

O CRÉDITO CORPORATIVO DE LONGO PRAZO EM UMA ENCRUZILHADA: ONDE ESTAMOS E PARA ONDE PODEMOS IR?

JUNHO/2017



Conselho do IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
Amarílio Proença de Macêdo	J.Macêdo Alimentos S/A
Bernardo Gradin	GranBio S/A
Carlos Eduardo Sanchez	EMS - Indústria Farmacêutica Ltda
Carlos Mariani Bittencourt	PIN Petroquímica S/A
Cleiton de Castro Marques	Biolab Sanus Farmacêutica Ltda
Cláudio Bardella	Bardella S/A Indústrias Mecânicas
Claudio Bergamo dos Santos	Hypermarcas S/A
Claudio Gerdau Johannpeter	Gerdau Aços Longos S/A
Dan Ioschpe <i>Vice-Presidente</i>	Ioschpe-Maxion S/A
Daniel Feffer	Grupo Suzano S/A
Décio da Silva	WEG S/A
Eugênio Emílio Staub	Conselheiro Emérito
Fabio Hering	Companhia Hering S/A
Flávio Gurgel Rocha	Confecções Guararapes S/A
Frederico Fleury Curado	Membro Colaborador
Geraldo Luciano Mattos Júnior	M. Dias Branco S.A
Hélio Bruck Rotenberg	Positivo Informática S/A.
Henri Armand Slezzynger	Unigel S.A
Ivo Rosset	Rosset & Cia. Ltda.
Ivoncy Brochmann Ioschpe	Conselheiro Emérito
João Guilherme Sabino Ometto	Grupo São Martinho S/A
José Antonio Fernandes Martins	Marcopolo S/A
José Carlos Grubisich	Eldorado Brasil Celulose S/A
José Roberto Ermírio de Moraes	Votorantim Participações S/A

Conselho do IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
Josué Christiano Gomes da Silva	Cia. de Tecidos Norte de Minas-Coteminas
Laércio José de Lucena Cosentino	TOTVS S/A
Lírio Albino Parisotto	Videolar S/A
Lucas Santos Rodas	Companhia Nitro Química Brasileira S.A.
Luiz Alberto Garcia	Algar S/A Empreendimentos e Participações
Luiz de Mendonça	Odebrecht Agroindustrial S/A
Marcos Paletta Camara	Paranapanema S.A.
Murilo Pinto de Oliveira Ferreira	Vale S.A.
Ogari de Castro Pacheco	Cristália Produtos Químicos Farmacêuticos Ltda.
Olavo Monteiro de Carvalho	Monteiro Aranha S/A
Otto Rudolf Becker Von Sothen	Tigre S/A
Paulo Cesar de Souza e Silva	Embraer S/A
Paulo Diederichsen Villares	Membro Colaborador
Paulo Francini	Membro Colaborador
Paulo Guilherme Aguiar Cunha	Conselheiro Emérito
Pedro Luiz Barreiros Passos	Natura Cosméticos S/A
Pedro Wongtschowski <i>Presidente</i>	Ultrapar Participações S/A
Ricardo Steinbruch <i>Vice-Presidente</i>	Vicunha Têxtil S.A.
Roberto Caiuby Vidigal	Membro Colaborador
Rodolfo Villela Marino <i>Vice-Presidente</i>	Elekeiroz S.A.
Rômel Erwin de Souza	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - USIMINAS
Rubens Ometto Silveira Mello	Cosan S/A Ind e Com
Salo Davi Seibel	Duratex S/A
Victório Carlos De Marchi	Cia. de Bebidas das Américas - AmBev

O CRÉDITO CORPORATIVO DE LONGO PRAZO EM UMA ENCRUZILHADA: ONDE ESTAMOS E PARA ONDE PODEMOS IR?

Introdução	1
1. O Mercado de Crédito: da expansão acelerada à crise.....	3
2. As Transformações Recentes do Crédito Corporativo de Longo Prazo	8
2.1. BNDES: de agente anticíclico a instrumento de ajuste fiscal	9
2.2. O Mercado de Crédito Privado de Longo Prazo: as Debêntures	13
2.3. As debêntures de infraestrutura	17
3. Uma Visão Global do Mercado de Crédito Corporativo de Longo Prazo.....	21
4. Sugestões para o Aperfeiçoamento do Mercado de Crédito Corporativo	26
Conclusões.....	29
Bibliografia	31

O CRÉDITO CORPORATIVO DE LONGO PRAZO EM UMA ENCRUZILHADA: ONDE ESTAMOS E PARA ONDE PODEMOS IR?

Ernani Teixeira Torres Filho¹

Introdução

O crédito cresceu rapidamente no Brasil entre 2003 e 2013. A partir daí, perdeu fôlego. Atravessou inicialmente um período de menor dinamismo, seguido por uma forte retração em 2016. Nesse intervalo, o mercado brasileiro deixou para trás um cenário no qual era considerado, do ponto de vista internacional, de pequeno porte para atingir níveis mais elevados, próximos aos dos países mais ricos.

O crédito corporativo de longo prazo também cresceu rapidamente. Os bancos - e em particular o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) - continuaram a ter uma posição dominante nesse segmento. Entretanto, algumas mudanças foram postas em marcha. A principal novidade foi a maior presença de investidores Pessoas Físicas (PF), que se viram atraídos pela criação de um novo título corporativo, que lhes oferece isenção de imposto de renda. São as debêntures associadas a projetos de investimento priorizados pelo governo, as chamadas "debêntures de infraestrutura". Como esse benefício é exclusivo das PF, esse segmento de mercado passou a ser dominado por investidores individuais, gerando impactos relevantes em termos de redução de custos para as empresas e de maior liquidez desses papéis. Os volumes transacionados, apesar de ainda relativamente pequenos, continuam em franca expansão.

O agravamento da crise econômica e o processo de ajuste fiscal iniciado em 2015 também afetaram negativamente o crédito corporativo de longo prazo. Inicialmente, foram os bancos privados que se retraíram, mas, em 2016, o BNDES passou a acompanhar o restante do mercado. O volume de seus desembolsos se reduziu a R\$ 88,3 bilhões, menos da metade dos R\$ 187 bilhões alcançados em 2014. Foi o pior resultado desde 2007. Esse processo de retração ainda está em curso.

Uma parcela importante da redução do crédito corporativo está relacionada ao impacto que a crise teve sobre a demanda de recursos de longo prazo das empresas. Entretanto, foram também relevantes os determinantes pelo lado da oferta. Desde 2014, os bancos comerciais adotaram políticas mais restritivas em suas novas concessões. Parte dessa perda de apetite dos agentes financeiros, impactou as operações indiretas do BNDES, particularmente no Cartão BNDES.

¹ Professor do Instituto de Economia da UFRJ e ex-Superintendente do BNDES.

Entretanto, em 2016, o banco de desenvolvimento também adotou uma postura mais cauteloso em suas liberações. Além disso, tardou em adotar medidas para compensar essa queda, tais como, o aumento da participação dos seus recursos, a ampliação de prazo de financiamento e a reativação das linhas de crédito de curto prazo. Algumas dessas mudanças só foram anunciadas nas últimas semanas de 2016, mas de baixo impacto e quando o quadro de forte contração da economia brasileira já se estendia pelo segundo ano consecutivo.

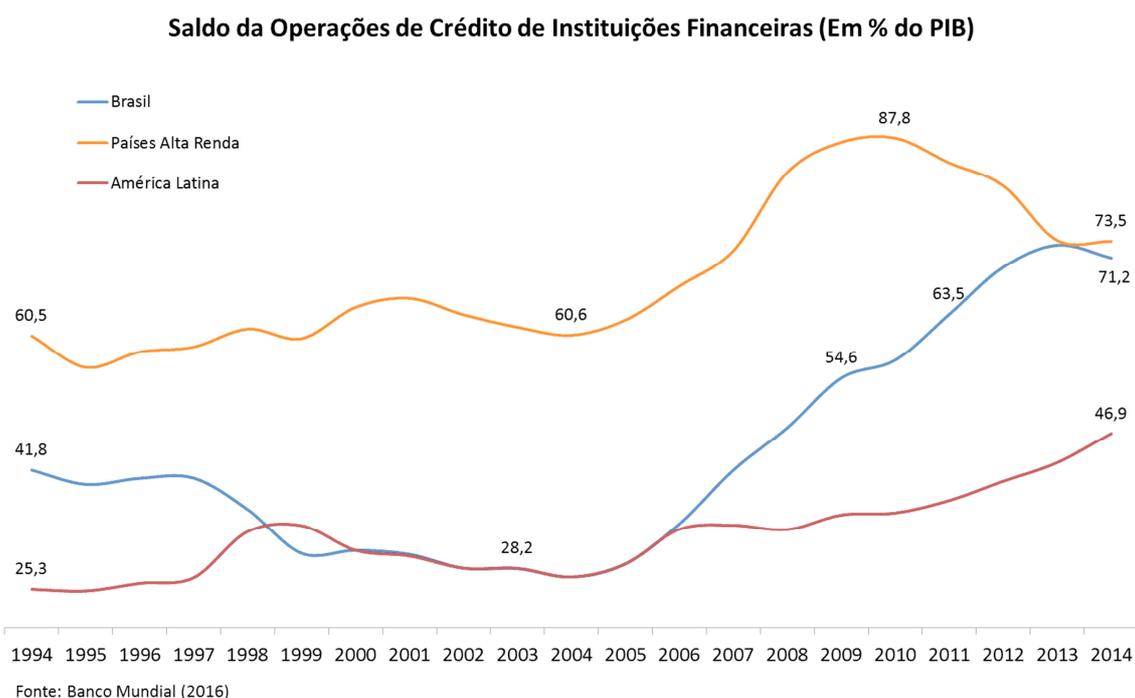
O BNDES, em momentos recessivos, tende a gerar estruturalmente um elevado superávit de caixa. Normalmente, as empresas e os bancos devedores mantêm seus pagamentos em dia, apesar de reduzirem a demanda por novos empréstimos. Esse fato criou condições para o pagamento extraordinário de R\$ 100 bilhões ao Tesouro Nacional ao final de 2016.

Diante desse cenário, esse trabalho tem como objetivo analisar a evolução recente do mercado de crédito corporativo de longo prazo no Brasil e propor medidas para seu aperfeiçoamento. Para isso, inicialmente, apresenta-se um panorama geral da evolução recente do crédito, identificando as principais transformações ocorridas. Em seguida, são analisados isoladamente cada um dos segmentos voltados para o financiamento de longo prazo das empresas: o BNDES, as debêntures corporativas e as debêntures incentivadas. Esse último segmento, apesar de ainda ter um porte relativamente pequeno, apresenta características muito distintas dos demais. Em seguida, apresenta-se uma visão da evolução do mercado como um todo.

1. O Mercado de Crédito: da expansão acelerada à crise

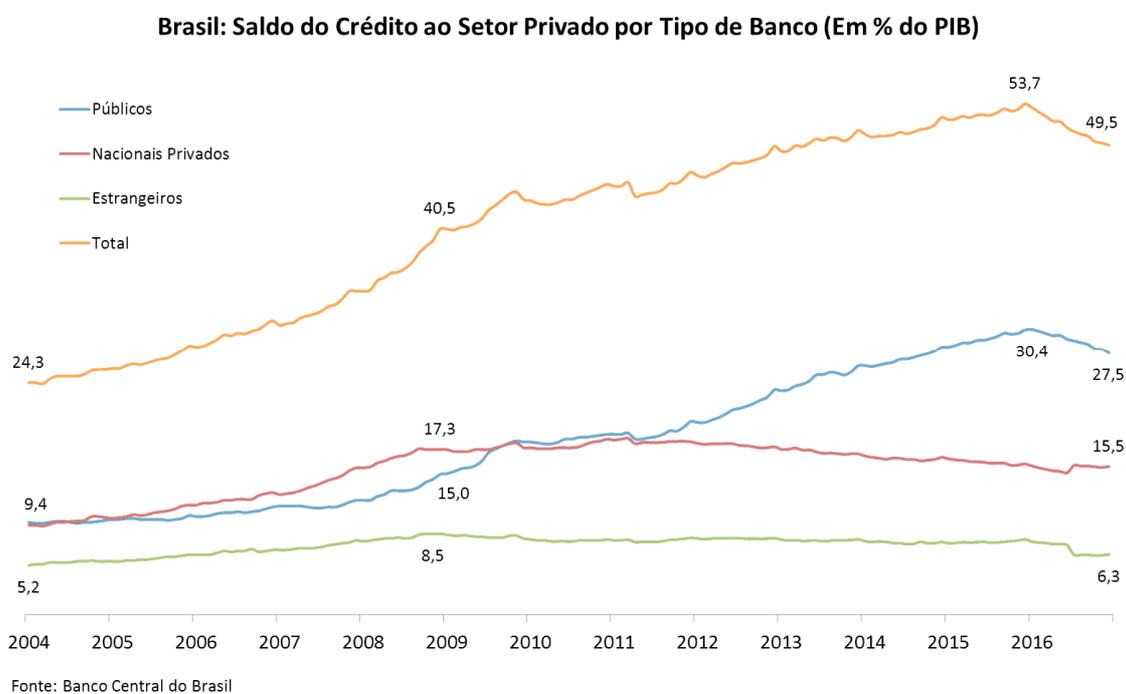
Entre 2003 e 2013, o mercado de crédito brasileiro foi um dos que mais se expandiu em todo o mundo (Torres e Macahyba, 2014 e Banco Mundial, 2016). Esse crescimento foi tão rápido que fez com que o país deixasse para trás um cenário historicamente caracterizado por baixos níveis de crédito frente ao PIB e fortes limitações de oferta (Torres e Macahyba, 2012).

Em 2003, o saldo das operações de crédito de todas as instituições financeiras frente ao Produto Interno Bruto (PIB) era de 28,2%, percentual próximo à média das economias latino-americanas. Uma década depois, esse mesmo indicador havia alcançado 73% do PIB, um nível semelhante à média dos países de alta renda, 25 pontos percentuais acima do que então se verificava na América Latina. Deste ponto de vista, o crédito no Brasil já não poderia mais ser visto como uma mercadoria estruturalmente escassa, como ocorria no passado.



A expansão do crédito foi inicialmente liderada pelos bancos privados nacionais. Até 2008, essas instituições demonstraram maior agilidade para atender a uma demanda em forte expansão, particularmente no segmento das famílias. Apoiados em inovações institucionais como o crédito consignado e a alienação fiduciária para imóveis, os bancos privados conseguiram ofertar com rapidez novos produtos financeiros voltados para esse público, enquanto as instituições estatais se

moveram mais lentamente. O crédito às empresas também cresceu, mas em um ritmo menor. Diferentemente do agregado familiar, não houve uma forte difusão de novos produtos financeiros para as empresas.



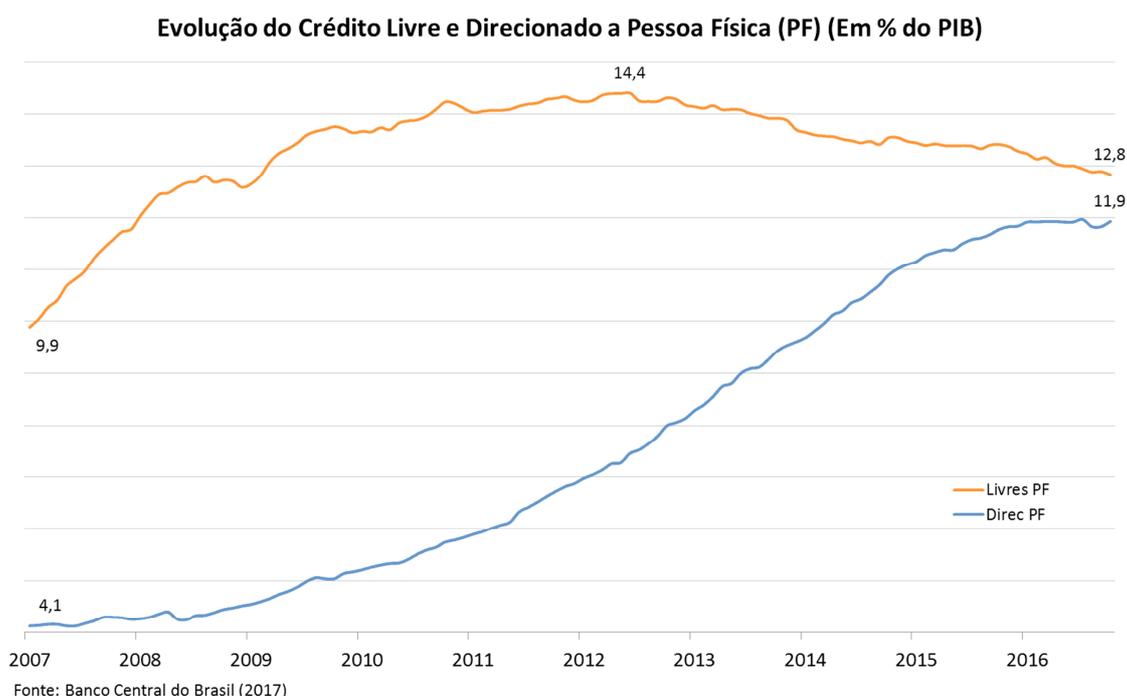
Com a crise financeira internacional de 2008, os bancos privados adotaram uma postura mais cautelosa. Isso abriu espaço para os bancos públicos reagirem e avançarem no mercado, apoiados em uma política de crédito anticíclica fomentada pelo governo. Com isso, a primazia de mercado que as instituições privadas haviam maior expansão do mercado, as operações dos bancos públicos corresponderam a 30% do PIB enquanto os nacionais privados haviam recuado de 18% em dezembro de 2009 para 15,8%, pouco mais da metade da parcela de seus concorrentes mais próximos. A retração dos bancos privados não chegou a comprometer o crescimento do mercado como um todo, uma vez que esse movimento foi largamente compensado pela expansão das operações dos bancos públicos.

O início do encolhimento do crédito corporativo só se verificou em 2016 com: a mudança no comportamento das instituições públicas; a queda na demanda decorrente da forte recessão; e o fim dos programas anticíclicos do governo. Como resultado, entre janeiro de 2015 e dezembro de 2016, o saldo das operações de todo o sistema bancário se contraiu 4,3 pontos percentuais do PIB, sendo que 90% dessa queda se verificou no segmento corporativo.

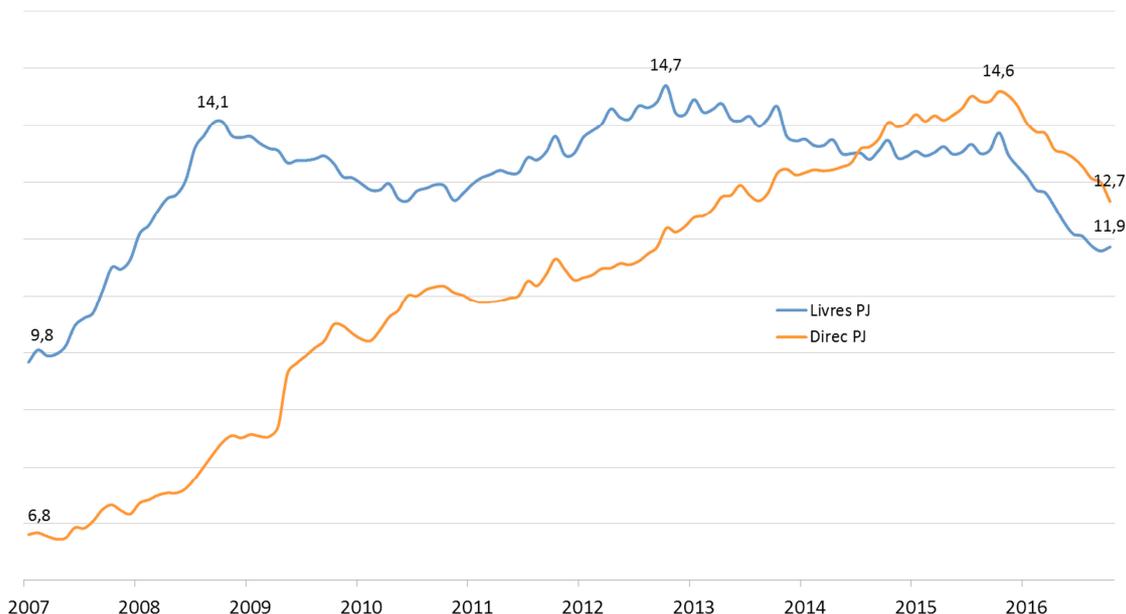
Por trás de todas essas transformações, está o papel que os recursos direcionados passaram a ter no sistema financeiro nacional. Esses empréstimos sempre foram custeados pelos grandes fundos parafiscais, particularmente o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), que emprestam recursos ao BNDES a taxas de juros inferiores às praticadas pelo Banco Central (Taxa Selic) e por prazos muito longos. Essas fontes sempre formaram suas taxas de juros independentemente do restante do mercado e respondem pela maior parte dos créditos de longo prazo. Em compensação, seus créditos são destinados a finalidades específicas, como a aquisição de casa própria e a compra de máquinas e equipamentos.

Os mecanismos de suprimento de recursos para os fundos oficiais de crédito se mostraram limitados para fazer frente ao aumento da demanda verificada após 2008. Para sustentar sua política anticíclica, o governo recorreu ao mercado de capitais, por meio de lançamento de mais de R\$ 400 bilhões em títulos públicos. Esses recursos foram emprestados pela União diretamente ao BNDES.

Como os empréstimos com os recursos livres - ou de mercado - para as Pessoas Físicas e as Jurídicas desaceleraram a partir de 2008, a maior parte do crescimento da demanda de crédito observada desde então foi financiada com fundos direcionados. Esses empréstimos se concentraram, no caso das Pessoas Físicas, em operações imobiliárias realizadas pela Caixa Econômica Federal e, no caso das Pessoas Jurídicas, nos programas do BNDES.



Evolução do Crédito Livre e Direcionado a Pessoa e Jurídica (PJ) (Em % do PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil (2017)

A redução no crédito com recursos livres teve início em 2013 e se acelerou em 2016. A novidade foi o segmento direcionado ter, pela primeira vez desde 2007, se retraído por força do encolhimento do BNDES. Houve assim, uma ruptura frente ao comportamento anticíclico adotado pela instituição a partir de 2008. Desde então, a expansão do crédito do banco de desenvolvimento vinha sendo usada para amortecer os efeitos da retração do crédito livre para as Pessoas Jurídicas.

A atuação expansiva do BNDES ao longo do período 2007-2013, a despeito das melhores condições que oferece em termos de taxas de juros e de prazos, não foi suficiente para evitar que os balanços das empresas não-financeiras tivessem uma forte deterioração, como mostraram as Cartas IEDI n. 738 “Sem Lucro, Sem Investimento” e n. 754 “Lucratividade das empresas em 2016: recuperação parcial”. Isso também foi verificado por um estudo publicado em 2016 pelo CEMEC (Centro de Estudos de Mercados e Capitais do IBMEC), que, com base em uma amostra de 255 empresas abertas (exceto a Petrobras, pela elevada dimensão relativa da petroleira) concluiu que, em 2015, “metade das empresas da amostra não têm conseguido gerar caixa nem para cobrir as despesas financeiras” (CEMEC, 2016; p. 5).

A deterioração das condições financeiras dessas empresas foi consequência, de um lado, da queda no crescimento de sua Receita Operacional Líquida (ROL), acompanhando o pior desempenho do PIB em termos reais. A esse fator se somaram o rápido aumento de suas Dívidas Financeiras Líquidas, que passaram de R\$ 254 bilhões

em 2010 para R\$ 655 bilhões em 2015, e a redução de seus EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização) de R\$ 177 bilhões para R\$ 160 bilhões (CEMEC, 2016). A situação se tornou particularmente grave em 2015 quando, simultaneamente ao processo recessivo, as empresas tiveram que conviver com uma desvalorização cambial da ordem de 47% em um momento em que haviam aumentado muito seu endividamento em moeda estrangeira.

**Indicadores Financeiros Selecionados para as Principais Empresas Abertas
excluída a Petrobras**

Anos	EBTIDA¹/Despesa Financeira	Dívida Financeira Líquida/EBTIDA¹	EBTIDA¹ + Caixa_{t-1} / Desp. Financeira + Dívida CP_{t-1}
2010	2,79	1,47	1,82
2011	1,97	1,87	1,59
2012	1,74	2,46	1,45
2013	1,71	2,25	1,52
2014	1,51	2,54	1,30
2015	0,58	4,20	0,77

Fonte: CEMEC (2016).

Nota: (1) O EBITDA são os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

2. As Transformações Recentes do Crédito Corporativo de Longo Prazo

O crédito corporativo de longo prazo no Brasil é formado por quatro segmentos, que se distinguem conforme o originador do empréstimo e a fonte do financiamento. O mais importante deles é formado pelas operações diretas do BNDES. Estes créditos são mantidos na carteira própria da instituição e são, em sua maioria, associadas a investimentos de maior valor absoluto e de mais longo prazo. O segundo segmento em tamanho é constituído pelos repasses realizados pelos bancos comerciais com recursos do BNDES. Nesse caso, é o intermediário financeiro que estende um empréstimo para seus clientes para aplicação apenas nas finalidades admitidas pelo banco de desenvolvimento, por exemplo a aquisição de um bem de capital. Em seguida, esse agente mantém o crédito em seu próprio balanço e repassa ao devedor os recursos que lhe forem liberados pelo BNDES nas mesmas condições em que captou, mais uma margem de risco livremente negociada. Essas operações indiretas geralmente se destinam a projetos de investimento de menor valor unitário, de baixa complexidade e de prazo mais curto.

Historicamente, as operações diretas e indiretas representaram, cada uma, metade dos saldos empréstimos do BNDES. A partir de 2014, contudo, a participação das operações indiretas começou a cair, refletindo a queda acentuada nas vendas de máquinas e equipamentos. Entre 2014 e 2016, por exemplo, a produção de ônibus acumulada em 12 meses, por exemplo, caiu de 43.899 para 18.705 unidades e a de caminhões, de 203.330 para 60.482 unidades, segundo a ANFAVEA. Esses dois itens respondem pela maior parte das operações de repasse. Em dezembro de 2016, o estoque das operações indiretas havia recuado para 43% dos créditos do BNDES.

O terceiro segmento, por sua vez, reúne as operações com debêntures que são adquiridas pelos bancos para serem mantidas em sua tesouraria (recursos próprios) ou para serem colocadas nos fundos de investimento que administram (recursos de terceiros). Finalmente, o último segmento é o menor e o mais recente de todos. É formado pelas Pessoas Físicas que detêm patrimônio elevado e que buscam diversificar o risco e o retorno de suas carteiras. Dominam basicamente as operações com as "debêntures de infraestrutura", que gozam de isenção de imposto de renda. Trata-se de um segmento relativamente novo, que se iniciou em 2012.

Apesar de, na prática, apresentarem interfaces, cada um desses quatro segmentos obedece a uma racionalidade própria, respondendo a vantagens competitivas específicas. No caso dos recursos BNDES, o custo baixo dos seus créditos e o apetite de longo prazo da instituição são os principais atrativos. No caso dos bancos, existem vantagens fiscais, regulatórias, de liquidez e de flexibilidade gerencial, que tornam as operações de longo prazo através dos mercados de capitais mais eficientes do que as intermediadas por meio de seus balanços. No caso das Pessoas

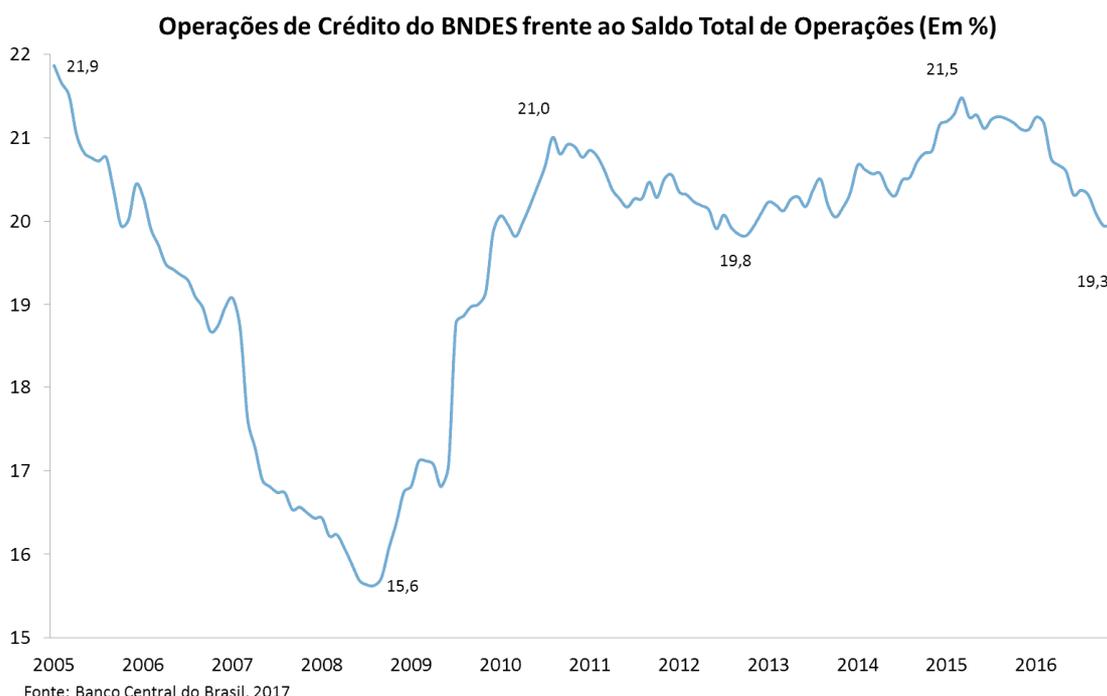
Físicas de alta renda, o incentivo fiscal lhes permite competir com os bancos ao mesmo tempo em que as empresas acessam um crédito de menor custo.

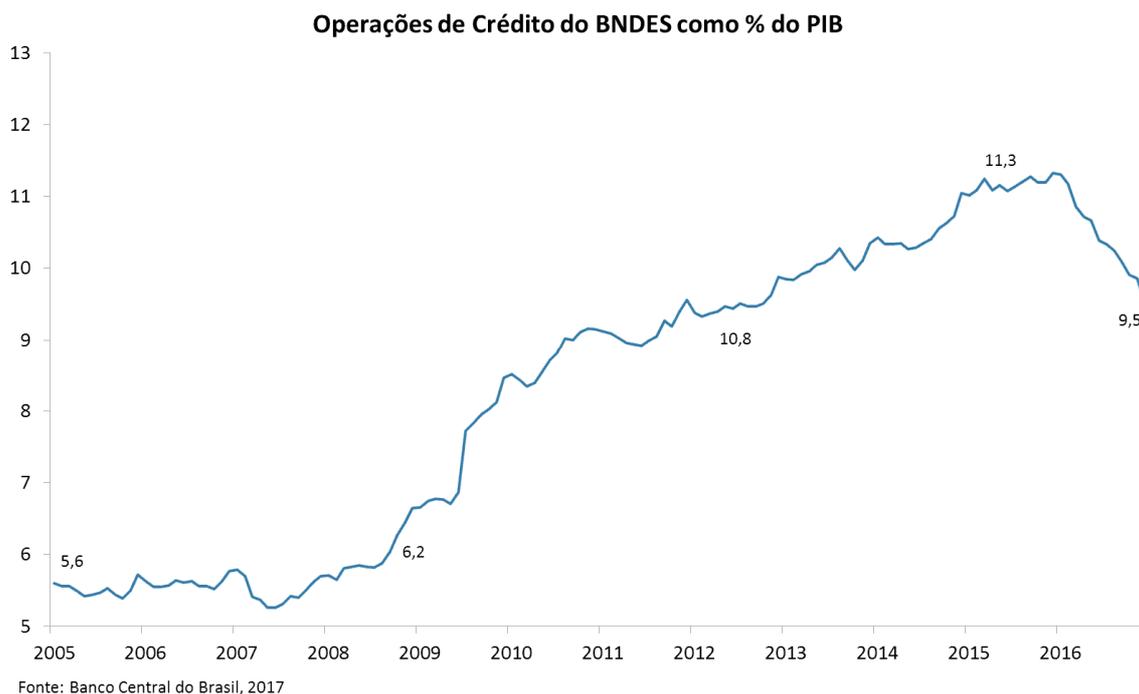
2.1. BNDES: de agente anticíclico a instrumento de ajuste fiscal

O BNDES, englobando-se as operações diretas e indiretas, é o principal financiador de longo prazo das empresas não-financeiras. Tem atuação em quase todos os principais setores. Seus empréstimos estão vinculados a gastos com finalidades específicas (investimento, capital de giro para exportação etc) uma vez que suas principais fontes de recursos são de origem parafiscal. Em 2009, o banco de desenvolvimento respondeu por mais de dois terços de todos os empréstimos bancários com mais de 5 anos realizados no país (Torres e Macahyba, 2012).

A participação do BNDES no sistema financeiro nacional é expressiva. Em dezembro de 2016, 19,4% de todos os empréstimos bancários no Brasil foram financiados com recursos do BNDES. Esse nível de participação, no entanto, variou ao longo do tempo, como entre o final de 2004 e meados de 2008, um período de rápido crescimento do mercado de crédito, quando caiu de 21,9% para 15,7%.

A menor participação do BNDES no mercado de crédito na segunda metade de 2000 não se deveu a uma perda de relevância desse banco no segmento corporativo. Refletiu, na verdade, o rápido aumento dos empréstimos para Pessoas Físicas, área em que o banco de desenvolvimento não atua.





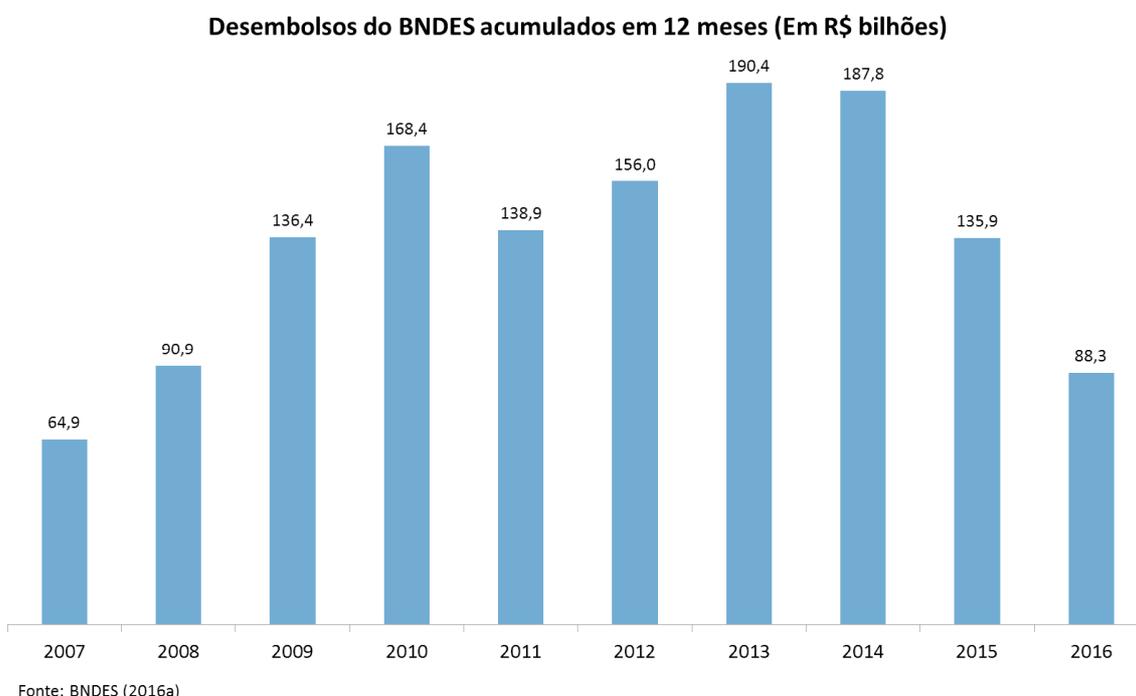
Outro fator que afetou o crescimento do crédito do BNDES nos últimos anos foi o papel central da instituição como agente das políticas anticíclicas. Durante a crise de 2008, o BNDES ajudou a sustentar o financiamento dos projetos de investimento e a compensar o recolhimento defensivo dos bancos comerciais. Em consequência, sua participação no crédito total aumentou de 15,6% em agosto de 2008 para 21% em igual mês de 2010. Nesse período, o volume de crédito do BNDES se tornou o principal fator de expansão do mercado. O saldo de suas operações saltou de 5,3% para 9,2% do PIB.

A desaceleração da economia, a partir de 2010, levou o governo a prorrogar até 2015 os programas anticíclicos de crédito que cobravam taxas de juros extremamente subsidiadas, entre os quais estava o Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Esses créditos eram estendidos a taxas de juros fixas inferiores ao custo do *funding* do BNDES – que já era inferior à taxa SELIC, graças a um subsídio explícito do Tesouro Nacional.

Essa atratividade excessiva do crédito do BNDES pressionou a demanda muito além da capacidade de suprimento dos fundos parafiscais, que tradicionalmente financiam a instituição, principalmente o FAT e o PIS-PASEP. Diante desse fato, o governo, para sustentar sua política de juros baixos, emitiu um volume elevado de títulos públicos, levando a um aumento exponencial da participação direta do Tesouro Nacional na estrutura de fontes do BNDES.

Em 2007, o BNDES tinha um ativo total de R\$ 202,6 bilhões, dos quais R\$ 13,9 bilhões eram recursos do Tesouro, menos de 7%. Em 2015, esses números eram respectivamente, R\$ 930,6 bilhões e R\$ 523,7 bilhões, ou seja 56,1% (BNDES, 2016b). Isso significa dizer que o Tesouro respondeu por 70% de todo o aumento dos créditos do BNDES no período. Como essa captação era feita através do lançamento de títulos públicos a custos de mercado, a diferença entre a taxa SELIC e a taxa TJLP praticada pelo Banco, mais baixa, foi automaticamente absorvida pela União.

A desmontagem dos programas anticíclicos com elevado subsídio foi iniciada ainda em 2015. Todos esses programas deixaram de existir, motivados pelo ajuste fiscal então iniciado. O novo governo, que tomou posse em 2016, aprofundou a descontinuidade dessas políticas. Além de manter o fim dos programas anticíclicos, reduziu as participações do BNDES e adicionalmente promoveu a antecipação do vencimento dos empréstimos concedidos pelo Tesouro ao Banco. Foi inicialmente estabelecido que o BNDES aceleraria a amortização desses créditos no valor global de R\$ 100 bilhões em três anos. Posteriormente, optou-se por realizar o pagamento da soma total em dezembro de 2016. Trata-se de um montante equivalente a cerca de 20% do saldo dos aportes realizadas pela União no BNDES desde 2007. Em termos de fluxo, no entanto, o impacto é ainda maior, pois chegou a superar o volume de desembolsos realizados ao longo de todo o ano de 2016 (R\$ 88 bilhões).



A decisão de fazer o BNDES amortizar antecipadamente R\$ 100 bilhões revela a dominância fiscal na estratégia do governo, por utilizar os recursos do crédito direcionado corporativo preferencialmente para apoiar a política de ajuste fiscal em lugar de voltá-la para a promoção de investimentos, da renda e de reestruturação financeira das empresas. Outra consequência é o efeito ao longo do tempo que esse pagamento terá sobre o saldo de recursos de longo prazo disponível para a economia brasileira. A profundidade da recessão em curso justificaria, por si só, a adoção de medidas emergenciais para sustentar o nível de atividade, a exemplo do que foi feito no Brasil e nas principais economias do mundo como resposta à crise de 2008. Entretanto, o BNDES só viria anunciar a adoção de medidas expansionistas nas últimas semanas de 2016.

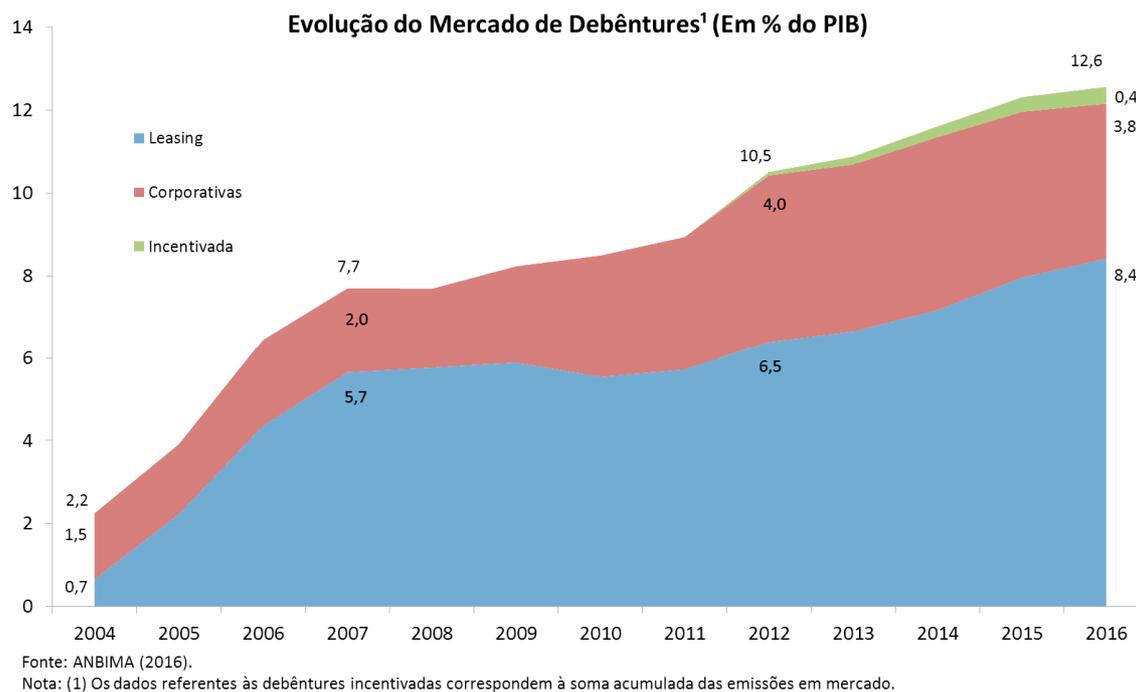
Tradicionalmente, o BNDES se torna muito líquido em momentos de desaceleração econômica. Isso acontece por que mais de 80% do seu fluxo de caixa corrente advém do retorno dos créditos concedidos no passado. Esse resultado reflete ainda a qualidade elevada de seus créditos, ainda que a provisão para devedores duvidosos da instituição tenha sido aumentada de 0,06% em 2015 para 1,38% em julho de 2016. Nessa data, a média do mercado financeiro nacional era superior a 3,5% das carteiras dos bancos.

Cabe observar que o encolhimento do BNDES em 2016 foi um fenômeno muito rápido, intenso e setorialmente concentrado. Dos R\$ 47,6 bilhões de queda observados nos desembolsos frente ao ano anterior, R\$ 29 bilhões (61%) foram decorrentes da retração dos investimentos na área de infraestrutura, que é o setor mais importante da economia em termos de aumento da produtividade no longo prazo. Em seguida se destacou o segmento de comércio e serviços, com R\$ 12,1 bilhões (25%). Os investimentos na indústria foram menos afetados e a agricultura não acusou queda (BNDES, 2017). A forte retração no financiamento para infraestrutura indica que esse fato já seria facilmente previsto pela instituição com alguma antecedência, uma vez que a contratação e a liberação de empréstimos para projetos desse setor, inclusive as vendas de equipamentos de transporte, normalmente requerem prazos muito elevados para serem efetivados.

Esses dados indicam que o principal determinante da retração nos desembolsos do BNDES foi o colapso na demanda por novos investimentos. Entretanto, o fato de essa retração já ser esperada aponta também para a presença de fatores de natureza político-operacional. Em um momento em que as taxas de juros do crédito não direcionado estavam historicamente muito elevadas e a recessão era severa, a atitude passiva do BNDES permitiu que o quadro recessivo não encontrasse resistência do ponto de vista do crédito corporativo.

2.2. O Mercado de Crédito Privado de Longo Prazo: as Debêntures

O financiamento corporativo de longo prazo com recursos livres é realizado no Brasil, em sua maior parte, por meio da emissão de debêntures. Esse mercado, a exemplo do BNDES, se expandiu rapidamente a partir de 2004. Com isso, o saldo das operações com esses títulos corporativos aumentou de 2,3% do PIB em 2004 para 12,5% em 2016 .



Os dados agregados tendem, no entanto, a superestimar o papel que as debêntures tiveram na expansão do crédito de longo prazo. Na prática, os conglomerados bancários têm sido, por meio de suas empresas de *leasing*, os principais emissores desses títulos. Essas operações tiraram proveito da existência de vantagens fiscais e regulatórias na captação de recursos através do mercado de capitais em detrimento da intermediação bancária. Em março de 2016, 55% todas as debêntures em mercado tinham sido emitidas por empresas de arrendamento mercantil (Valor, 2016a).

As emissões de suas empresas de *leasing* tornaram-se um mecanismo que permite aos bancos contornarem o impedimento legal de acessarem diretamente o mercado de debêntures. A captação através de uma debênture de sua empresa de arrendamento mercantil é financeiramente mais atrativa que aquela realizada por meio de um Certificado de Depósito Bancário (CDB), por ser isenta de depósitos compulsórios junto ao Banco Central e do pagamento de impostos.

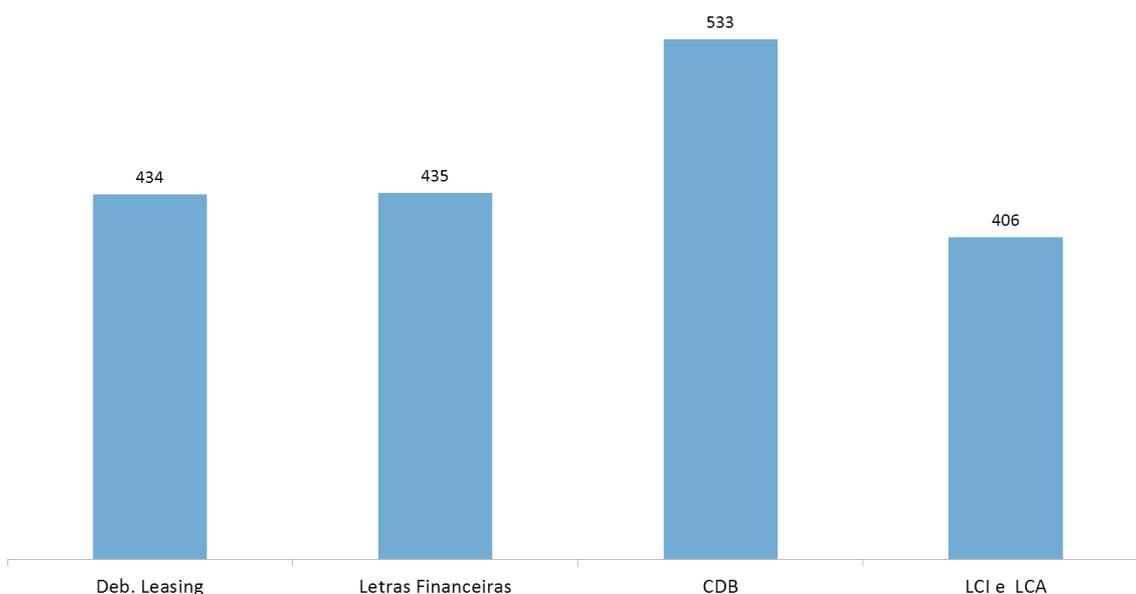
Por esses motivos, os conglomerados bancários determinaram que suas empresas de *leasing* realizassem emissões em montantes muito superiores a suas necessidades financeiras correntes. Esses títulos eram colocados junto a seus controladores e, em seguida, as empresas de *leasing* transferiam de volta os fundos recebidos ao seu banco controlador via mercado interbancário.

Ao final, o resultado era uma operação contábil realizada entre empresas de um mesmo conglomerado financeiro com o único propósito de originar para os bancos comerciais um título para ser usado como instrumento de captação mais barata junto a seus clientes. As debêntures da empresa de *leasing* acopladas a um contrato de recompra pelo banco substituíam os CDBs com vantagens.

Portanto, a maior parte do crescimento do mercado de títulos corporativos no Brasil até 2007 não configura um real desenvolvimento do mercado de títulos corporativos de longo prazo, mas uma forma de se permitir uma captação de recursos relativamente mais barata por parte dos conglomerados bancários.

A partir de 2008, a emissão de debêntures de *leasing* desacelerou. O motivo foi a tentativa do governo de eliminar esse tipo de arbitragem. Assim, os acordos de recompra desses títulos passaram a ser sujeitos a reservas mínimas no Banco Central. O objetivo era fazer com que os bancos parassem de usar o mercado de debêntures como forma de se financiarem, optando pelo lançamento de títulos próprios, inicialmente CDB e, posteriormente, Letras Financeiras.

Saldo dos Principais Títulos de Dívida Bancária em 2016 (Em R\$ bilhões)



Fonte: ANBIMA e Valor Econômico (2016a).

Nota: (1) Os dados referem-se àqueles de maio de 2016.

Mesmo assim, o estoque de debêntures de empresas de *leasing* continuou crescendo, embora em ritmo menor. Os montantes envolvidos continuaram a ser significativos. Em março de 2016, atingiram R\$ 434 bilhões, enquanto o saldo dos CDB era de R\$ 533 bilhões e o das Letras de Crédito Agrícola e Imobiliário (LCA e LCI) juntas, de R\$ 406 bilhões. Os dois principais bancos comerciais, o Bradesco e o Itaú, tinham obtido, em junho de 2016, mais recursos por meio da venda de debêntures de *leasing* com acordo de recompra a seus clientes do que com a emissão de CDBs (Valor Econômico, 2016d). Uma das principais formas de os bancos evitarem as limitações impostas pelas autoridades em 2008 foi simplesmente prorrogarem o vencimento das debêntures já emitidas.

Em maio de 2016, as autoridades voltaram a reduzir as vantagens da emissão de debêntures pelas empresas de *leasings* dos bancos. Foi instituído uma alíquota de 1% ao dia sobre o rendimento da aplicação compromissada em caso de resgate em prazo inferior a 30 dias. Finalmente, em outubro seguinte, houve nova tentativa de se eliminar esse tipo de arbitragem. Por determinação regulatória (Resolução nº 4527 de 29/09/2016 do Conselho Monetário Nacional), todos os bancos foram obrigados a reduzir em 50% o estoque de operações compromissadas com lastro em debêntures até maio de 2017. O restante terá que ser eliminado até o final deste mesmo ano. Com isso, até 2018, o mercado de debêntures como um todo, deverá se reduzir a cerca de um terço do porte atual. Entretanto, isso não deverá trazer qualquer impacto sobre o crédito corporativo de longo prazo propriamente dito.

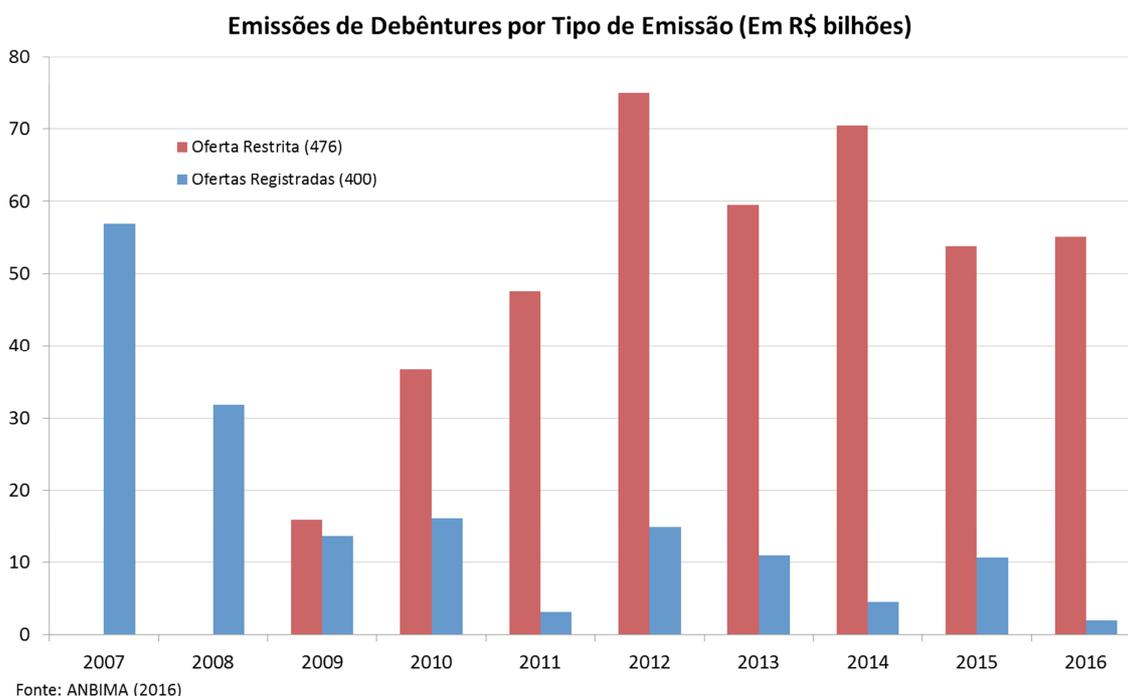
Além das empresas de *leasing*, há um amplo conjunto de empresas não-financeiras que regularmente lançam debêntures no mercado. A partir de 2007, o estoque desse tipo de títulos teve uma grande expansão, passando de 2% para 4,1% do PIB em 2015, apesar de acusar uma desaceleração para 3,7% em 2016. Essas operações, como no resto do mundo, são estruturadas e distribuídas pelos bancos locais. Entretanto, uma particularidade do mercado brasileiro é que, aqui, os maiores investidores nesses papéis são as próprias instituições estruturadoras. Nos grandes centros financeiros, a maior parte das colocações é feita junto a investidores institucionais e Pessoas Físicas (Torres e Macahyba, 2014).

Na prática, os bancos recomendam a seus clientes corporativos de maior porte emitir debêntures como forma de reduzirem o custo de operações de grande monta (acima de R\$ 200 milhões), sempre que os limites de suas linhas de curto prazo junto à instituição se esgotam. Essa operação, como já foi mencionado, paga menos impostos e tem custos menores que o crédito bancário tradicional. Para atraí-las, os bancos oferecem garantia firme de colocação, além dos serviços tradicionais de estruturação e distribuição. Com a garantia firme, os bancos se comprometem a adquirir todos os títulos ofertados, que não tenham colocação abaixo de uma taxa de juros mínima, previamente pactuada.

Os recursos assim obtidos são utilizados para liquidar os saldos de empréstimos de mais curto prazo que a empresa mantém com o banco, aumentando assim os limites de crédito para operações rotineiras de capital de giro. Os títulos adquiridos são, por sua vez, alocados dentro do conglomerado financeiro nas mais diversas carteiras sob sua administração, desde a tesouraria até os fundos de investimento dos clientes. Trata-se, na prática, de uma variante do modelo de originação e distribuição de títulos securitizados, que passou a ser intensamente adotado no mercado internacional a partir da década de 2000 (Torres, 2014).

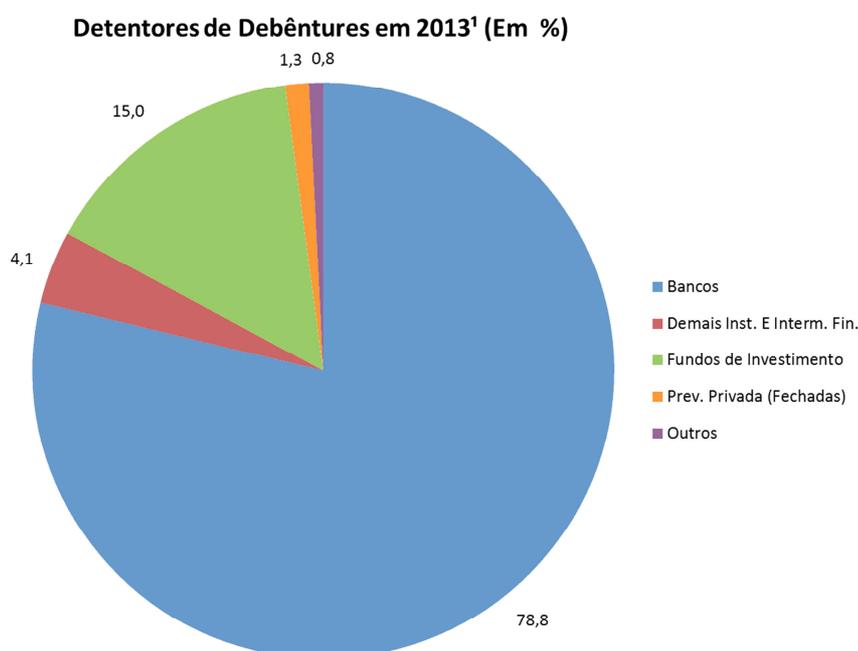
Para reduzir o custo e o tempo dessas emissões, os lançamentos são geralmente feitos através de um procedimento simplificado, a chamada Oferta Restrita ou do tipo 476. Nesse caso, a operação só pode ser apresentada a um público de até 75 investidores, que precisam aportar valores mínimos elevados. Em compensação, a emissão não precisa de autorização prévia da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A alternativa é seguir o caminho mais demorado e custoso da Oferta Registrada ou do tipo 400, com distribuição para um público irrestrito, com valor mínimo de R\$ 1.000, e sujeita à anuência prévia da CVM (Torres e Macahyba, 2012). As emissões do tipo 476 dominaram o mercado desde que começaram a ser autorizadas em 2009.



A importância dos bancos no mercado de debêntures também se reflete na composição da demanda por esse tipo de ativo. No Brasil, diferentemente de outros países, os bancos são os principais detentores de títulos privados de longo prazo. Em

agosto de 2013, respondiam por 79% de todo o saldo de debêntures existente. No resto do mundo, esta posição é detida por investidores institucionais, como fundos de pensão e companhias de seguros.



Fonte: Torres e Macahyba, 2014.

Nota: (1) Os dados se referem ao estoque de debêntures existente no dia 8 de agosto de 2013.

Por esses motivos, a expansão do mercado de debêntures corporativas no Brasil não deve ser vista, a exemplo do que ocorre em outros centros financeiros internacionais, como um efetivo processo de desintermediação bancária. Trata-se, na prática, de uma maneira mais eficiente para alargar os prazos e reduzir os custos dos empréstimos bancários de curto prazo, usando as vantagens proporcionados por títulos corporativos transacionados em mercados de capitais, em vez de contratos bancários. Trata-se, portanto, de uma forma de “reintermediação” dos bancos.

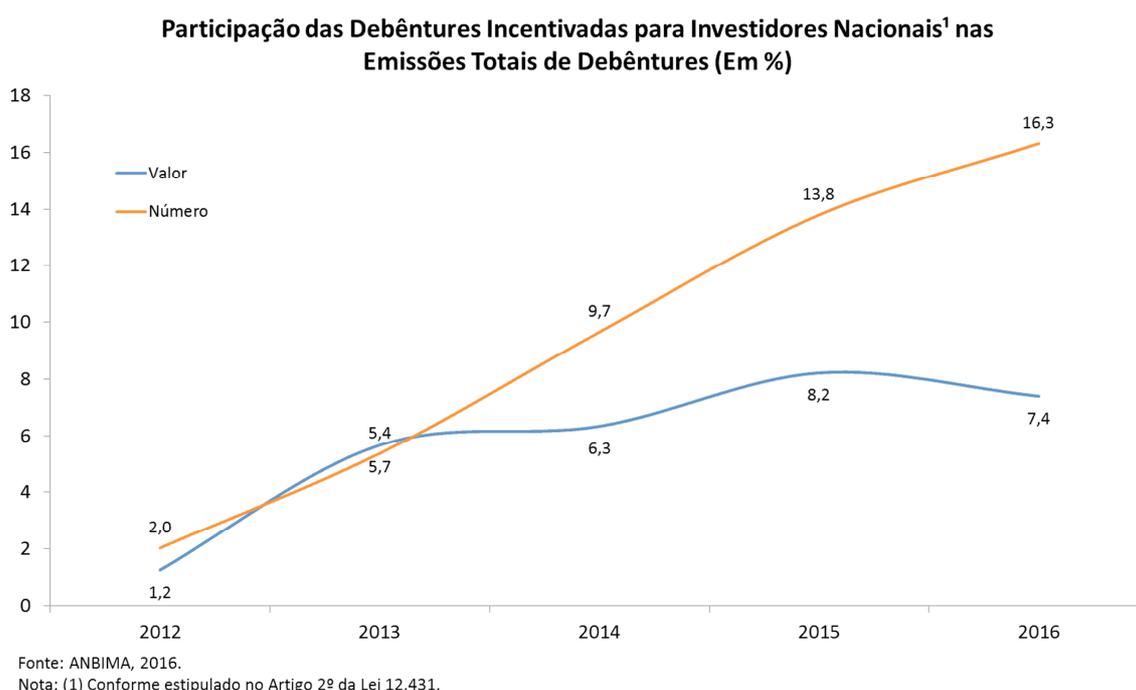
2.3. As debêntures de infraestrutura

Entre 2010 e 2011, o governo tentou mais uma vez reformar o mercado de debêntures. Seu objetivo era estimular a entrada de Pessoas Físicas e de estrangeiros no financiamento a projetos de investimento em infraestrutura. Assim, a Lei 12.431 criou as "debêntures de infraestrutura".

Esse novo título garante isenção do imposto de renda às Pessoas Físicas e aos investidores estrangeiros. Para ser elegível ao benefício fiscal, o título deve ter

características financeiras diferentes das demais debêntures vendidas em mercado: suas taxas de juros não podem ser indexadas à taxa do mercado interbancário (DI); o prazo médio mínimo é de quatro anos; e os acordos de recompra são proibidos no prazo de 24 meses após o lançamento. Além disso, o emitente tem de alocar esses fundos em projetos de investimento em infraestrutura (energia, transporte, comunicações ou aviação), previamente aprovados pelo governo. Até dezembro de 2016, haviam sido emitidas 112 séries de debêntures de infraestrutura, totalizando R\$ 25,4 bilhões. Desse montante, R\$ 19,4 bilhões foram destinados a investidores domésticos (Torres e Macahyba, 2012).

Esses títulos passaram imediatamente a ser responsáveis por uma parcela relevante de mercado. Em 2016, responderam por quase 16,3% do total ofertado em número e a 7,4% em valor. Quase dois terços dos títulos ofertados referem-se a projetos nas áreas de energia e transportes, tanto em termos de números de emissões como de valor.



As debêntures incentivadas formaram um segmento próprio, que apresenta características distintas do restante do mercado. Seus valores e prazos médios por emissão são quase duas vezes maiores. O percentual adquirido por Pessoas Físicas, principais beneficiários da legislação, foi 9 vezes maior no caso das incentivada (45% do total frente a 5%). As instituições ligadas à oferta ficaram com pouco menos de 20% dos lançamentos, contra 63% no restante do mercado. Isso possibilitou a criação de

uma base ampla de investidores, criando condições para o florescimento de um mercado secundário ativo, algo que até então não se havia conseguido desenvolver no país.

Debêntures Incentivadas e Não-Incentivadas em 2012 e 2013

Itens	Incentivadas	Ñao-Incentivadas
Valor Médio (R\$ milhões)	428	262
Prazo Médio (dias)	3.668	1.960
Percentual adquirido por pessoa física (%)	45 ¹	5 ²
Quantidade de negociações (média)	638,8	18,2
Valor negociado/total emitido (%; média)	30,3	6,1

Fonte: Sistema Nacional de Debêntures apud Bragança, Pessoa e Souza (2015) e ANBIMA, 2016.

Notas: (1) Entre 2012 e 2016 (setembro)

(2) Em 2015

Apesar de os principais objetivos pretendidos pelo governo terem sido alcançados, a existência das debêntures incentivadas tem estado sob ameaça. Seus opositores chegaram a fazer com que o governo propusesse uma medida legislativa para eliminar o benefício fiscal. Esse fato ocorreu em janeiro de 2016 no bojo de uma iniciativa do Ministério da Fazenda para aumentar a arrecadação por meio da eliminação dos benefícios tributários existentes para letras (títulos bancários) e certificados (títulos bancários) associados a investimentos nos setores agrícola e imobiliário (Letras de Crédito Imobiliário – LCI e Letras de Crédito do Agronegócio – LCA emitidas pelos bancos e os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI e Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRA, emitidos pelas empresas, além das debêntures incentivadas).

Originalmente, as debêntures incentivadas deveriam estar excluídas dessa mudança uma vez que seu "benefício estimula o uso do mercado de capitais" (Valor Econômico, 2015). Entretanto, na proposta final apresentada ao Congresso Nacional, mas que não chegou a ser apreciada, as alíquotas de imposto de renda para as debêntures 12.431 seriam fixadas em percentuais superiores às das Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), títulos emitidos pelos bancos.

A aprovação dessa medida teria levado ao fim de novas emissões das debêntures de infraestrutura, por falta de atratividade, e ao rápido desaparecimento desse segmento de mercado. A desproporcionalidade da iniciativa fica patente quando se compara a evolução dos saldos dos títulos isentos dos bancos e das debêntures incentivadas. Esses títulos corporativos correspondem a 5% do estoque dos títulos bancários isentos de imposto de renda, as LCA e as LCI, em 2016.

As debêntures incentivadas representam, assim, uma tentativa bem sucedida de se criar no Brasil uma configuração de mercado semelhante ao padrão dominante nos principais mercados de capitais do mundo. Nesse tipo de ambiente, cria-se uma relação direta entre emissores e investidores. Isso permite que as empresas estabeleçam estruturas a termo de taxas de juros para seus papéis e que se desenvolvam mercados secundários relevantes, criando-se um canal de financiamento corporativo autônomo e concorrente à intermediação bancária. No Brasil, isso só se tornou possível na medida em que se criou um benefício fiscal direcionado para a aquisição de debêntures pelas Pessoas Físicas. Isso não configura uma novidade no mercado, uma vez que suas concorrentes - tanto as debêntures das empresas de *leasing* como as demais - devem seu porte às vantagens regulatórias e fiscais que oferecem.

**Evolução dos Saldos de Letras Bancárias e das Debêntures Incentivadas
(Em R\$ bilhões)**

Ativos com Isenção Fiscal	2013	2014	2015	2016
Letras Bancárias Incentivadas ¹ (A)	215,4	301,6	396,4	390,5
Debêntures Incentivadas ² (B)	5,1	9,9	15,2	19,4
B/A (%)	2,4	3,3	3,8	5,0

Fonte: Banco Central do Brasil (2016) e ANBIMA (2016)

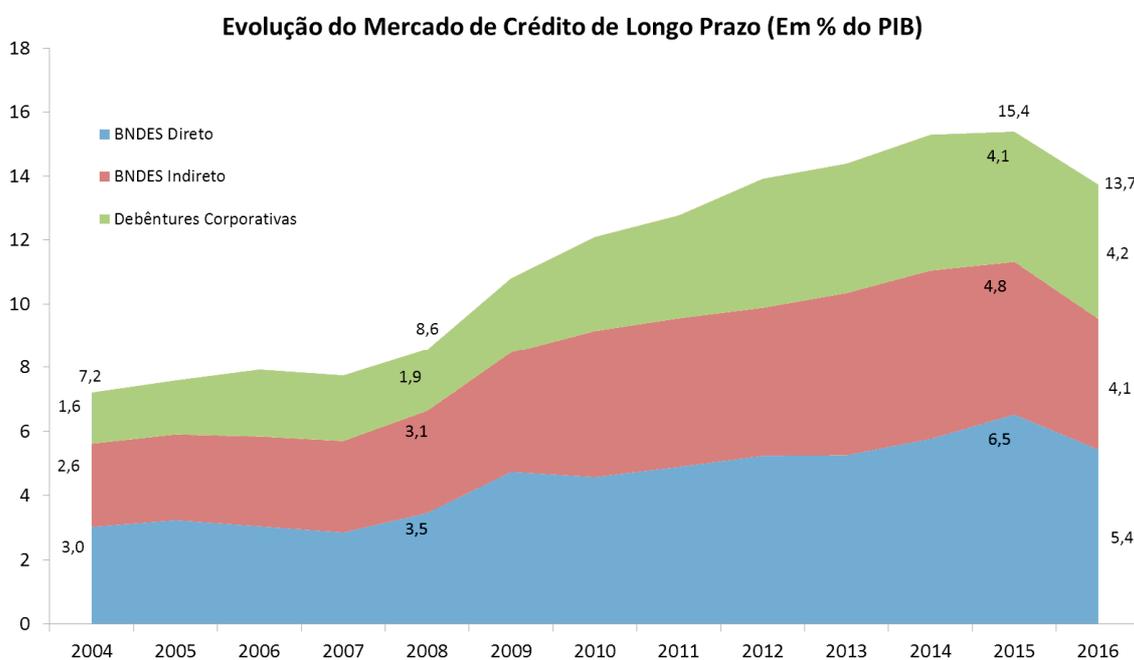
Notas: (1) Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Letras de Crédito do Agronegócio (LCA)

(2) Debêntures Incentivadas Emitidas para Investidores Nacionais.

O aspecto novo, no caso das debêntures de infraestrutura, está no fato de os incentivos serem direcionados às famílias e não aos emissores ou aos intermediários. Essa vantagem gera efeitos competitivos e, portanto, reações políticas negativas. A tentativa de extinguir o benefício em janeiro de 2016, em um mês de baixa visibilidade para a opinião pública, mostra a força que possuem seus opositores.

3. Uma Visão Global do Mercado de Crédito Corporativo de Longo Prazo

O segmento corporativo de longo prazo acompanhou a evolução global do mercado de crédito. O saldo dessas operações respondia por 7,6% do PIB em 2003. Esse tamanho foi mantido até o início da crise financeira internacional de 2008. Desde então, o volume de empréstimos diretos e indiretos do BNDES e das debêntures corporativas (não consideram aquelas emitidas por empresas de *leasing*, inclusive as incentivadas pela Lei 12.431) aumentou até atingir o máximo de 15,4% do PIB em 2015. No ano seguinte, houve forte retração para 13,7%, decorrente do baixo desempenho do crédito do BNDES, particularmente das operações diretas.

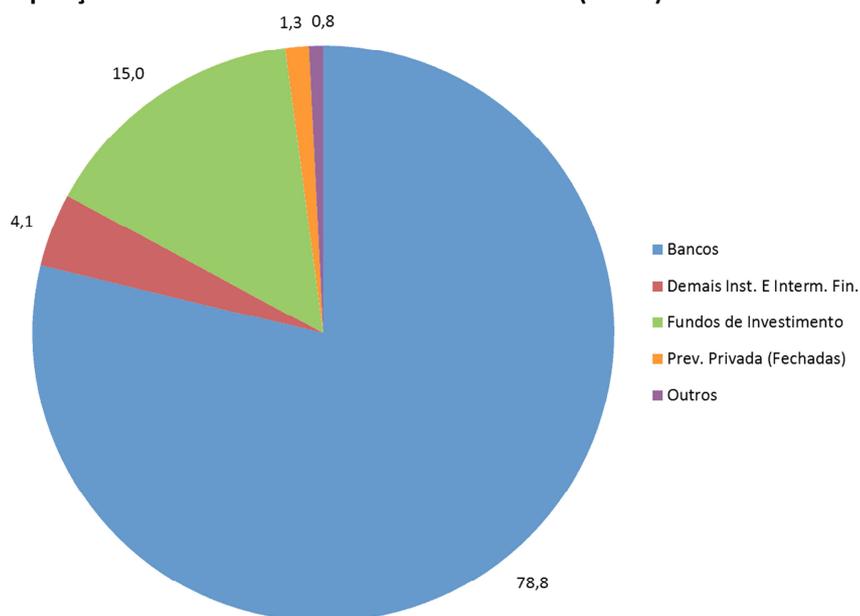


Fonte: ANBIMA e Banco Central do Brasil.

Observa-se, pelos dados acima, que o crédito de longo prazo no Brasil é liderado pelos bancos – BNDES e os bancos comerciais – o que não chega a configurar uma singularidade frente à experiência internacional. Nesse sentido, o mercado brasileiro se assemelha aos modelos adotados na Europa e no Japão (Zysman, 1983). O elemento específico da experiência brasileira é a forte presença do banco de desenvolvimento, que é mais intensa do que em países que possuem importantes instituições dessa natureza, com a Alemanha e a China. Por outro lado, a fatia diminuta e tardia dos investidores Pessoas Físicas é uma diferença marcante frente aos países anglo-saxônicos (Torres e Macahyba, 2014).

A divisão do trabalho entre o BNDES e os bancos comerciais é um tema que merece uma reflexão mais profunda. Essas instituições dividem duas atividades relevantes, a provisão de recursos de longo prazo e a originação dessas operações. A identificação dessas funções requer o conhecimento detalhado do perfil dos detentores das debêntures. Esse dado só está disponível para agosto de 2013 e mostra que 79% do estoque desses títulos era, naquela data, mantido pelos bancos enquanto os investidores institucionais e fundos de investimento dividiam o restante.

Composição dos Detentores de Debêntures em 2013¹ (Em %)



Fonte: Torres e Macahyba, 2014.

Nota: (1) Os dados se referem ao estoque de debêntures existente no dia 8 de agosto de 2013.

Eliminou-se, portanto, dessa amostra, as debêntures das empresas de *leasing* existentes à época, que correspondiam por 66% do estoque. Além disso admitiu-se que 70% dos recursos administrados pelos fundos de investimento é gerido pelos bancos e os 30% restantes por gestores independentes. Com essas mudanças, torna-se possível identificar o papel dos principais atores do mercado de crédito corporativo de longo prazo, como supridores de recursos e como originadores de operações.

Em 2013, o mercado de crédito de longo prazo no Brasil atingiu 15,1% do PIB. Deste total, 69 % foi financiado pelo BNDES e o restante foi igualmente dividido entre os bancos comerciais o resto do mercado. Portanto, do ponto de vista das fontes de recursos que sustentam o crédito de longo, o BNDES, como era de se esperar, é o pilar central do mercado.

Principais Originadores de Operações e de Provedores de Recursos no Mercado de Crédito de Longo prazo em 2013 (Em %)

Agentes	Fonte de Recursos		Originação de Operações	
	Em % do PIB	Em %	Em % do PIB	Em %
BNDDES	10,4	68,9	5,3	35,1
Bancos Comerciais	2,3	15,2	7,4	49
Outros	2,4	15,9	2,4	15,9
Total	15,1	100	15,1	100

Fonte: Torres e Macahyba (2015) e Banco Central do Brasil (2016).

No entanto, sua posição quase monopolista do passado está sendo pouco a pouco desafiada por dois novos grupos de investidores, os bancos comerciais e os grandes investidores, como fundos de investimento, investidores institucionais e, mais recentemente, as famílias ricas. A dimensão desse terceiro grupo de supridores de recursos é um aspecto novo nesse mercado. Trata-se de um investidor que não é tradicional, mas que tem posição dominante nos principais mercados de capitais no exterior. Desse ponto de vista, é um sinal de amadurecimento do mercado nacional.

Esses mesmos dados podem ser reorganizados de modo a explicitar a estrutura do mercado de longo prazo a partir da ótica da originação desses créditos, ou seja, do comando sobre a decisão de financiamento. Nota-se que, embora o BNDDES seja o maior provedor de fundos de longo prazo, os bancos comerciais são atores muito mais importantes na originação desses créditos, respondendo por metade de todas as operações. Essas instituições financeiras detêm um papel central pelo fato de gerirem não só seus próprios fundos, mas também os recursos terceiros sob sua gestão, assim como a metade das operações financiadas com recursos do BNDDES.

Esses resultados também indicam que a liderança no mercado corporativo de longo prazo no Brasil é exercida por um condomínio entre o BNDDES e os bancos comerciais. Esses dois grupos dominam, no entanto, áreas diferentes e têm uma longa tradição de partilhar risco e informação. BNDDES tem a última palavra na decisão dos grandes projetos de investimento para a indústria e infraestrutura. Isto se deve ao porte do seu balanço e ao fato de seus recursos serem de muito longo prazo e de custo baixo.

O crédito de longo prazo dos bancos comerciais para as empresas atende a dois tipos de demanda. A primeira tem origem na necessidade corrente de se repor periodicamente as linhas de empréstimos de curto prazo (até 2 anos) das empresas. Como vimos, quando seus limites são atingidos, os bancos orientam seus clientes a emitir debêntures, como uma forma mais eficiente e menos onerosa de consolidar grandes volumes de crédito através do mercado de capitais. É um caminho mais eficiente em termos fiscais e regulatórios.

O segundo tipo de demanda refere-se à empresa que está realizando um investimento de menor porte. Pode ser a compra de uma máquina ou equipamento ou a expansão de um negócio. Os bancos realizam um trabalho de originação desses créditos para fins de repasse de recursos do BNDES, complementado a operação, quando necessário, com seus próprios fundos.

Esses dois modelos de negócio – empréstimos do BNDES e dos bancos comerciais – não competem entre si. Pelo contrário, se complementam. Os bancos comerciais lidam com o "capital de giro de longo prazo" das empresas e com seus investimentos de menor porte. O BNDES foca os grandes projetos de investimento dessas corporações. Quando as operações se afastam desse modelo, os conflitos, no entanto, emergem. Um exemplo disso foi durante 2008-2009, quando o BNDES concedeu um grande empréstimo corporativo à Petrobras, que sofria de problemas de fluxo de caixa gerados pela crise internacional. Nessa oportunidade, os bancos comerciais se queixaram de que tinham interesse em participar dessa operação, dado o bom risco de crédito da empresa.

Apesar dessa divisão do trabalho, esses dois subsistemas, como fontes de recursos, concorrem pela demanda global de crédito das empresas. Há, na prática, uma estrutura de preços que se complementam. A fonte BNDES normalmente oferece os empréstimos mais baratos. Portanto, as empresas procuram maximizar, inicialmente, os empréstimos do BNDES, diretos ou indiretos, e só então usar os recursos dos bancos comerciais como complemento. Assim, há alguma concorrência entre os dois subsistemas, dependendo principalmente do diferencial entre as taxas praticadas pelo BNDES (TJLP) e pelo resto do mercado (SELIC).

Um segundo tipo de competição emergiu recentemente entre os bancos comerciais e os outros supridores privados de fundos de longo prazo. A maior presença destes investidores vem fazendo com que empresas, principalmente aquelas com maior experiência em emissões no exterior, busquem maior independência frente aos bancos e tentem criar uma relação direta com os investidores, a exemplo do que ocorre nos grandes centros financeiros. A estratégia dessas corporações é construir uma estrutura a termo da taxa de juros e um mercado secundário próprio para seus títulos.

A barreira mais importante que essas empresas enfrentam atualmente é regulatória. Como vimos anteriormente, há duas maneiras de se fazer uma oferta pública no Brasil, a registrada e a restrita. Para desenvolver uma relação direta com investidores, as empresas precisam realizar ofertas registradas (400) de forma recorrente. Esse caminho, no entanto, não foi atualizado pela autoridade regulatória (CVM) de forma a eliminar os obstáculos de custo e da regulação para atender esse perfil de empresas (Torres e Macahyba, 2014).

Finalmente, as famílias e os investidores institucionais são atores novos nesse mercado. A maior parte deles ainda prefere operar por meio de fundos de investimento geridos por bancos e concentrar suas operações diretas em títulos públicos. No entanto, sempre que o Banco Central traz a taxa SELIC nominal a patamares inferior a 10% ao ano, eles se veem incentivados a se expor mais ao risco das debêntures, atraídos pela rentabilidade dessas operações. Este foi um fenômeno claro em 2012, quando a taxa SELIC caiu para seu nível mais baixo, 7,5% ao ano. Houve uma corrida para o rendimento por parte dos fundos de pensão fechados e as famílias ricas. Ao mesmo tempo, algumas empresas bem avaliadas passaram a emitir no mercado doméstico e tentaram acessar esses investidores não-bancários.

O atraso relativo do Brasil no desenvolvimento de um mercado de títulos corporativos, bem como o ritmo de sua expansão, está, em grande medida, associado à política monetária restritiva que há décadas vem sendo posta em prática. O Brasil tem um histórico longo de convivência com taxas de juros básicas (SELIC) muito elevadas e com uma taxa menor utilizada pelo BNDES (TJLP), que segue regras próprias de formação.

A diferença entre, de um lado, a taxa Selic e a expectativa de inflação e, de outro, entre a TJLP e a taxa Selic têm um papel relevante nesse processo. Quanto maior a taxa real paga pelos títulos públicos (SELIC) menos as famílias ricas e os fundos de pensão estarão dispostos a diversificar suas carteiras na direção dos títulos privados. Ao mesmo tempo, quanto maior a taxa SELIC, menos estimuladas as empresas serão a emitir no mercado doméstico. Além disso, se a TJLP é muito mais baixa do que a taxa SELIC e se o BNDES dispõe de um volume elevado de recursos, as empresas tentarão maximizar os empréstimos com o banco de desenvolvimento em detrimento das demais fontes de recursos.

4. Sugestões para o Aperfeiçoamento do Mercado de Crédito Corporativo

Uma forte crise econômica, como a que se abateu sobre o Brasil a partir de 2015, abre grandes oportunidades em termos de ganhos associados a operações de reestruturação de capital das empresas. A redução do risco de crédito soberano do Brasil e a redução da taxa de juros doméstica criam um ambiente particularmente favorável a iniciativas dessa natureza. A presença do Estado nesse processo como agente coordenador, regulador e financiador pode ter um grande significado, a exemplo do que se viu na experiência dos Estados Unidos e de vários outros países avançados após a Crise Financeira Internacional de 2008.

Como base nesse cenário, as sugestões apresentadas a seguir têm como objetivo fortalecer o mercado de crédito corporativo doméstico para que venha a servir como um dos mecanismos de ajustamento da estrutura de capital das empresas e de retomada dos investimentos, com isso, abreviando a recuperação da economia e do emprego.

O cenário financeiro da economia brasileira no médio prazo deverá ser caracterizado por três elementos. O primeiro é a redução consistente da taxa de juros para níveis inferiores a dois dígitos. O segundo, que já está em curso, é a reestruturação da base de capital das empresas, em um ambiente de valorização dos ativos. O terceiro é a tendência à acumulação de um volume relativamente grande de recursos líquidos no âmbito do BNDES. A combinação desses elementos contribuiria para promover uma aceleração da retomada dos mercados de crédito corporativo e dos investimentos das empresas, auxiliando a retomada da economia do país.

As medidas sugeridas são:

1. Eliminação das restrições, hoje existentes, à colocação de títulos corporativos em ofertas registradas, com base na antiga Instrução 400 da CVM. Atualmente, os volumes emitidos através dessa instrução da CVM passaram a ser irrisórios quando comparados aos realizados na forma de “esforços restritos”, com base na Instrução 476. Apesar de esse entrave não impedir o avanço do mercado de títulos corporativos, ganhos relevantes seriam obtidos a longo prazo, na medida em que a base de investidores domésticos pudesse ser a mais ampla possível. Empresas com tradição de lançamento no mercado de capitais deveriam obter uma licença ainda mais ampla, como emissores qualificados, com autorizações ainda mais flexíveis para irem a mercado a qualquer tempo. Em compensação, as autoridades estabeleceriam penas severas para as empresas que não cumprissem com suas

obrigações de informação para com o público e com as autoridades regulatórias.

2. Maior utilização dos recursos do BNDES em operações de reestruturação empresarial por meio do uso de debêntures conversíveis em ações. Esse instrumento seria utilizado em associação com a exigência de a empresa ir a mercado buscar novos recursos ou investidores em prazos previamente fixados. Seria uma forma de permitir que as empresas conseguissem tirar proveito dos ganhos potenciais associados à redução das taxas de juros e da recuperação da bolsa de valores.
3. Fixação de uma meta de aumento do estoque de debêntures incentivadas para R\$ 50 bilhões até o final de 2018, algo como 20% do mercado, descontadas as emissões de empresas de *leasing*.
4. Disponibilização pelos bancos estatais – BNDES, Banco do Brasil e Caixa Econômica – de garantias firmes para a parcela das ofertas de debêntures incentivadas não cobertas pelos bancos privados. Esse tipo de garantia só seria exercido se as emissões não fossem totalmente distribuídas ao público. A medida promoveria o aumento da escala das debêntures incentivadas, facilitando o financiamento de novos projetos de investimento. Adicionalmente, todas as instituições financeiras que garantissem essas ofertas teriam até 2018 um benefício fiscal de 10 pontos percentuais no imposto de renda, limitado em até 24 meses, caso tivessem que manter esses papéis em carteira. As debêntures de infraestrutura adquiridas pelas instituições financeiras públicas deveriam ser financiadas por meio de empréstimos do mercado, através dos instrumentos já disponíveis, tais como as Letras Financeiras.
5. Estabelecimento de leilões periódicos para as carteiras dos bancos públicos formadas por debêntures incentivadas, através de plataformas eletrônicas, a exemplo do Tesouro Direto. Este mecanismo permitiria que uma variedade maior de investidores pudessem comprar esses papéis com alguma regularidade, independentemente dos lançamentos primários e, portanto, ajudaria a estabelecer estratégias de vendas aos seus clientes.
6. Isenção do imposto de renda para os cotistas Pessoas Físicas de fundos financeiros voltados exclusivamente para a aquisição de ativos isentos de imposto de renda, em qualquer proporção. Atualmente, há uma exigência legal de que tais fundos, para serem livres de impostos, precisam ter uma percentagem muito alta de títulos do governo ou, alternativamente, de papéis privados incentivados de um mesmo tipo.
7. Consolidar, em um único marco de condições, todas as emissões de títulos corporativos incentivados, independente do setor ou do destino

do projeto de investimento do emissor. Este novo regulamento deve se basear nas regras de debêntures de infraestrutura. Ao mesmo tempo, os bancos não seriam mais autorizados a emitir obrigações com benefícios fiscais.

8. Eliminar a dívida do BNDES com o Tesouro Nacional mediante seu pagamento integral com créditos que a instituição já detém. Essa medida eliminaria os motivos que fazem com que o BNDES venha sendo utilizado como mecanismo de ajuste fiscal e permitiria que a instituição se voltasse integralmente para a promoção dos investimentos de longo prazo.

Conclusões

O mercado de crédito brasileiro cresceu vigorosamente ao longo dos últimos 15 anos. Seu porte já é semelhante ao de países de renda mais alta. Sua profundidade já permite a existência de curvas a termo de taxas de juros por prazos relativamente longos. Essas transformações tiveram um grande impacto sobre o segmento corporativo de longo prazo em termos de escala, prazos e profundidade.

Além disso, houve algumas mudanças de natureza estrutural. Não só os bancos públicos e os privados expandiram suas carteiras de empréstimos corporativos, como, pela primeira vez, as empresas estão conseguindo captar recursos de longa duração diretamente de investidores Pessoas Físicas, através de ofertas de títulos incentivados.

A crise de 2008 não comprometeu, no primeiro momento, essa trajetória, mas afetou o ânimo de alguns dos principais atores. Os bancos privados tornaram-se mais cautelosos, mas o mercado continuou se expandindo graças à atuação compensatória do BNDES. Em 2016, no entanto, o banco de desenvolvimento aderiu ao processo de desalavancagem. Sua atuação passou a estar sob forte dominância fiscal, o que culminou com a amortização extraordinária de R\$ 100 bilhões dos empréstimos da instituição junto ao Tesouro Nacional. Esse valor representou 120% de seus desembolsos no mesmo ano.

No futuro próximo, o mais provável é que o processo de desalavancagem do crédito corporativo de longo prazo se mantenha. Os bancos comerciais continuarão a ter posturas restritivas e, se não houver uma mudança nas políticas em curso, o mesmo deverá ser observado nos empréstimos do BNDES. O único segmento que apresenta condições claramente expansivas é o das debêntures incentivadas, que, no entanto, ainda apresenta um porte relativamente pequeno, a despeito do rápido crescimento nos últimos quatro anos.

A demanda por debêntures incentivadas permanece elevada, o que mostra que esse segmento poderá continuar a crescer rapidamente. Contudo, trata-se de um instrumento muito vulnerável a mudanças de natureza regulatória. As debêntures de infraestrutura são uma experiência de sucesso, que deve ser incentivada. Sua atual dimensão reflete basicamente limitações de oferta, associadas à dificuldade regulatória para se promover ofertas para um público mais amplo (registrada) e ao elevado nível dos juros domésticos, o que limita o interesse das empresas em emitir dívida de longo prazo nessas condições.

A aceleração do desenvolvimento do mercado de debêntures corporativas, incentivadas ou não, requer taxas de juros baixas por um período razoavelmente prolongado. Enquanto a economia não retomar o crescimento sustentado, o excedente de recursos à disposição do BNDES deveria, adicionalmente, ser utilizado

para fortalecer a estrutura de capital das empresas. Esses novos empréstimos ou participações deveriam estar vinculados a uma busca em momento posterior de recursos de mercado, por meio da colocação de ações e de dívida corporativa pulverizada.

As limitações estruturais do mercado de crédito corporativo de longo prazo não recomendam, portanto, a desativação do BNDES. Pelo contrário, deveria contar com sua participação para auxiliar o fortalecimento do mercado privado. Esse objetivo seria alcançado quanto mais rápido e de forma mais duradoura se conseguir chegar a um regime macroeconômico de baixas taxas de juros.

Nesse cenário, a participação do BNDES no crédito total tenderia naturalmente a se reduzir e novas formas de direcionamento de crédito surgiriam. Isso é o que mostra a experiência internacional. Em vários países desenvolvidos, como Estado Unidos, Alemanha, Japão, e entre os BRICS, como China e Rússia, esse direcionamento do crédito também está presente. A grande diferença é que, por causa das baixas taxas de juros praticadas nessas nações, os governos também conseguem canalizar grandes volumes de crédito privado por meio de mecanismos alternativos a fundos e bancos públicos, com o de garantias financeiras, que não requer recursos parafiscais, não é compulsório e prescinde da intermediação de bancos públicos. Isto porque, nesses países o mercado oferece fundos abundantes a baixo custo para os empréstimos garantidos por esses governos.

O sistema de crédito imobiliário dos EUA é um bom exemplo desse tipo de direcionamento. Graças às garantias públicas, qualquer americano pode comprar uma residência, pagando juros pouco acima do que é cobrado ao Tesouro dos Estados Unidos. Trata-se de um mecanismo poderoso, que mobiliza voluntariamente mais de US\$ 5 trilhões de dólares, o que representa mais de 30% do PIB daquele país, mais do que a participação relativa do BNDES no mercado nacional. No Brasil, por força de juros especialmente elevados e pelo risco operacional associado à recuperação do crédito, as garantias públicas não conseguem atrair volumes relevantes de crédito privado. Para direcionar os financiamentos como em países avançados, a alternativa mais eficiente financeiramente ainda é o governo realizar ele mesmo a provisão e a intermediação de recursos.

Bibliografia

Anfavea (2016). Estatísticas. Acesso em 20/10/2016. Disponível em: <<http://www.anfavea.com.br/estat%C3%ADsticas.html>>.

ANBIMA (2016). Consolidado Mensal de Debêntures de Dezembro de 2016. Acessado em 27/09/2016. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/downloads/dadosconsolidados/Consolidado-Estat%C3%ADsticas-Deb%C3%AAntures.xlsx>>.

Banco Mundial (2016), Global Financial Development Database. Acessado em 27/09/2016. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/data-catalog/global-financial-development>>.

Banco Central do Brasil (2017). Sistema Gerenciador de Séries Temporais. Acessado em 06/02/2017. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/series/ingl/avisoi.asp>>.

BNDES (2017a). Notas para a Imprensa de Dezembro de 2016. Acessado em 06/02/2017. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-operacionais/desempenho>>.

BNDES (2017b). Limitação de distribuição de dividendos (em operações diretas e indiretas não-automáticas). Acessado em 19/02/2017. Disponível em: <<http://bndes.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/pos-2017/limite-dividendos>>.

BNDES (2016a). Séries Setoriais. Acessado em 06/02/2017. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/estatisticas-operacionais/desempenho>>.

BNDES (2016b). Corporate Presentation. Acessado em 28/11/2016. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_en/Galerias/Download/AF_DEPCO_english.pdf> .

Bragança, G., Pessoa, M. e Souza, G. (2015) Evolução Recente do Mercado de Debêntures no Brasil: As Debêntures Incentivadas. Texto de Discussão 2158. IPEA. Novembro de 2015. Acessado em 20/10/2016. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_2158.pdf>.

BRDESCO (2017). Direcionamento de crédito e eficiência da política monetária no Brasil. Destaque DEPEC, Número 170 - 08 de fevereiro de 2017

CEMEC – Centro de Estudo do IBMEC (2016). Endividamento das Empresas brasileiras. NOTA CEMEC 06/2016, agosto. Acessado em 28/11/2016. Disponível em: <<http://ibmec.org.br/notas-cemec-diversos/>>.

Estado do S. Paulo, 2016. Governo discute com BNDES mudança na taxa de financiamento. Edição de 24/12/2016. Acessado em 20/02/2017. Disponível em: <<http://www.estadao.com.br/noticias/geral,governo-discute-com-bndes-mudanca-na-taxa-de-financiamento>>.

Torres, Ernani T. (2014). A Crise do Sistema Financeiro Globalizado Contemporâneo. Revista de Economia Política, vol. 34, nº 3 (136), pp. 433-450, julho-setembro/2014

Torres, Ernani T. (2007). Direcionamento do crédito: o papel dos bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In: PINHEIRO, Armando Castelar (Org.); OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (Org.). Mercado de capitais e bancos públicos: análise e experiências comparadas. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

Torres, E., Macahyba, L. e Zeidan R., 2014 Restructuring Brazil's national financial system. IRIBA Project, Working Paper. Acessado em 28/11/2016. Disponível em: <<http://www.brazil4africa.org/publications/>>.

Torres, E. and Macahyba, L. 2014. Os Mercados Brasileiro e Britânico de Títulos Corporativos. Confederação Nacional da Indústria e Embaixada Britânica no Brasil. Acessado em 24/10/2016. Disponível em: <http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/conteudo_18/2014/04/09/6204/20140409104004610028i.pdf>.

Torres, E. and Macahyba, L. 2012. O Elo Perdido: Mercado de Títulos de Dívida corporativa no Brasil. IEDI/ITB, 2012. 83 p. Acessado em 20/10/2016. Disponível em: <<http://retaguarda.iedi.org.br/midias/artigos/4ff6e4934e2d3070.pdf>>.

Torres, E. and Macahyba, L. 2015. Long Term Corporate Financing In Brazil: Is Brazil Becoming Normal? MINDS. Discussion Paper No 2. Disponível em: <<http://www.minds.org.br/media/papers/toorres-filho-e-macahyba-2015.pdf>>.

Valor Econômico, 2017. Meirelles diz que governo debate medidas para aumentar produtividade. Edição de 07/02/2017. Acessado em 20/02/2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4861554/meirelles-diz-que-governo-debate-medidas-para-aumentar-productividade>>.

Valor Econômico, 2016a. BC fecha porta para que bancos captem com debêntures de *leasing*. Edição de 17/10/2016. Acessado em 20/10/2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4745495/bc-fecha-porta-para-que-bancos-captem-com-debenture-de-leasing>>.

Valor Econômico, 2016b. BNDES deve desembolsar menos de R\$ 100 bi no ano. Edição de 21/10/2016. Acessado em 22/10/2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4751499/bndes-deve-desembolsar-menos-de-r-100-bi-no-ano>>.

Valor Econômico, 2016c. Entrevista com Maria Silvia Bastos

Marques: 'BNDES vai coordenar concessões e terá fatia menor nos projetos'. Acessado em 20 de outubro de 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4585045/nao-faltara-recurso-ao-bndes-diz-nova-presidente-da-instituicao>>.

Valor Econômico, 2016d. Imposto tira vantagem de banco captar via debênture de *leasing*. Acessado em 20/10/2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4546901/imposto-tira-vantagem-de-banco-captar-debenture-de-leasing>>.

Valor Econômico, 2016e. BNDES lança pacote para estimular pequena empresa

Edição de 14/12/2016. Acessado em 20/02/2017. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/brasil/4804723/bndes-lanca-pacote-para-estimular-pequena-empresa>>.

Valor Econômico, 2015. BC Levy volta a estudar tributação para Letras. Edição de 10/12/2015. Acessado em 20/10/2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/4350490/levy-volta-estudar-tributacao-para-letras-de-credito>>.

Zysman, J. 1983. Government, Markets and Growth. Cornell University Press.