente por **Helio Henrique Fonseca Miranda, Coordenador(a)**, em 03/11/2025, às 10:39, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Cardoso Leal, Subsecretário(a)**, em 03/11/2025, às 10:40, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site https://colaboragov.sei.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **55051982** e o código CRC **2E0B5A04**.

Esplanada dos Ministérios, Bloco P, Edifício Anexo, Ala A, 1º Andar - Bairro Zona Cívico-Administrativa
CEP 70048-900 - Brasília/DF
(61) 3412-3906 - e-mail codip.df.stn@tesouro.gov.br - gov.br/fazenda

Processo nº 14021.061770/2025-51.

SEI nº 55051982