

FINANCIAMENTO VOLUNTÁRIO DE LONGO PRAZO NO BRASIL - ANÁLISE E RECOMENDAÇÕES



OUTUBRO/2010

FINANCIAMENTO VOLUNTÁRIO DE LONGO PRAZO NO BRASIL - ANÁLISE E RECOMENDAÇÕES

PRINCIPAIS CONCLUSÕES E SUGESTÕES

Muito embora o sistema vigente através de instituições públicas de crédito, notadamente o BNDES, venha amenizando as lacunas do financiamento, a grande evolução do investimento que vem ocorrendo na economia não deixa dúvida de que há séria limitação de fontes de recursos voluntários para financiar o desenvolvimento econômico.

Certas condições para que uma maior parcela dos fundos financeiros acumulados no país seja destinada ao financiamento de longo prazo já estão sendo criadas. Uma delas é a redução da taxa básica de juros, muito embora seu nível atual ainda restrinja o atrativo das aplicações de longo prazo e das operações de risco.

Relevante na política econômica desse final de governo e início do novo, que assume em janeiro de 2011, será perseguir ações consistentes no campo macroeconômico para criar as condições de redução permanente da taxa de juros básica da economia, considerando que este é o genuíno caminho para uma maior promoção do crédito de longo prazo e do mercado de capitais do país.

As medidas sugeridas após uma ampla discussão das lideranças empresariais devem ser consideradas como instrumentos que visam antecipar e abreviar o novo ambiente que se espera para a economia brasileira e seu modelo de financiamento.

Entre as ações propostas destacam-se:

1. *Isonomia tributária.* A sugestão é que a isenção do imposto de renda aos investidores estrangeiros na compra de títulos públicos seja estendida aos compradores de títulos corporativos, letras financeiras dos bancos e demais títulos de longo prazo.

2. *Incentivos.* Os títulos de prazos muito longos como os superiores a 10 anos devem ter isenção de imposto de renda por um certo período. O incentivo tributário deve incidir em função da duração do título, e não do prazo de detenção por parte de seu comprador. Outro incentivo sugerido consiste na não incidência de recolhimento compulsório sobre as letras financeiras de prazo superior a 10 anos.
3. *Infraestrutura/Habitação.* Um incentivo importante nessa área seria a redução do recolhimento compulsório dos bancos em proporção aos financiamentos por eles concedidos desde que obedeçam ao prazo mínimo de 10 anos e sejam direcionados para a infraestrutura/habitação. Outras medidas são sugeridas para aprofundar o apoio financeiro a este importante setor, como por exemplo, a criação de títulos de infraestrutura/habitação com incentivo fiscal e redução de requerimento de capital para aplicações bancárias de longo prazo no setor.
4. *Estabelecimento de condições e de incentivos para a formação de mercados secundários de títulos e de securitização de empréstimos de longo prazo.* São sugeridas diversas ações para que sejam desenvolvidos os mercados secundários para venda de títulos de longo prazo, de forma a ampliar a liquidez e, assim, incentivar as aplicações de prazos mais longos. Da mesma forma, são indicadas ações para que os financiamentos longos por parte dos bancos, incluindo o BNDES, possam ser securitizados, abrindo espaço para novos financiamentos.
5. *Segurança jurídica e marco regulatório.* São indicadas ainda diversas medidas para conferir maior segurança para operações longas e para o estabelecimento de marcos regulatórios mais condizentes com as operações de longo prazo, como registros de informações de crédito adequados e a criação do cadastro positivo.

As medidas acima sugeridas devem ser consideradas com indicações ou linhas de ação para auxiliar no desenvolvimento do financiamento voluntário de longo prazo no país e, nesse sentido, podem e devem ser debatidas de forma mais ampla, incluindo a viabilidade jurídica e a oportunidade de sua adoção. A propósito, estudos estão sendo desenvolvidos nessa direção.

Outro ponto muito relevante a ser destacado é que serão decisivas para o êxito das medidas as ações em parceria dos bancos públicos com as instituições financeiras

privadas. Assim, o novo modelo de financiamento da economia pressupõe como complementares, e não antagônicos, os dois grupos. Finalmente, as ações fomentadoras demandarão tempo para surtirem efeito. Deve-se evitar a escassez de fundos para o financiamento do investimento nesse período, de forma que a capacidade de concessão de recursos a longo prazo por parte do BNDES não sofra limitação em um momento crítico de evolução da capacidade de produção e da infraestrutura no país.

CNI – Confederação Nacional da Indústria
Robson Braga de Andrade – Presidente Eleito

FEBRABAN – Federação Brasileira de Bancos
Fabio Colletti Barbosa – Presidente

FIESP – Federação das Indústrias do Estado de São Paulo
Benjamin Steinbruch / Paulo Skaf – Presidente

IEDI – Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial
Pedro Luiz Barreiros Passos – Presidente

ITB – Instituto Talento Brasil
Antonio Machado de Barros – Presidente

SECOVI – Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis Residenciais e Comerciais de São Paulo
João Crestana – Presidente

Financiamento Voluntário de Longo Prazo no Brasil – Análise e Recomendações

Apresentação

Não parece restar dúvida de que há uma séria limitação de fontes de financiamento de longo prazo na economia brasileira, problema que se for conduzido de modo inadequado pode transformar-se em fator restritivo do crescimento e de instabilidade, frustrando o ciclo de desenvolvimento.

Na segunda metade de 2008 e em boa parte de 2009, em função da crise internacional, as fontes externas de recursos sofreram um revés abrupto, e o desenvolvimento até então observado no mercado de capitais brasileiro retrocedeu, sobretudo pela forte aversão ao risco que acometeu a economia global a partir do colapso do crédito nos países avançados.

Como a necessidade de financiamento do investimento público e privado no país manteve-se em grande parte intacta, mesmo no período mais adverso da crise internacional, a restrição dessas fontes de financiamento levou o BNDES a ampliar extraordinariamente as suas operações, o que, por seu turno, teve que contar com recursos do Tesouro obtidos mediante aumento da dívida pública.

Trata-se de um padrão de financiamento que não é adequado, tendo sido, no entanto, o possível diante das circunstâncias.

O Brasil não dispõe de fontes que outros países desenvolvidos e economias emergentes têm à disposição para financiar os investimentos. São escassas as linhas de crédito de longo prazo fora do sistema oficial de financiamento e, no caso do desenvolvimento do mercado de capitais, especialmente no que toca ao mercado de títulos corporativos, este ainda está muito aquém das necessidades crescentes do financiamento empresarial. Dessa forma, além da grande importância da geração própria de recursos, a característica central no financiamento brasileiro é a dependência de fontes externas e dos fundos dos órgãos oficiais de crédito, destacadamente, o BNDES.

São conhecidas as limitações do acesso às fontes externas e os perigos que o excessivo endividamento empresarial em moeda estrangeira podem acarretar à economia. Por outro lado, depender da fonte oficial é uma via de escape que pode mostrar-se capaz de amparar financeiramente um ciclo de investimentos, como

observamos no presente, mas com ônus para o setor público. Em outras palavras, se foi de fundamental relevância o BNDES ter sustentado o investimento no período de crise, ajudando o país a enfrentar o contágio da crise externa, disso não se deduz que as lacunas muito sérias no financiamento de longo prazo deixaram de existir.

Estão ficando maduras certas condições para que uma parcela maior dos fundos financeiros acumulados no país migre para operações mais longas e para aplicações típicas de risco. Uma dessas condições é dada pela redução da taxa básica de juros. Seu nível atual, embora seja elevado para padrões internacionais e ainda restrinja o atrativo das operações de longo prazo e as apostas mais arriscadas, já anima as investidas nessas áreas.

Por outro lado, mantida a confiança dos mercados e instituições globais na economia brasileira e tendo continuidade o crescimento econômico interno, como se espera, os fluxos de recursos externos irão concorrer, como já vem ocorrendo, para ampliar o mercado de capitais e abrir novas oportunidades de grande relevância para o suporte financeiro das inversões em expansão.

O percurso para que o país usufrua de fontes efetivamente adequadas ao seu financiamento, porém, pode ser longo. Alguns segmentos devem partir na frente, devido a certas características próprias, e dessa forma possam vir a desfrutar de uma capacidade maior de financiamento com base em fontes voluntárias. É o caso, por exemplo, do financiamento imobiliário, que já recebe aporte significativo de recursos externos e internos. Já o funding para outras modalidades de investimento, como projetos industriais e de infraestrutura, poderá tardar um pouco mais.

Tarefa destacada da política econômica desse final de governo e início do novo que assume em janeiro próximo reside em identificar as ações que possibilitem abreviar e intensificar o desenvolvimento de fontes de financiamento de longo prazo nas áreas do crédito bancário e mercado de capitais. Tais desenvolvimentos viriam complementar a fonte externa de financiamento, assim como a fonte oficial, desafogando, desta forma, o "congestionamento" do crédito de longo prazo no BNDES e a pressão sobre os mecanismos de direcionamento de recursos (como o sistema de poupança).

O objetivo é que se caminhe o mais rapidamente possível em direção a um modelo de financiamento do investimento realmente adequado ao Brasil. Neste modelo, as fontes voluntárias terão muito maior destaque, sobretudo quanto ao crédito privado de longo prazo, mercado de ações e mercado de títulos corporativos. Embora com

menor preponderância no financiamento global, ainda restará fundamental papel dos instrumentos públicos de financiamento como alavancas da estratégia de desenvolvimento do país e como mecanismos anticíclicos.

A ampla análise promovida, com o engajamento de renomados especialistas, serve de base ao texto a seguir, em que o coordenador dos estudos, o economista Cláudio Frischtak, resume o diagnóstico e apresenta propostas para potencializar o desenvolvimento do financiamento voluntário de longo prazo no Brasil.

O texto parte da constatação de que a combinação de taxa básica de juros elevada e oferta de títulos públicos que oferecem plena liquidez e elevada rentabilidade constitui uma poderosa restrição ao desenvolvimento do mercado de capitais e do crédito de longo prazo no Brasil. E que derivará de esforços do governo em construir as condições macroeconômicas para a redução permanente da taxa de juros o elemento central na promoção do financiamento voluntário de longo prazo. Nesse sentido, o conjunto de medidas sugeridas visa antecipar e suportar este novo ambiente que se espera venha caracterizar a economia brasileira nos próximos anos.

Entre as ações propostas, algumas delas procuram remover desincentivos na formação de fundos de longo prazo e restabelecer a isonomia tributária na aquisição de títulos corporativos; outras, propõem incentivos tributários transitórios e atinentes tão somente a operações de captação de fundos de muito longo prazo para padrões brasileiros; outro bloco se debruça sobre as condições para que se desenvolvam mercados secundários para o giro dos títulos corporativos e para a securitização dos ativos constituídos pelos empréstimos bancários de longo prazo.

Dada a sua transcendental importância no momento atual, o financiamento para a infraestrutura foi tema merecedor de proposições específicas e linhas de ação e incentivos próprios. Segurança jurídica para operações longas e o estabelecimento de um marco regulatório condizente, com registros de informações de crédito adequados, complementam o quadro de proposições para debate.

Em praticamente todos os campos acima, as ações de parceria do BNDES com as instituições financeiras privadas serão decisivas para que seja alcançado o desenvolvimento do financiamento de longo prazo no país. Assim, na construção do novo modelo de financiamento da economia, não devem ser considerados antagônicos, mas complementares, os papéis que desempenharão as instituições públicas e privadas, umas e outras com os seus propósitos e missões específicas.

Como o processo de maturação das ações fomentadoras do financiamento a prazos mais longos demandará um tempo de transição, deve buscar-se evitar a escassez de fundos para o financiamento do investimento, com a seqüela de aumento do custo de capital e riscos de desestímulo à decisão de investir no país, freando o crescimento. Nesse sentido, entende-se que o sistema atual, que tem no BNDES o seu alicerce, não deve sofrer limitação em sua capacidade de conceder financiamento durante o período crítico de expansão da capacidade produtiva e dos serviços de infraestrutura.

Financiamento Voluntário de Longo Prazo no Brasil – Análise e Recomendações*

O processo de desenvolvimento econômico se apóia fundamentalmente em alguns poucos pilares:

1. Instituições que unifiquem o espaço econômico, monopolizem o poder de coerção, dêem previsibilidade (e limites) às ações do Estado, segurança jurídica aos contratos, e sejam capazes de suprir os bens públicos essenciais ao funcionamento da economia (dentre os quais uma moeda estável).
2. Educação de qualidade direcionada e acessível ao conjunto da população, pré-requisito para o desenvolvimento tecnológico e ganhos continuados de produtividade (dentre outros bens privados de elevadas externalidades).
3. Fontes estáveis de financiamento ao investimento, e incentivos para alocação e utilização econômica dos recursos.

Por razões históricas, o Estado tem tido papel central na mobilização de recursos e no financiamento do investimento no Brasil. Nas duas últimas décadas, a fragilidade fiscal do Estado, acentuada com o fim do imposto inflacionário e frente a uma demanda crescente de investimento, obrigou a se repensar o modelo de financiamento, com a maior participação de fontes privadas. Ainda assim, o BNDES mantém papel dominante e, para o caso do crédito habitacional e agrícola, os demais bancos públicos.

Atualmente, forma-se um consenso que essa não é uma situação sustentável ou mesmo desejável frente às necessidades de investimento do país. Mudar o quadro atual irá depender de um conjunto de iniciativas que no seu todo constituiriam uma reforma fiscal e financeira, e de natureza estrutural.

* Redigido por Claudio R. Frischtak, para o projeto Financiamento de Longo Prazo no Brasil, coordenado por Antonio Machado de Barros (ITB) e Pedro Luiz Barreiros Passos (IEDI). O texto foi elaborado em parte com base nos seguintes trabalhos encomendados especificamente para o projeto: “O Desafio de Crédito Bancário de Longo Prazo no Brasil”, de João Roberto G. Teixeira; “Crédito Bancário Privado de Longo Prazo”, de Ana Carla A. Costa; “Proposições para o Mercado de Títulos de Dívida Privada”, de Ricardo P. Câmara Leal; e “Mercado de Capitais e Financiamento de Longo Prazo”, de Carlos A. Rocca. Este trabalho está sendo submetido a um “painel” de juristas composto por: Ary Oswaldo Mattos Filho; Jairo Saddi; Luiz Leonardo Cantidiano; Marcelo Trindade; e Nelson Eizirik. O autor gostaria de agradecer os comentários e sugestões de Antonio Machado de Barros e Pedro Oliva Marcilio de Souza. Erros e omissões são de responsabilidade exclusiva do autor.

Esta teria por objetivo o aumento da poupança do setor público, que estabeleceria as bases de um novo regime de financiamento do setor privado pela decorrente redução da taxa de juros reais e maior disponibilidade de recursos para o financiamento do investimento. Combinado com a limitação progressiva do crédito direcionado e a desindexação da economia, o país transitaria de modo permanente para a normalidade macroeconômica.

Vale sublinhar que a combinação de uma taxa básica de juros elevada e a oferta de títulos públicos que oferecem plena liquidez e elevada rentabilidade tem se configurado como poderosa restrição ao desenvolvimento do mercado de capitais e do crédito de longo prazo.

Como fruto do processo de consolidação da estabilidade macroeconômica, a trajetória do país já aponta para a redução permanente da taxa de juros, possivelmente o elemento central na promoção do financiamento de longo prazo. O conjunto de medidas aqui sugeridas visa antecipar e suportar este novo ambiente de normalidade que deverá caracterizar a economia brasileira nos próximos anos.

A integração dos mercados de capitais e a importância dos fluxos externos são um contexto relevante na análise aqui empreendida. A atual conjuntura internacional de abundância de liquidez e juros nominais extremamente baixos serve de suporte a mudanças aqui propostas, visando expandir os mercados primários e secundários de dívida e crédito. Este documento centra a atenção no mercado de títulos de dívida privada e no crédito bancário de longo prazo. Considerações adicionais sobre o crédito imobiliário serão objeto de um estudo específico¹. O que se propõe abaixo é um conjunto de ações que, a despeito de sua importância, devem ser acompanhadas de reformas de caráter estrutural.

Mercado de Títulos de Dívida Privada

O Brasil tem dois mercados de dívida contrastantes. O mercado de títulos públicos tem uma posição dominante, tanto pela sua dimensão – fruto da necessidade de financiamento do setor público –, quanto pela combinação de rentabilidade, segurança e liquidez dos títulos.

¹ Quanto ao mercado de ações, este teve grandes avanços e não será tratado neste texto. Contudo deve-se enfatizar que há espaço para ampliar o número de empresas listadas com a redução dos custos de abertura; maior liquidez dos papéis, com incentivo ao aumento de ações no mercado e do respectivo “float”; e apoio à adoção de melhores procedimentos e práticas de governança, transitando as empresas ao Nível II ou ao Novo Mercado.

Por sua vez, o mercado de dívida privada é relativamente rarefeito, pelo baixo volume de emissões primárias e principalmente pela falta de liquidez no mercado secundário. Este último é desproporcionalmente pequeno: enquanto a relação do estoque total de títulos públicos /títulos corporativos é de cerca de 5:1, a relação dos volumes negociados no mercado secundário é de cerca de 60:1². Vale sublinhar que em países com mercados desenvolvidos, forte disciplina fiscal e impulsionados pelo crescimento da atividade produtiva, a exemplo da Coréia do Sul, Malásia e Chile, a relação de estoques de dívida pública/dívida corporativa é de 1,3:1; 1,6:1; e 0,58:1. Ademais, o prazo médio dos títulos privados emitidos por empresas não financeiras (contado até a primeira repactuação) é baixo, pouco mais de quatro anos (em março de 2010), condicionado pela principal referência – o prazo médio do estoque da dívida pública no país (3,4 anos em maio de 2010).

Apesar de o mercado de títulos públicos ter possibilitado a criação de uma sofisticada infraestrutura operacional e de serviços, e oferecer um referencial de juros, seu tamanho em relação à poupança financeira agregada e as características dos títulos públicos limitaram o desenvolvimento do mercado de títulos de dívida privada.

Mudanças nessa esfera serão graduais, com o aumento da poupança do setor público, o alongamento dos prazos dos títulos, a mudança do seu indexador (com uso decrescente da SELIC) e a eliminação de remuneração pós-fixada, que transfere o risco de mercado dos tomadores ao emissor, e ampliação da participação de papéis pré-fixados.

Nesse contexto, é fundamental que o Tesouro continue o esforço de ampliar a duração de suas emissões, criando uma curva de juros de longo prazo que reflita o custo de oportunidade do dinheiro em vários prazos de vencimento, facilitando assim a definição do “spread” e precificação de operações com prazos superiores a 10 anos (para o qual ainda não há referência).

Há, contudo, outros fatores que inibem o mercado de títulos privados, e que podem ser sujeitos a mudanças em prazo relativamente curto: o regime tributário e prudencial, os procedimentos de emissão primária, e a criação de instrumentos que promovam a liquidez no mercado secundário.

² Dezembro de 2009 e Junho de 2010 respectivamente.

Regime Tributário

Um aspecto que sublinha a pouca relevância do mercado de capitais para dívidas privadas, vis-à-vis o mercado acionário e o mercado de dívida pública, diz respeito ao tratamento tributário não discriminatório em relação ao investidor estrangeiro. Este é isento de IR na venda de ações e na remuneração dos títulos públicos, ao passo que, nos títulos privados (renda fixa), entretanto, não há isenção, encarecendo portanto a participação do investidor estrangeiro neste mercado.

Como consequência do atual regime, a demanda por títulos privados emitidos no Brasil fica na prática restrita a um limitado número de fundações, grandes bancos e gestores institucionais locais³. Esta assimetria é particularmente deletéria levando-se em consideração que os investidores estrangeiros absorvem o risco cambial ao se exporem em reais⁴, estimulam a competição, e tendo demonstrado preferência por aplicações (pré-fixadas) mais longas, possibilitam curvas de juros menos inclinadas e mais atraentes às empresas emissoras⁵. De modo mais geral, por terem apetite por papéis mais longos, investidores não-residentes contribuiriam de forma decisiva para a formação de mercados de títulos ou créditos de longo prazo.

Sugere-se assim a harmonização das regras, com a isenção do IR para não residentes, seja para títulos públicos ou privados⁶. Esta proposta de isonomia visa permitir que a decisão de investimento seja tomada com base em critérios de risco/retorno dos investidores e não motivada por aspectos tributários.

A ausência de isonomia se vê agravada pela bitributação do cupom se o título for negociado entre os dias de pagamento de juros, e pelas alíquotas decrescentes nos tempos do prazo de aplicação (e não necessariamente da duração do título), regras que têm ainda impacto adverso sobre a formação de um mercado secundário e sua liquidez (conforme discutido mais abaixo).

Essas distorções precisam ser eliminadas, primeiro com a tributação feita de forma proporcional ao período decorrido entre a negociação do título e o pagamento do

³ Vale lembrar que os 10 maiores gestores de ativos no Brasil respondem por cerca de 75% do patrimônio líquido desta indústria no país.

⁴ Uma alternativa preferível ao investimento privado em moeda estrangeira.

⁵ De acordo com o Tesouro Nacional (Junho de 2010), a participação de investidores não residentes em papéis longos e pré-fixados chegou a 60,9% das NTN-F vencíveis em 2017 e 49,3% desses papéis vencíveis em 2021, e apenas 8,63% no total da dívida pública mobiliária em mercado. Por essas características, a presença desses investidores em condições isonômicas levará ao alongamento dos prazos.

⁶ A possibilidade de elisão fiscal pela compra do título por parte relacionada ao emissor deve ser lidada com normativa própria.

juro. Segundo, deve-se adotar um período de transição ao longo de alguns anos em que a alíquota máxima de imposto seja reduzida de 22,5% para 15%, independentemente do prazo de aplicação, resultando na unificação da alíquota sobre o rendimento de aplicações em renda fixa e a alíquota sobre ganhos de capital.

Em paralelo, e como sugerido abaixo no caso das Letras Financeiras e outros papéis longos emitidos pelos bancos, o elemento central gerador do incentivo tributário para debêntures emitidas pelas empresas deveria ser a duração do papel e não o prazo durante o qual o investidor reteve o papel na carteira, de modo a incentivar o mercado secundário dos títulos longos.

*Propõe-se assim um regime tributário que reduza gradativamente o imposto cobrado dos investidores em debêntures e outros títulos longos, até atingir uma alíquota zero (ou muito reduzida para fins de controle das autoridades) a partir do décimo ano da **duração** do papel (e não com relação ao prazo de manutenção do papel em carteira).*

Regime Prudencial

Da mesma forma que o regime tributário, regulamentos de caráter prudencial apresentam um viés a favor de títulos públicos, o que estreita ainda mais o mercado de títulos privados. Em anos recentes, a estabilidade macroeconômica e melhoria na capacidade de supervisão do Governo possibilitaram um aumento dos limites de alocação da carteira de investimentos dos investidores institucionais em títulos da dívida privada e uma redução gradual do “consumo” de capital pelas instituições financeiras que carregam esses títulos⁷. Apesar de serem periodicamente revistos, esses limites ainda são restritos, particularmente para títulos com baixo risco de crédito.

Propõe-se que os limites de investimento dos investidores institucionais sejam novamente revistos, permitindo-se que a carteira seja constituída integralmente de títulos de crédito de baixo risco, estabelecido por agências de classificação reconhecidas e independentes⁸. Ao mesmo tempo, deve-se reforçar o dever de diligência na análise de risco por parte do gestor.

⁷ A última revisão foi feita pelas resoluções 3790 e 3792/09 do CMN. Fundos de pensão podem manter até 80% de sua carteira em debêntures e outros títulos de renda fixa, sendo que certos tipos de títulos não podem exceder em 20% da carteira (para cada título), tais como CCB, Notas Comerciais, FIDCs e CRIs, dentre outros.

⁸ Quanto a restrições na composição da carteira, investimento em FDICs, se discricionariamente gerido, deveria ser equiparado a fundos de renda fixa.

Mercado Primário

Os procedimentos de emissão foram bastante simplificados nos últimos anos pela CVM em termos de exigências e limites legais para venda e distribuição de títulos. Ao mesmo tempo, há requisitos crescentes de informação que se espelha em prospectos complexos e extremamente detalhados, de modo geral inacessíveis a investidores individuais. Tentativas de padronização de escrituras falharam possivelmente pela diversidade de parâmetros mínimos de liquidez, lucratividade, endividamento e outras limitações para proteger os debenturistas.

A maior padronização de títulos corporativos (assim como Letras Financeiras ou créditos bancários) negociados no mercado secundário pode contribuir para o maior volume de negócios. É provável que, instigado pelo BNDES⁹, surja uma escritura padronizada ou simplificada a partir dos esforços das instituições de mercado¹⁰ e da CVM, cuja característica será a mescla de cláusulas padronizadas e outras específicas a cada emissão. Para facultar a entrada de investidores individuais, seria útil a emissão de títulos padronizados e de baixo valor, que sejam facilmente analisados pelo investidor, com foco no risco de crédito envolvido e remuneração oferecida, e acompanhados de um prospecto simplificado com as informações mais relevantes.

Sugere-se assim que a CVM permita que um documento de uma página, em linguagem clara, traga as informações mais relevantes contidas no prospecto de uma oferta de título de dívida privada, conferindo a devida proteção legal ao emissor e ao intermediário financeiro. Alternativamente, deve-se estimular que o emissor, juntamente com o prospecto, divulgue uma lâmina (“term sheet”) informando as principais características do papel.

Na ampliação do mercado primário de títulos privados, o BNDES deverá ter um importante papel nos próximos anos, tendo anunciado ao final de 2009 que R\$ 10 bilhões seriam reservados para apoiar as ofertas de debêntures emitidas por empresas não financeiras que adotem métodos de distribuição transparentes e que favoreçam a dispersão dos títulos e incentivem a participação dos investidores individuais.

Neste contexto, sugere-se – da mesma forma como o IFC faz regularmente – que o BNDES expanda vigorosamente sua participação e liderança na emissão de títulos de

⁹ O Banco irá privilegiar este dispositivo como parte de sua política de atuação no mercado primário de debêntures.

¹⁰ ANBIMA, Liquidez nos mercados secundários de títulos públicos e privados: desafios e possibilidades, (2010), São Paulo, periodicidade irregular.

dívida privada, e sempre em caráter minoritário (15-20%). Sinalizaria ao investidor individual ou institucional a qualidade dos papéis, com base na reconhecida capacidade analítica e de avaliação. A participação do Banco seria restrita a papéis com um selo máximo de qualidade¹¹.

Mercado Secundário.

A criação de um mercado secundário de títulos privados é muito importante para dar *liquidez* aos papéis e induzir investidores a alocarem títulos de longa duração nos seus portfólios. Seu desenvolvimento depende, pelo menos nos primeiros anos, de incentivos voltados a estimular investidores a participar deste mercado¹².

A regulação atual cria um prêmio aos investidores para manutenção dos títulos na carteira, não estimulando sua negociação no mercado. *Não apenas a bitributação do cupom, mas o IOF no curto prazo e o imposto de renda com alíquota decrescente em função do prazo são normas que precisam ser revistas (como discutido acima) para possibilitar o avanço do mercado secundário¹³.*

Atualmente há um reduzido número de “formadores de preço” no mercado de títulos privados para proporcionar liquidez e preço de referência a emissões de renda fixa. A atuação dos “market makers” se vê tolhida pelo fato de que a maioria dos investidores de fato não negocia os seus títulos antes do vencimento, e sua efetividade dependerá, sobretudo, do crescimento de volumes negociados.

Para romper este nó górdio, se propõe a estruturação de um fundo de liquidez voltado ao mercado secundário, e constituído pelos maiores investidores institucionais em debêntures. A iniciativa seria do BNDES (investidor líder no

¹¹ Títulos de longo prazo com “selo máximo de qualidade” indicariam a investidores as condições de liquidez deste papel, transparência máxima de informações e contando com instrumentos de proteção.

¹² ANBIMA, *Liquidez nos mercados secundários de títulos públicos e privados: desafios e possibilidades*, (2010), São Paulo, periodicidade irregular. Em fevereiro de 2010 foi constituído um Grupo de Trabalho multi-institucional, visando identificar iniciativas que possam estimular emissores a utilizar o mercado de renda fixa corporativa como instrumento de captação em maior escala, e ampliar a liquidez e transparência do mercado secundário. Ver BMF&FBOVESPA, *Proposta para Agenda de Trabalho: Projeto de Desenvolvimento do Mercado de Renda Fixa Corporativa*, (2010), São Paulo, periodicidade irregular. Falta incorporar nesta agenda de discussões com o Governo a questão da ampliação do crédito bancário e a maior liquidez destes créditos (ou veículos com estes créditos) no mercado secundário, por intermédio de operações de securitização (tema discutido mais adiante).

¹³ BMF&FBOVESPA, *Proposta para Agenda de Trabalho: Projeto de Desenvolvimento do Mercado de Renda Fixa Corporativa*, (2010), São Paulo, periodicidade irregular.

mercado), dentre outros, em sociedade com entidades do sistema de previdência¹⁴. O fundo contrataria seus próprios formadores de mercado e seria voltado para dar liquidez a títulos de emissores com boas práticas de governança corporativa, responsabilidade sócio-ambiental e qualidade de risco de crédito, ou seja, com um selo máximo de qualidade (ou ainda, a veículos com esses créditos).

O mercado secundário também se vê afetado pela sua fragmentação porque debêntures e emissões de séries diferentes, mesmo que idênticas, não são fungíveis (tão mais relevante quanto maior o prazo da debênture), enquanto que a legislação exige que emissões diferentes tenham agentes fiduciários diferentes (em princípio para dirimir qualquer conflito de interesse, que poderia ser superado por regras relativamente simples).

Recomenda-se assim permitir que emissões anteriores sejam “re-abertas” de forma que títulos idênticos possam ser acrescentados a ela, sem necessidade de contratação de um novo agente fiduciário, e desta forma unificando o mercado por meio de uma maior fungibilidade dos títulos.

Operações a descoberto (envolvem o empréstimo de títulos para que sejam vendidos e recomprados posteriormente) tornariam o mercado mais eficiente, porém dependem de mudanças nas normas de contabilização (pelo Banco Central) de instituições financeiras envolvidas neste tipo de operação, dentre outras, além da remoção de impedimentos tributários. *Sugere-se assim a constituição de um grupo de trabalho no governo, com a participação de entidades representativas, tendo por objetivo viabilizar o mercado de empréstimos de títulos da dívida privada.*

Dois iniciativas são ainda importantes para aumentar a liquidez do mercado secundário de títulos privados. A primeira está afeta ao âmbito auto-regulatório, e visa estabelecer cotações padronizadas de preço, aumento da transparência pré e pós-negócio, e uso de sistemas para a divulgação de forma mais rápida das informações pós-negócio.

A segunda diz respeito a um câmbio mais fundamental no setor. A indexação dos investimentos a uma taxa de um dia (taxa DI), padrão de referência inclusive no caso de debêntures, tem conseqüências bastante adversas para a formação de um mercado secundário, pois reduz a volatilidade dos preços dos papéis (como qualquer título pós-fixado), e conseqüentemente a densidade e eficiência do mercado. Este é um resquício de um regime de alta inflação, que deveria ser gradativamente abolido pela criação de um padrão alternativo de referência com prazo maior (tal qual uma taxa Libor 90 dias).

¹⁴ Um obstáculo do BNDES atuar como formador de mercado diz respeito a sua condição de gestor público, e obrigações correspondentes que podem limitar sua flexibilidade de atuação.

Crédito Bancário de Longo Prazo¹⁵

Em fevereiro de 2010, cerca de 76% das operações de crédito bancário público e privado para pessoa jurídica no país estavam concentradas no curto e médio prazo. No chamado “longo prazo” (acima de três anos) o setor público (principalmente o BNDES) tem posição dominante, e que se acentuou na crise de 2008-09 e no corrente ano.

Contudo restrições fiscais e operacionais impõem limites cada vez mais estreitos ao crescimento acelerado do balanço do BNDES, em contraposição a uma demanda potencialmente “explosiva” de investimento nos próximos anos. Nessa perspectiva, é fundamental uma participação crescente do crédito privado, possibilitado pelo país caminhar progressivamente para a normalidade macroeconômica, com taxas de inflação relativamente contidas e estáveis, juros reais mais baixos e menos voláteis, e taxas de poupança mais elevadas.

O Brasil conta com bancos que já enxergam o crédito de longo prazo como uma oportunidade de negócios, mas certas barreiras podem ser removidas por meio de políticas e ações com o objetivo de ampliar a participação privada no financiamento de longo prazo.

Funding de Longo Prazo dos Bancos

O primeiro passo seria a ampliação do “funding” de longo prazo e a transformação de fato das Letras Financeiras (LFs), criadas pela MP 472, e com prazo mínimo de 24 meses, nas “debêntures dos bancos”.

Atualmente não há um instrumento efetivo que permita aos bancos captar recursos de longo prazo¹⁶. *Do ponto de vista do emissor*, a incidência de recolhimento

¹⁵ Pela definição do Banco Central, curto prazo é um período inferior a um ano; médio, um a três anos; e longo prazo mais do que três anos. No contexto deste trabalho, o conceito de longo prazo se aplica a períodos superiores a dez anos, consistente com o caminho de estabilidade e maior previsibilidade da economia brasileira.

¹⁶ Apesar de nos últimos anos, o prazo médio dos CDBs (indexados pelo DI) ter sido ampliado significativamente para quase três anos, fruto da diferenciação de alíquotas de IR dependendo do prazo de aplicação (as aplicações em títulos e valores mobiliários de renda fixa – fonte principal de captação do setor bancário no Brasil – têm seus rendimentos tributados à alíquota de 22,5% para aplicações por até 180 dias, 20% para prazos entre 181 e 360 dias e de 17,5% entre 361 e 720 dias), a garantia de recompra (ou cláusula de resgate antecipado) elimina qualquer possibilidade que estes instrumentos possam ser utilizados como fonte de “funding” de longo prazo pelos bancos.

compulsório de 15% nas LFs¹⁷ reduz significativamente sua atratividade, limitando ainda a capacidade de oferecer a investidores retornos mais interessantes por prazos mais longos. Já *do ponto de vista do investidor*, as LFs não oferecem atrativo em relação aos CDBs que justifique abrir mão da preferência pela liquidez ou mesmo um tratamento tributário diferenciado àqueles que buscam aplicações de prazo mais longo.

A assimetria é mais pronunciada no caso de investidores estrangeiros, que – como visto acima – têm um incentivo fiscal para adquirir títulos públicos e uma penalização, na forma de imposto, na compra de títulos privados (como no caso das LFs). Essa estrutura diferenciada foi criada como reação à possibilidade de evasão fiscal por nacionais, facilitando ainda o Tesouro Nacional financiar a rolagem da dívida pública. Entretanto, não apenas sua existência cria um severo limitador para o interesse de investidores estrangeiros em títulos privados como não tem mais razão de ser, seja pelo fato de que há atualmente instrumentos mais eficazes de controle de elisão fiscal, como pelo menor risco soberano e maior facilidade de financiamento do déficit público.

Para que as LFs se transformem em instrumentos efetivos de captação de longo prazo dos bancos privados é necessário, em primeiro lugar, que deixem de ser tratadas como “depósitos” e passem a ser classificadas como são hoje as emissões externas (“bonds”). Esta alteração abriria espaço para se adotar um tratamento diferenciado no recolhimento compulsório das LFs com prazos mais longos, o que permitiria a bancos oferecer uma remuneração diferenciada frente a outros instrumentos de renda fixa tais como CDBs.

Neste sentido, recomenda-se que seja eliminado o recolhimento compulsório para LFs com prazos superiores a 10 anos.

Segundo, deve-se estabelecer um tratamento tributário significativamente mais favorável a investidores dispostos a comprar LFs com prazos longos, seja diretamente ou por intermédio de fundos de investimento. No caso dos investidores estrangeiros, que como já se sublinhou, têm demonstrado forte preferência por papéis mais longos, é importante remover as barreiras tributárias que restringem sua participação neste mercado. Para os investidores domésticos, deve-se introduzir um incentivo fiscal sob a forma de uma redução no imposto de renda cobrado.

¹⁷ Até março de 2010, quando o Banco Central publicou a Circular 3487 ampliando as LFs a exigência de depósito compulsório, estas eram isentas.

Propõe-se assim – *tal qual sugerido acima no caso de debêntures emitidas por empresas – um regime tributário que reduza gradativamente o imposto cobrado dos investidores em LFs longas, até atingir uma alíquota zero (ou extremamente reduzida) a partir do décimo ano da **duração** do papel (e não quando é negociado). Como já assinalado, a isenção tributária para o investidor estrangeiro se daria de forma isonômica.*

A colocação de LFs por intermédio de ofertas públicas contribuiria para estimular o desenvolvimento do mercado secundário e transformá-las em um instrumento efetivo de “funding” de longo prazo. Para tanto *é necessário que a CVM faça uma revisão nas normas e no processo de ofertas públicas para incluir a emissão de Letras Financeiras, permitindo que bancos possam oferecer estes instrumentos a investidores, e de forma mais flexível com: (i) a permissão de fungibilidade para diferentes emissões de LFs de mesmas características; (ii) a reabertura de uma emissão (comum nos mercados internacionais); e (iii) a autorização de ofertas simultâneas para emissões de LFs com características diferentes*

Finalmente, deve-se levar em consideração o risco de pré-pagamento dos empréstimos de longo prazo, criando descasamentos entre ativos e passivos dos bancos, e a adoção de mecanismos compensatórios pelo risco de pré-pagamento. Neste caso, *o Banco Central deve permitir que seja estabelecida uma tarifa específica (ou algum outro mecanismo compensatório) que dê flexibilidade para que tomadores possam pré-pagar seus empréstimos e compensem bancos pelo desequilíbrio gerado entre o “funding” de longo prazo utilizado para dar lastro a este crédito e o pré-pagamento do empréstimo.*

Mercado Secundário de Crédito Bancário

Conforme discutido acima, o Brasil não possui um mercado secundário amplo e com liquidez para títulos privados, o mesmo se aplicando para créditos bancários ou instrumentos de captação de longo prazo dos bancos, como as Letras Financeiras. Ao mesmo tempo, acredita-se que as novas regras de Basileia 3 limitem ainda mais a capacidade de alavancagem dos bancos. Diante de um quadro de crescimento estimado das carteiras de crédito superior a 15% ao ano pelos próximos anos, é bastante provável que instituições financeiras não tenham como manter todos os ativos originados no seu balanço.

O mercado de capitais com liquidez será fundamental como mecanismo de saída para parte do portfólio de crédito dos bancos (e não somente para os financiamentos de

longo prazo). Essa “venda de carteira” exigirá a criação de novos instrumentos de securitização que não estão suficientemente desenvolvidos no mercado brasileiro, e possivelmente não previstos no quadro da Lei 10.931/04, que criou determinados mecanismos para securitização, a exemplo de CCBs e CCIs¹⁸.

A regulamentação de operações de derivativos (Resolução 2.933/02) veda a transferência do risco do ativo base para fundos de pensão ou fundos de investimentos¹⁹. Com isso, embora as instituições busquem reduzir o risco que carregam com essas operações, elas não as desobrigam de manter os ativos no balanço e, conseqüentemente, alocar capital e carregar os custos dessa operação até que seja extinta a obrigação.

A mudança da regulamentação, com eliminação dessa exigência, estendendo a outras instituições a possibilidade de atuar como receptora do risco de crédito, incentivaria a cessão e a diversificação do risco, fomentando assim o mercado secundário de crédito, e, conseqüentemente, o alongamento dos prazos das operações ou ativos²⁰.

Ao restringir a possibilidade dos bancos de liberarem capital para novas operações – igualmente viabilizadas pela possibilidade de serem securitizadas na sequência – eleva-se o custo das operações longas e limita-se a possibilidade de criação de instrumentos de redução de descasamento de prazo e boa gestão de risco.

É necessária uma nova regulamentação que viabilize o mercado secundário de crédito e permita a criação de instrumentos de financiamento de longo prazo financiados por recursos que transitam no mercado de capitais e não nas carteiras dos bancos.

¹⁸ Estas cédulas de crédito (bancário, industrial) em tese facilitam a reciclagem dos créditos dos bancos. Atualmente a negociação de créditos de bancos ocorre diretamente entre instituições financeiras em operações de compra/venda de carteiras ou em alguns poucos casos de CLOs (“Collateralized Loan Obligations”) vendidos por instituições financeiras baseadas no Brasil a investidores estrangeiros fora do Brasil (sem qualquer tipo de liquidez). A estruturação destes CLOs é feita “offshore” e, portanto, não é uma solução eficiente para tratar de carteiras locais uma vez que estes ativos de crédito estão no Brasil. Existe ainda a possibilidade de securitização de créditos bancários no mercado local por intermédios de FIDCs (Fundos de Investimento de Direitos Creditórios). Entretanto, nestes casos, exigências como a notificação do devedor e a transferência dos ativos de crédito criam limitadores para sua efetiva utilização por parte dos bancos.

¹⁹ Parágrafo 1º da Resolução 2.933/02: “Somente podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito os bancos múltiplos, a Caixa Econômica Federal, os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil”.

²⁰ A cessão entre bancos é tratada de forma diferente, permitindo a retirada desses ativos do balanço dos bancos cedentes. A prática de mercado, contudo, faz com que ela se mantenha, inclusive em função da baixa liquidez do mercado secundário.

A adoção de instrumentos de venda sintética deve ser entendida como uma alternativa para dar maior flexibilidade à venda de carteiras de crédito de longo prazo dos bancos e sua negociação no mercado secundário. De forma simplificada, criam-se veículos segregados que vendem proteção para os bancos, tais como CDS (“Credit Default Swaps”), eliminando o risco destes créditos do seu balanço. Em paralelo, investidores compram quotas destes veículos que seriam negociadas no mercado secundário de títulos privados, com o clearing efetivado com contraparte central, e os contratos padronizados, dentre outras medidas de segurança.

Instrumentos sintéticos deste tipo têm o benefício de não exigir a transferência física dos ativos e, portanto, não alteram as condições dos empréstimos originais para os devedores, simplificando todo o processo. É necessário que estas quotas tenham “rating” de crédito específico para dar transparência a investidores quanto à qualidade dos seus ativos²¹. A gestão das garantias dadas como colateral a estes instrumentos é outro aspecto chave, na medida em que os mecanismos de execução de garantias têm que ser efetivos e transparentes²².

Sugere-se aos órgãos reguladores que avancem no detalhamento da regulamentação específica desses instrumentos sintéticos. A regulamentação deste mercado deveria estabelecer um incentivo, possivelmente na forma de redução no consumo de capital, para que não apenas terceiros, mas os próprios bancos participem, comprando CDS para ativos que possuem nos seus balanços.

Segurança Jurídica para Operações Longas

O ambiente de segurança jurídica na execução de garantias melhorou muito nos últimos anos. Entretanto, na medida em que haja ampliação significativa dos prazos de financiamento, o fortalecimento de garantias passa a ser um fator crítico para seu sucesso.

²¹ Devem-se tomar medidas para eliminar qualquer forma de conflito de interesse entre os agentes responsáveis pela classificação de risco dos papéis e seus emissores. Uma possibilidade seria a criação de um consórcio de instituições de mercado (composto, por exemplo, pela Cetip e Bovespa/BM&F) que emitiria ratings de crédito como um serviço a investidores, mas que seria remunerado com base em uma taxa não relacionada diretamente ao emissor das quotas.

²² O acordo anunciado recentemente entre a Cetip e a Clearstream pode ser um importante passo neste sentido.

A Lei de Falências de 2005 se constitui potencialmente num importante instrumento de eficiência alocativa dos recursos. Contudo, ainda é pouco utilizada²³, dado o complexo processo de recuperação judicial, fiscalização insuficiente, dificuldades de supervisão e acompanhamento do plano de recuperação, além do envolvimento limitado do judiciário e dos credores na substituição dos gestores. Ademais, há problemas de interpretação pelos juízes quanto aos ativos que devem ficar com os credores, num contexto de aparente desequilíbrio entre estes e acionistas. No seu conjunto, a complexidade e lentidão do processo reduzem a confiança das partes, e credores em particular.

A experiência recente de processos de recuperação judicial mostra por decorrência de limitado sucesso na recuperação de empresas na medida em que oferece proteção excessiva aos acionistas, que podem lançar mão de diversos artifícios para protelar decisões relativas à venda de ativos ou a troca de controle, dentre outros²⁴.

Como corolário da demora processual e na execução de garantias contratuais conforme previsto nos contratos fragiliza-se a qualidade dos créditos de longo prazo.

É importante que a legislação seja adaptada de modo a dar prioridade à preservação da empresa/ativo, estimulando a rápida troca/afastamento de acionistas, caso os credores entendam que este é o melhor caminho para recuperá-la.

Também é necessário que, de modo geral, se adote procedimentos de “rito sumário” para o julgamento de disputas judiciais, sempre buscando preservar o que ficou pactuado em contratos bilaterais. No sentido ainda de tornar o processo mais célere e eficiente e reduzir as incertezas que acompanham a observação dos contratos,

²³ Há cerca de dois mil processos de recuperação judicial em curso, numero bastante limitado tendo em vista o universo de empresas produtivas no país. Estima-se que cerca de 70% desses processos são bem sucedidos (isto é, não terminam em falência). Ver Andrea Hafez, “Lei de recuperação e econômica: selecionam as empresas que ficam ou saem do mercado”. Espaço Jurídico, BM&FBovespa, 17/06/2010.

²⁴ A experiência recente da Lei 11.101/2005, que estabelece os procedimentos para a recuperação judicial de empresas, mostra que o processo atual não tem sido capaz de apresentar soluções rápidas para companhias insolventes. É comum acionistas de empresas em recuperação judicial buscarem, por exemplo, protelar a apresentação do “plano de recuperação” ou a decisão de venda de ativos de modo a negociar melhores condições com credores, limitando a velocidade de recuperação da empresa. De fato, são raros os casos em que empresas em processo de recuperação judicial se recuperaram de forma efetiva, sem que houvesse a troca de controle ou venda significativa de ativos. Por outro lado, há diversos casos de sucesso de recuperação de empresas insolventes que optaram pela via da recuperação extrajudicial, negociando diretamente com credores uma solução para seus problemas de insolvência. Há ainda problema de interpretações pelos juízes quanto aos ativos que devem ficar com os credores, num contexto de aparente desequilíbrio entre estes e acionistas.

sugere-se ainda não permitir que cessão fiduciária de garantias seja desconsiderada do processo de recuperação judicial²⁵.

Adicionalmente, algumas medidas que envolvem a alteração do Código de Processo Civil, teriam impacto na velocidade de recuperação das garantias, a exemplo de:

(i) Permissão para que a citação em processo de execução possa ser feita por carta com aviso de recebimento e não somente por meio de oficial de justiça.

(ii) Eliminar a possibilidade de embargo em caso de arrematação de garantia, dado o seu caráter estritamente protelatório e os custos envolvidos.

Registros de Informação de Crédito

A relação entre crédito e informação é direta e comprovada pela experiência de países que, ao longo da história, desenvolveram seus mercados de crédito: quanto maior o volume e melhor a qualidade da informação disponível, mais crédito haverá, e a menor custo²⁶. Além disso, tomadores que, por falta de informações, estavam fora do mercado, passam a ter acesso a crédito.

A experiência internacional mostra que a existência de amplo cadastro positivo reduz o custo e aumenta o volume de crédito. Quatro são os principais canais de atuação dos registros de informação de crédito sobre volumes e custo do crédito:

- Mecanismo de incentivo à disciplina. Ao coletar e tornar pública a informação de inadimplência e adimplência, os registros de informação geram um (des)incentivo ao (in)adimplemento, com efeitos diretos sobre os problemas de perigo moral. Ou seja, penaliza os inadimplentes que, desta forma, deixam de derivar utilidade da inadimplência voluntária;
- Transferência da renda informacional – totalmente capturada pelo agente prestador – para o tomador via redução da taxa de juros;
- Redução de incertezas ao elevar a capacidade preditiva dos emprestadores e possibilitar a precificação mais precisa do risco incorrido, o que tem impactos diretos sobre o custo do crédito

²⁵ Proposta em projeto de lei alterando o art. 49, inciso 3, da Lei de Falências.

²⁶ Djankov, S., McLiesh, C., Shleifer, A. 2007, "Private credit in 129 countries" Journal of Financial Economics, 84 (2), 299–329, 2007.

- Eliminação de incentivos ao endividamento excessivo. Os registros de informação geram restrições ao endividamento, pois atuam disseminando os níveis de alavancagem individual.

No Brasil, a regulamentação dos registros de informações de crédito tem papel fundamental na manutenção do ciclo de expansão do crédito. *A definição de um marco regulatório nesse tema surge como forma de resolver a incerteza jurídica que envolve os registros de informação de crédito no país.*

Essa incerteza está vinculada à omissão da legislação pertinente e o conflito potencial com o Código de Defesa do Consumidor (CDC), atualmente a única regulamentação existente. O CDC se limita a regulamentar a garantia ao acesso às informações por parte dos inscritos e a estabelecer prazos máximos de manutenção de registros, não tratando, portanto, das regras mínimas necessárias à operacionalização dos registros, principalmente no que se refere à coleta, uso e divulgação de informações positivas²⁷.

Financiamento de Longo Prazo Para Projetos de Infraestrutura

Nas duas últimas décadas o Brasil tem investido cerca de 2% do PIB em infraestrutura, com cerca de metade pelo setor público, e abaixo do nível necessário para recompor a depreciação do capital fixo. O PAC ampliou o esforço para algo próximo de 2,5%, e nos próximos anos a demanda de investimentos de infraestrutura deveria ser da ordem de 3 a 4% do PIB, ou seja, de US\$ 60 a 80 bilhões²⁸. Nesta perspectiva, se torna imperativo o uso mais eficiente dos recursos do BNDES, e a criação e ampliação do funding para projetos de infraestrutura no âmbito privado.

A demanda de recursos do BNDES tende a aumentar nos próximos anos, seja pelo imperativo de ampliar a taxa de investimento de modo a sustentar um crescimento mais acelerado, seja para suportar maiores gastos em infra-estrutura.

²⁷ Neste contexto, o projeto aprovado recentemente na Câmara dos Deputados terá impacto negativo no mercado de crédito se passar a vigorar como está. A obrigatoriedade do aviso de recebimento (AR) para a “negativação” do devedor aumenta o custo do cadastro negativo, já em funcionamento e com bons resultados no país.

²⁸ Frischtak, Cláudio R., (2009) “O investimento em infra-estrutura no Brasil: histórico recente e perspectivas”, IPEA, Pesquisa e Planejamento Econômico, Agosto de 2009

Atualmente a participação dos bancos privados no financiamento de projetos de infra-estrutura se resume ao custo das outorgas (na assinatura dos contratos de concessão), importação de bens e serviços (com suporte das “ECAs - Export Credit Agencies”) e por meio de empréstimos ponte para financiamentos do BNDES.

Na medida em que as ações aqui preconizadas forem sendo implementadas, sugere-se que o BNDES amplie iniciativas de parceria com instituições financeiras privadas na busca de soluções de mercado (crédito ou colocação no mercado de capitais, por exemplo) para potencializar os investimentos em infra-estrutura e os recursos disponíveis ao banco. Essa sugestão poderia na realidade ser estendida a todas as operações do Banco, com o objetivo de estimular o aumento das fontes privadas no financiamento da atividade de investimento da economia

O Papel da Securitização na Reciclagem de Financiamentos

Os créditos em carteira do BNDES são ativos potencialmente recicláveis e que podem se tornar fonte de recursos para novos empréstimos. Nessa perspectiva, o *BNDES poderia explorar a possibilidade de securitizar parte dos seus créditos de modo a abrir espaço para novas operações*. Essa securitização poderia ocorrer, por exemplo, por meio da emissão de títulos colateralizados por recebíveis de projetos específicos ou agregados em conjunto e vendidos a investidores.

Dada a importância potencial desse instrumento para ampliação do crédito de longo prazo, vale um maior detalhamento para os casos de financiamento por meio de estruturas de "project finance", que vem se tornando a norma para projetos de infra-estrutura. Como característica básica, o project finance define um capital (“equity”) dos “sponsors” – construtores ou operadores – do projeto, e usa como garantia do financiador os ativos, receitas e o fluxo do projeto. Embora muito útil para os projetos “greenfield”, após a maturação do projeto (i.e., após o período de construção e da obtenção de uma receita estável) a estrutura de "project finance" é cara e limita a capacidade do sponsor gerar equity para novos projetos.

A estrutura de “project finance” no Brasil tem uma característica peculiar: o papel predominante do BNDES. Se o mercado de equity para projetos de infra-estrutura vem evoluindo, e já existem projetos com equity gerado não apenas pelos sponsors, mas por parceiros financeiros também, o mercado de dívida ainda não se desenvolveu, e só o BNDES tem provido financiamento de longo prazo para os projetos.

Uma das maneiras de desenvolver esse mercado ou ao menos não impedir que novos projetos deixem de ser financiados pelas limitações do balanço do BNDES é a reciclagem desses financiamentos. Em outras palavras, maturado o projeto, troca-se a estrutura de project finance por um financiamento corporativo puro e simples, o que permite melhor alavancagem, menores taxas, etc.

O conceito é simples: passada a fase de maior risco, transfere-se para o setor privado o risco até então suportado pelo BNDES e pelo equity do sponsor, e sob a forma de uma securitização de recebíveis de prazo longo atrelado ao IPCA. Desde que o BNDES seja adequadamente remunerado nesse refinanciamento, essa operação traria benefícios ao Banco sob a forma de aumento da rentabilidade, diminuição do risco e liberação do balanço para novos investimentos. Para o sponsor, o aumento da capacidade de alavancagem, em virtude do financiamento, poderia gerar um capital adicional para financiar novos projetos, realimentando o sistema.

Novas Estruturas de Funding para os Bancos Privados

Ao mesmo tempo em que o BNDES buscaria formas de atuação em parceria com instituições bancárias e do mercados de capitais, bancos e financiadores privados devem redobrar o esforço no sentido de ampliar sua participação em projetos de infra-estrutura.

As LFs, discutidas acima, serviriam para prover funding para as necessidades gerais de crédito de longo prazo dos bancos, havendo espaço também para um título dedicado a financiar projetos de infra-estrutura.

Aos bancos seria facultado criar títulos de infra-estrutura, que poderiam usufruir dos mesmos incentivos que as LFs, inclusive a eliminação do compulsório para papéis de duração superior a 10 anos, e redução e eventual isenção de imposto de renda para aplicadores em papéis longos. A capacidade dos bancos ampliarem significativamente essas operações ficaria ainda na dependência de se criar um mercado secundário de títulos (e créditos), dando liquidez a ambos, e possibilitando – no caso dos bancos – reduzir o consumo de capital.

O Banco Central poderia igualmente examinar a factibilidade de um incentivo adicional a esses instrumentos voltados ao financiamento de investimentos em infra-estrutura, possibilitando uma redução do compulsório no valor da emissão dos títulos de longo prazo (superior a 10 anos).

O Banco Central poderia ainda usar o mesmo incentivo, desta vez pelo lado dos ativos, estabelecendo um incentivo adicional aos financiamentos privados de investimentos em infra-estrutura, com a redução do compulsório em valor proporcional aos financiamentos concedidos a longo prazo (superior a 10 anos).

Finalmente, a limitada capacidade de empresas brasileiras de oferecer garantias corporativas de pagamento da dívida, principalmente durante o período de construção, é outro fator que dificulta a ampliação de créditos de longo prazo num contexto de grandes projetos de infraestrutura. Diante do grande volume de investimentos estimado para os próximos anos e do porte de determinados projetos, é pouco provável que empresas brasileiras tenham a capacidade financeira de oferecer tais garantias.

Nessa perspectiva, *deve-se ampliar a utilização de estruturas que limitem a necessidade de garantias corporativas, a exemplo de seguros de performance, “Equity Support Agreements”²⁹ e outros instrumentos semelhantes.* Especial atenção deve ser dada à fase de construção, quando seguros de “completion”³⁰ podem ser utilizados em maior escala, desde que haja garantias suficientes quanto a sua execução.

Esses instrumentos são particularmente relevantes na emissão de “project bonds” (PBs), opção de financiamento em caráter complementar ao crédito bancário. Os PBs seriam emitidos diretamente pela empresa dona do projeto, com lastro no seu fluxo de caixa (e seguros de performance ou instrumento com o mesmo efeito), em que o risco do projeto seria repassado ao tomador do papel e refletidos no seu rendimento. O sucesso dos PBs irá depender da qualidade do projeto e da reputação do “sponsor”, e seriam um incentivo adicional à estruturação de projetos de alta qualidade desde que absorvidos voluntariamente pelo mercado.

²⁹ Uma estrutura de suporte por parte dos acionistas acionada quando certos compromissos não são atingidos. Pode ser entendida como uma garantia parcial ou contingente.

³⁰ Seguro para conclusão da obra durante a fase de construção, quando não há ainda geração de caixa.