

**COMISSÃO MISTA DESTINADA A EMITIR PARECER SOBRE A
MEDIDA PROVISÓRIA Nº 777, DE 26 DE ABRIL DE 2017**

MEDIDA PROVISÓRIA Nº 777, DE 2017

(Mensagem nº 125, de 2017)

Institui a Taxa de Longo Prazo - TLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante e dá outras providências.

Autor: PODER EXECUTIVO

Relator: Deputado BETINHO GOMES

I - RELATÓRIO

O Poder Executivo, por meio da Mensagem nº 125/2017, submeteu à análise do Congresso Nacional a Medida Provisória nº 777, 26 de abril de 2017, que “institui a Taxa de Longo Prazo – TLP, que dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante e dá outras providências”.

O **art. 1º** da proposição define que os recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT e do Fundo da Marinha Mercante – FMM, quando aplicados pelas instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento contratadas a partir de 1º de janeiro de 2018, serão remunerados, *pro rata die*, pela Taxa de Longo Prazo – TLP, apurada mensalmente, composta pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA e pela taxa de juros



CD/17453.00434-77

prefixada, estabelecida em cada operação, que será a vigente na data de contratação da operação, estabelecida de acordo com o disposto no art. 2º, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento. Prevê-se, além disso, no § 2º, que aqueles recursos, enquanto não aplicados, serão remunerados, *pro rata die*, pela taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – Selic para títulos públicos federais ou por outra taxa que legalmente venha a substituí-la, descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não superior a 0,09% ao ano. Estipula-se, ainda, que, na hipótese de inadimplência da operação de financiamento contratada, a instituição financeira deverá remunerar os recursos, *pro rata die*, pela TLP, por até sessenta dias, contados da data de vencimento contratada, conforme o esquema de pagamento contratado.

Estipula-se, ademais, que o disposto no § 2º aplica-se aos valores relativos às parcelas inadimplidas das operações de financiamento, desde a data de vencimento contratada, após decorrido o prazo de sessenta dias, contado da data de vencimento contratada, e às parcelas cujo pagamento tenha sido antecipado em relação à data de vencimento contratada, desde a data do recebimento.

Excetuam-se da aplicação da TLP os recursos dos Fundos utilizados em operações de financiamentos de empreendimentos e projetos destinados à produção ou à comercialização de bens e serviços de reconhecida inserção internacional, cujas obrigações de pagamentos sejam denominadas ou referenciadas em dólar norte-americano ou em euro, as quais observarão o disposto no art. 6º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996. Em contrapartida, define-se que as operações de financiamento de empreendimentos e projetos destinados à produção ou à comercialização de bens e serviços de reconhecida inserção internacional cujas obrigações de pagamento sejam denominadas e referenciadas em moeda nacional passam a ser remuneradas pela TLP.

O art. 2º especifica que a taxa de juros prefixada de que trata o art. 1º terá vigência mensal, com início no primeiro dia útil de cada mês-



calendário, e será apurada mensalmente a partir da estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional – Série B – NTN-B para o prazo de cinco anos. Adicionalmente, ao longo do mesmo prazo de cinco anos, a partir de 1º de janeiro de 2018, será aplicado um fator de ajuste anual, que convergirá linearmente para um, sendo o primeiro deles definido de maneira que a mencionada taxa de juros prefixada acrescida da expectativa de inflação para os doze meses subsequentes à sua fixação, resulte em valor igual à Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP vigente em 1º de janeiro de 2018.

O **art. 3º** prevê que a TLP será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional. Por sua vez, o parágrafo único do dispositivo estipula que a taxa de juros prefixada a que se refere o art. 2º e seu fator de ajuste serão apurados de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional e divulgados pelo Banco Central do Brasil até o último dia útil do mês imediatamente anterior ao de sua vigência.

O **art. 4º** determina que o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES recolherá ao FAT, semestralmente, até o décimo dia útil do mês subsequente ao seu encerramento, o valor correspondente à TLP, considerando o ano de duzentos e cinquenta e dois dias úteis, limitada a 6% a.a., capitalizada a diferença. Pela letra do § 1º do dispositivo, estipula-se que o BNDES recolherá ao FAT, mensalmente, até o décimo dia útil do mês subsequente ao seu encerramento, o valor correspondente à remuneração dos recursos dos três Fundos¹ repassados às instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento, enquanto não aplicados, nos termos do § 2º do art. 1º. Já o § 2º deste dispositivo obriga o BNDES a encaminhar, mensalmente, ao Conselho Deliberativo do FAT – Codefat, os extratos das movimentações diárias dos recursos, segregados por modalidade de remuneração, e os relatórios gerenciais dos recursos aplicados, na forma e na periodicidade definidas pelo referido Conselho.

¹ No texto deste Parecer, a expressão “três Fundos” se referirá ao Fundo de Participação PIS-Pasep, ao Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT e ao Fundo da Marinha Mercante – FMM, enumerados no *caput* do art. 1º.

A seguir, o **art. 5º** preconiza que o BNDES recolherá ao Fundo de Participação PIS-Pasep, nos prazos legais, o valor correspondente à TLP a que se refere o *caput* do art. 1º, limitada a 6% a.a., capitalizada a diferença. Por seu turno, o **art. 6º** ressalva dos limites de que tratam o *caput* do art. 4º e o art. 5º as demais hipóteses de transferência e recolhimento previstas nas legislações específicas dos respectivos Fundos.

O **art. 7º** estipula que as instituições financeiras oficiais federais deverão segregar, por modalidade de remuneração, os saldos dos recursos de que trata esta Medida Provisória, mediante a adoção de controles internos que evidenciem a apuração correta e a remuneração dos recursos.

Por sua vez, o **art. 8º** esclarece que a remuneração dos três Fundos aplicados pelas instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento contratadas até 31 de dezembro de 2017 permanece regida pela Lei nº 9.365, de 16/12/96. Pelo parágrafo único do mesmo dispositivo, no entanto, a renegociação, a composição, a consolidação, a confissão de dívida e os negócios assemelhados, referentes às operações de que trata o *caput* do art. 8º, que importem em prorrogação do prazo original ou acréscimo do saldo devedor mediante a liberação de novos recursos, ficarão sujeitos à forma de remuneração prevista nos arts. 1º e 2º da medida provisória.

Já o **art. 9º** determina que os recursos do FAT aplicados em depósitos especiais, nos termos do art. 9º da Lei nº 8.019, de 11/04/90, destinados a programas de investimento que estimulem a geração de emprego e renda serão remunerados, *pro rata die*, pelos mesmos critérios previstos no art. 1º, *caput* e §§ 2º, 4º e 5º, e no art. 8º da medida provisória, cabendo ao Codefat estabelecer os critérios de aplicação dos depósitos especiais do FAT.

O **art. 10** autoriza a União a repactuar as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração, devendo essas repactuações considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos: (i) a TLP, para operações de financiamento contratadas entre o BNDES e seus tomadores a partir de 1º de janeiro de 2018; (ii) a taxa média Selic, ou outra taxa que legalmente venha a substituí-la, para os recursos não aplicados pelo BNDES



em operações de financiamento a seus tomadores, descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro da Fazenda, não superior a 0,09% a.a.; e (iii) a TJLP, para os demais recursos. O § 2º do dispositivo comina ao BNDES o encaminhamento ao Ministério da Fazenda dos extratos das movimentações diárias dos recursos oriundos desses financiamentos, segregados por modalidade de remuneração, e os relatórios gerenciais dos recursos aplicados, com periodicidade e demais especificações definidas em conjunto pelas referidas instituições. Por sua vez, o § 3º do dispositivo autoriza, no âmbito da repactuação de que trata o *caput* do art. 10, por mútuo acordo entre as partes, a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento previstos nos contratos celebrados entre a União e o BNDES.

Em seguida, o **art. 11** veda, a partir de 1º de janeiro de 2018, a contratação de operações que tenham a TJLP como referência, ressalvadas as seguintes hipóteses: (i) operações de proteção (*hedge*); (ii) operações de financiamento que tenham obtido o reconhecimento preliminar de sua elegibilidade às linhas de crédito das instituições financeiras oficiais federais por comitê de crédito ou órgão congênere até 31 de dezembro de 2017; (iii) operações de financiamento destinadas ao apoio a projetos de infraestrutura, objeto de licitações públicas cujo edital tenha sido publicado até 31 de dezembro de 2017; (iv) operações de financiamento indiretas, por meio de agentes financeiros credenciados, que tenham sido protocoladas junto às instituições financeiras oficiais federais até 31 de dezembro de 2017; e (v) operações realizadas por meio do Cartão BNDES que tenham sido autorizadas em seu Portal de Operações até 31 de dezembro de 2017. Prevê-se, ainda, no § 1º do dispositivo que os recursos dos três Fundos aplicados nas operações de que tratam os itens (ii) a (v) acima serão remunerados pela TJLP. O § 2º, por sua vez, não afasta a aplicação da TJLP nas finalidades previstas em legislação específica.

Já o **art. 12** preconiza que, além dos casos previstos na medida provisória, a TLP poderá ser utilizada em operações realizadas nos mercados financeiro e de valores mobiliários, nas condições estabelecidas,



respectivamente, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

O **art. 13** acrescenta um § 3º ao art. 7º da Lei nº 8.019, de 11/04/90, de modo a atribuir ao BNDES a determinação das operações de financiamento contratadas com recursos do FAT, cujos saldos terão parcela de 5% recolhida ao Fundo em caso de insuficiência de recursos para o Programa de Seguro Desemprego e o pagamento do Abono Salarial decorrente do efetivo aumento dessas despesas.

O **art. 14** altera o art. 2º da Lei nº 9.365, de 16/12/96, preconizando a definição, pelo Conselho Monetário Nacional, e divulgação, pelo Banco Central do Brasil, de metodologia para apuração da TJLP até o último dia útil do trimestre imediatamente anterior ao de sua vigência.

O **art. 15** altera o inciso I do *caput* do art. 35 da Lei nº 10.893, de 13/07/04, de maneira a prever que os recursos do FMM destinados a financiamentos liberados durante a fase de construção, bem como os respectivos saldos devedores, poderão, de comum acordo entre o tomador e o agente financeiro, ter como remuneração nominal: (i) a TJLP do respectivo período, no caso dos financiamentos contratados com recursos do FMM que tenham previsto a TJLP como remuneração nominal, nos termos da legislação em vigor; ou (ii) aquela a que fazem jus os recursos do FMM aplicados pelas instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento, nos demais casos.

Em seguida, o **art. 16** acrescenta os incisos I e II ao *caput* do art. 7º da Lei nº 10.849, de 23/03/04, especificando como parâmetros de remuneração da equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Programa Nacional de Financiamento da Ampliação e Modernização da Frota Pesqueira Nacional – Profrota Pesqueira: (i) aquela a que fazem jus os recursos do FMM, no caso de operações contratadas com base no referido Fundo; ou (ii) aquela de que trata o art. 2º da Lei nº 10.177, de 12/01/01 – isto é, pelos encargos pactuados com os devedores, excluído o *del credere* correspondente –, no caso de operações contratadas com base em recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento do Norte e Nordeste.



O **art. 17** estipula que a medida provisória entrou em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos em 1º de janeiro de 2018, com exceção do disposto no art. 3º, cuja produção de efeitos é imediata.

Por fim, o **art. 18** revoga os seguintes dispositivos legais: (i) o art. 3º da Lei nº 8.019, de 11/04/90, que dispunha sobre a remuneração dos recursos do FAT repassados ao BNDES; (ii) o § 5º do art. 9º da Lei nº 8.019, de 11/04/90, que dispunha sobre a remuneração dos depósitos especiais das disponibilidades financeiras do FAT; (iii) o § 7º do art. 9º da Lei nº 8.019, de 11/04/90, que dispunha sobre a possibilidade de o BNDES utilizar recursos dos depósitos especiais do FAT para conceder financiamentos aos Estados e às entidades por eles direta ou indiretamente controladas, no âmbito de programas instituídos pelo Codefat; e (iv) o art. 3º da Lei nº 9.365, de 16/12/96, que permitia a utilização da TJLP em quaisquer operações realizadas nos mercados financeiro e de valores mobiliários, além dos casos previstos na legislação vigente.

A Exposição de Motivos Interministerial nº 36/2017 MF BACEN MP, de 17/04/17, assinada pelos Ministros da Fazenda e do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, ressalta, inicialmente, que a TJLP foi instituída pela Medida Provisória nº 684, de 31/10/94, posteriormente convertida na Lei nº 9.365, de 16/12/96, com o objetivo de balizar o custo de oportunidade de empréstimos de longo prazo no Brasil, especialmente com recursos de natureza pública. Lembra que, naquela ocasião, tendo em vista a inexistência de títulos de longo prazo emitidos em moeda nacional, optou-se pela utilização dos títulos públicos da dívida externa como referência a ser observada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) em sua determinação. Posteriormente, com a publicação da Lei nº 10.183, de 12/02/01, a TJLP passou a ser calculada com base na meta de inflação e em um prêmio de risco.

O documento em tela argumenta que, ainda que amparada nos parâmetros legais, a prática atualmente adotada para a determinação da TJLP pelo CMN carece de um balizamento metodológico que lhe conceda maior estabilidade e previsibilidade, mantendo em foco a perspectiva do custo dos



recursos públicos de longo prazo, que a taxa deveria representar. Aponta que, desde então, houve profunda evolução no mercado de dívida no Brasil e temos hoje uma ampla base de títulos públicos de longo prazo denominados em Real, que permite a iniciativa sob exame, que tem o objetivo de criar um balizamento metodológico para o financiamento de longo prazo no Brasil, em parâmetros que reflitam, tempestivamente, o custo de oportunidade dos recursos públicos.

Desta forma, a Exposição de Motivos Interministerial sugere que a remuneração dos recursos dos três Fundos, utilizados como fonte de financiamento de longo prazo no País, tenha como nova referência a TLP, composta pela variação do IPCA e por taxa de juros prefixada, estabelecida em cada operação de financiamento, de acordo com o rendimento das NTN-B para o prazo de cinco anos. Observa, a propósito, que o prazo de cinco anos reflete o tempo médio dos empréstimos e financiamentos que atualmente utilizam a TJLP como base de remuneração.

O documento enviado pelo Poder Executivo registra que se propõe uma transição suave, visando a preservar o equilíbrio na equação econômico-financeira dos projetos anteriormente financiados pelos bancos oficiais federais com custos de financiamento ajustáveis ou dependentes da TJLP. Assim, define-se que a TLP será aplicada apenas aos contratos de financiamento firmados após 1º de janeiro de 2018, mantendo vinculados à TJLP os contratos nessas condições assinados anteriormente, as operações de financiamento que tenham obtido o reconhecimento preliminar de sua elegibilidade às linhas de crédito das instituições oficiais federais, e os financiamentos destinados a projetos de infraestrutura, cujos editais tenham sido publicados até 31 de dezembro de 2017, permitindo que as duas taxas convivam pelo menos até a amortização de todos os financiamentos pactuados em TJLP.

A Exposição de Motivos Interministerial aponta que a TLP, por ser baseada em parâmetros de mercado, possibilitará a securitização de créditos de longo prazo dos bancos federais oficiais, especialmente do BNDES, bem como a gestão das carteiras de recebíveis de longo prazo, por meio da contratação de operações no mercado derivativo, permitindo não só a melhor



gestão de risco daquelas instituições, como a mobilização de seus capitais em novos financiamentos. Reafirma, ainda, que esse novo referencial de juros de longo prazo no País será aderente aos custos de oportunidade para o financiamento da dívida pública interna, bem como será influenciado pela política monetária adotada pelo Banco Central do Brasil. Portanto, tudo mais constante, vislumbra-se que a autoridade monetária mantenha ancorada as expectativas de inflação, utilizando-se de uma política monetária menos restritiva, resultando, no conjunto, num ambiente de custos de financiamento de longo prazo mais favorável à viabilidade e sustentabilidade econômico-financeira dos projetos, além de uma alocação mais eficiente dos recursos financeiros, com efeitos sobre o crescimento econômico e a geração de empregos. Argumenta, ainda, que, ao elevar a remuneração dos Fundos a uma taxa de mercado, decorrerá maior provimento de recursos para programas e ações voltadas à qualificação e à proteção dos trabalhadores, tais como o Seguro-Desemprego, Programa de Proteção ao Emprego e Abono Salarial.

O documento enviado pelo Poder Executivo também propõe mudanças em legislação conexa que trata de remuneração do Fundo de Participação PIS-PASEP e do FAT, até então atrelada à variação da TJLP. Nas palavras dos signatários, a nova legislação possui os seguintes méritos: (i) atende plenamente os requerimentos de amparo nos parâmetros da norma legal; (ii) preserva a regra vigente para os financiamentos já concedidos, reduzindo o risco de futura contestação; (iii) baliza o referencial de juros de longo prazo do País ao custo de captação do Tesouro Nacional, reduzindo eventual subsídio implícito que afeta a dinâmica da dívida pública; (iv) ampara o processo de convergência das taxas de longo prazo da economia brasileira a parâmetros de mercado, permitindo a melhor gestão da carteira de recebíveis das instituições financeiras oficiais; (v) amplia o poder da política monetária, permitindo o atendimento da meta de inflação com menor patamar de juros; (vi) utiliza títulos com ampla aceitação e liquidez no mercado; e (vii) contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Ressalta, ademais, que, como consequência da nova remuneração que será aplicada aos empréstimos de longo prazo no País, o



marco legal proposto autoriza a União a repactuar as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração. Dessa forma, espera-se redução substancial do subsídio implícito do Tesouro Nacional às operações de financiamento concedidas por aquela instituição financeira, ao longo dos últimos anos, com impacto amplamente favorável no resultado fiscal do Governo Federal.

A Exposição de Motivos Interministerial justifica as medidas propostas pelo fato de os efeitos positivos dos esforços recentes do Governo Federal para corrigir a trajetória de deterioração dos resultados fiscais não se concretizarem imediatamente, cabendo, por isso, a urgência e a relevância da adoção de ações pontuais que atuem sobre as expectativas e na manutenção da dívida pública em patamares sustentáveis no curto prazo. Destaca que contribuem ainda para a urgência das medidas propostas nesta medida provisória a necessidade de as instituições financeiras oficiais se adequarem, com a necessária antecedência, às alterações introduzidas pela nova legislação. Nesse contexto, a edição de Medida Provisória traria aos destinatários da norma a segurança jurídica associada à promulgação de ato com efeitos de lei para que incorram nos custos materiais e humanos referentes à implementação das medidas em apreço, de modo a estarem preparados no momento de vigência da nova sistemática. Ressalta, além disso, que os financiamentos que decorrem dos recursos dos três Fundos, normalmente direcionados a projetos de investimento de longo prazo, requerem estruturação financeira complexa e coordenada entre distintos agentes financeiros, que demanda alguns meses para ser finalizada.

O documento emitido pelo Poder Executivo aponta, também, que, nos termos da proposta, a adoção de tais medidas de cunho operacional depende, igualmente, de regulamentação da metodologia de cálculo da nova remuneração, a TLP, pelo CMN, apenas possível após a entrada em vigor de norma com força de lei. Neste sentido, segundo os proponentes da matéria em pauta, a vigência da norma de imediato atende aos requisitos de urgência e relevância exigidos para a edição de medida provisória, visto que, por um lado, os esforços fiscais do Governo devem ser implementados o mais prontamente



possível e, por outro, a *vacatio legis* é fundamentalmente necessária para a produção de efeitos da medida com a desejada segurança jurídica e operacional.

Ressalta, ademais, que a mudança proposta tem impactos diretos e indiretos. Indica que o impacto direto decorre da redução no subsídio implícito, pois os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para financiar os empréstimos do BNDES ao setor privado têm custo de financiamento maior que a TJLP. Por sua vez, alega que o impacto indireto decorre da maior “tração” que a política monetária passa a usufruir, dado que no sistema atual parte relevante do estoque de crédito não é afetado pelas decisões de política monetária, que ocorrem no âmbito do Comitê de Política Monetária do Banco Central (Copom).

Por fim, a Exposição de Motivos Interministerial defende a urgência das medidas propostas também pelo fato de as instituições financeiras necessitarem de prazo para se adaptarem com a necessária antecedência às alterações introduzidas pela nova legislação. Destaca que, após a regulamentação da metodologia de cálculo da TLP pelo CMN, será preciso promover ajustes em sistemas informáticos, controles internos, minutas de contratos e procedimentos e rotinas, com a devida segurança jurídica e operacional. Ressalta, em especial, que os financiamentos relacionados ao três Fundos, normalmente direcionados a projetos de investimento de longo prazo, requerem estruturação financeira complexa e coordenada entre distintos agentes financeiros, que demanda alguns meses para ser finalizada.

A Medida Provisória nº 777/17 foi encaminhada ao Congresso Nacional pela Mensagem Presidencial nº 125, de 26/04/17. A Comissão Mista destinada a dar parecer à proposição foi instalada em 07/06/17, sendo eleito Presidente o Senador Lindbergh Farias e composta pelos seguintes Parlamentares titulares: Senador José Maranhão (PMDB), Senador João Alberto Souza (PMDB), Senador Romero Jucá (PMDB), Senador Tasso Jereissati (PSDB), Senador Ronaldo Caiado (DEM), Senador Lindbergh Farias (PT), Senador Paulo Rocha (PT), Senador Armando Monteiro (PTB), Senadora Lúcia Vânia (PSB), Senadora Vanessa Grazziotin (PCdoB), Senador Benedito



de Lira (PP), Senador José Medeiros (PSD), Deputado Mauro Pereira (PMDB), Deputado Leonardo Quintão (PMDB), Deputado Enio Verri (PT), Deputado Afonso Florence (PT), Deputado Jerônimo Goergen (PP), Deputado Betinho Gomes (PSDB), Deputado Aelton Freitas (PR), Deputado Edmar Arruda (PSD), Deputado Luciano Ducci (PSB), Deputado Nelson Marquezelli (PTB), Deputado Carlos Melles (DEM), Deputado Cleber Verde (PRB) e Deputado Arnaldo Jordy (PPS).

Em 19/06/17, a MP nº 777/17 teve sua vigência prorrogada por sessenta dias, nos termos do Ato nº 34 do Presidente da Mesa do Congresso Nacional. Em 29/06/17, recebemos a honrosa missão de relatar a matéria.

Foram apresentadas quarenta emendas no prazo regimental para tanto destinado, encerrado em 03/05/17, descritas a seguir.

Nº	Autor	Síntese da emenda
1	Deputado Jerônimo Goergen	A Taxa de Longo Prazo (TLP) será composta pela variação projetada do IPCA para o período de doze meses, somada à metade do percentual projetado para o período de doze meses do PIB, calculado pelo Ministério do Planejamento e Orçamento. Serão suprimidas do artigo 2º da MP 777/2017 a previsão de apuração da TLP a partir da estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional - Série B (NTN-B) e a previsão de ajuste da taxa no prazo de 5 anos.
2	Senadora Vanessa Grazziotin	A taxa prefixada que compõe a TLP dependerá do prazo médio ponderado do financiamento concedido, aplicada de maneira uniforme pelo prazo da operação de financiamento.
3	Senadora Vanessa Grazziotin	As operações de financiamento contratadas pela TLP conterão cláusula de compensação financeira ao credor em caso de pré-pagamento ou liquidação antecipada do crédito em montante equivalente ao valor presente das parcelas de juros e principal vincendas, descontadas pela TLP vigente na data de decretação ou declaração do vencimento antecipado ou de liquidação antecipada.
4	Senadora Vanessa Grazziotin	A taxa prefixada que compõe a TLP será baseada em Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) para os prazos de 1, 2, 3, 5, 7 e 10 anos, de acordo com o prazo médio ponderado do financiamento.
5	Senadora Vanessa Grazziotin	A TLP para cada caso e modalidade aplicável será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.
6	Senadora Vanessa Grazziotin	À taxa de juros prefixada será aplicado um fator de ajuste que convergirá linearmente para 0,5 em ajustes anuais, no prazo de 10 anos, contado a partir de 01.01.2018.
7	Senadora Vanessa	As operações de financiamento com prazo médio inferior a 5 anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA, calculada a partir da estrutura a termo da taxa de juros das

	Grazziotin	LTNs e NTN-F, para os prazos de 1, 2, 3, 4 e 5 anos.
8	Senadora Vanessa Grazziotin	Caberá ao CMN definir, mensalmente, a aplicação ou não de um redutor incidente sobre a taxa de juros prefixada, limitado a 5% a.a. O redutor poderá ser aplicado tanto em base horizontal (para todas as operações de apoio financeiro contratadas no período de sua vigência) quanto em base restrita.
9	Senadora Vanessa Grazziotin	O CMN poderá prever exceção à vedação de contratação de operações que utilizem a TJLP como referência.
10	Senadora Vanessa Grazziotin	A repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES referenciados pelo TJLP deve se limitar à adequação da remuneração ao disposto na MP e aos financiamentos que já não estejam programados ou aplicados como fonte de recursos em operações de crédito do BNDES.
11	Senadora Vanessa Grazziotin	Institui a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD), na forma de título de crédito vinculado a direitos creditórios originários de financiamentos ou empréstimos relacionados a investimentos voltados para a expansão ou modernização do parque industrial e da infraestrutura, inclusive os referentes à aquisição de máquinas e equipamentos para essa finalidade. Para tal fim, a emenda propõe que o rendimento e o ganho de capital produzido pela LCD estarão isentos do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas.
12	Senador Flexa Ribeiro	Os valores que devem ser ressarcidos às empresas brasileiras de navegação provenientes do adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante – AFRMM que deixaram de ser recolhidos em razão da não incidência do adicional sobre as mercadorias cuja origem ou cujo destino final seja porto localizado na Região Norte ou Nordeste do País deverão ser acrescidos da SELIC mais 1% de juros no mês de pagamento.
13	Senador Flexa Ribeiro	A empresa brasileira de navegação decai do direito ao produto do AFRMM no caso de não utilização dos valores no prazo de 5 anos, contados do seu depósito, transferindo-se esses valores para o Fundo da Marinha Mercante (FMM).
14	Senador Flexa Ribeiro	O saldo da conta vinculada em nome de empresa brasileira de navegação originário de arrecadação do AFRMM será corrigido pela SELIC ou por outra taxa que legalmente venha a substituí-la.
15	Senador Acir Gurgacz	A TLP será composta pela meta de inflação fixada pelo CMN para os 12 meses subsequentes ao mês de vigência da taxa e pelo prêmio de risco EMBI+, apurado e divulgado pelo J. P. Morgan, ou outro índice que vier a substituí-lo. A TLP será aplicada de acordo com o valor mensal vigente durante a operação de financiamento. Serão suprimidos os artigos 2º e 10 da MP 777/2017, relativos à taxa de juros prefixada estruturada a partir das NTN-B e à possibilidade de repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES com remuneração pela TJLP.
16	Deputado Pedro Fernandes	A equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueira correrá à conta de dotações orçamentárias específicas. Será enviado ao Congresso Nacional relatório semestral das operações de financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueiro.
17	Deputado Sérgio Vidigal	A taxa de juros prefixada será apurada mensalmente a partir da estrutura a termo de 50% da taxa de Juros da NTN-B para o prazo de 5 anos.



18	Deputado Sérgio Vidigal	A TLP será calculada com base na variação do IPCA e em prêmio de risco.
19	Deputada Luciana Santos	A TLP para cada caso e modalidade aplicável será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.
20	Deputada Luciana Santos	Suprime o §3º do Artigo 10 da MP 777/2017, que autoriza a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento em caso de repactuação de contratos celebrados entre a União e o BNDES.
21	Deputada Luciana Santos	A taxa prefixada que compõe a TLP dependerá do prazo médio ponderado do financiamento concedido, aplicada de maneira uniforme pelo prazo da operação de financiamento.
22	Deputada Luciana Santos	A repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES referenciados pelo TJLP deve se limitar à adequação da remuneração ao disposto na MP e aos financiamentos que já não estejam programados ou aplicados como fonte de recursos em operações de crédito do BNDES.
23	Deputada Luciana Santos	A taxa prefixada que compõe a TLP dependerá do prazo médio ponderado do financiamento concedido, aplicada de maneira uniforme pelo prazo da operação de financiamento.
24	Deputada Luciana Santos	A TLP dependerá do prazo médio ponderado de vencimento das parcelas do principal na data da contratação, devendo ser aplicada a TLP vigente de prazo igual ou mais próximo do prazo médio ponderado de vencimento do contrato. As operações de financiamento com prazo médio inferior a 5 anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA, calculada a partir da estrutura a termo da taxa de juros das LTNs e NTN-F, para os prazos de 1, 2, 3, 4 e 5 anos. Caberá ao CMN definir, mensalmente, a aplicação ou não de um redutor incidente sobre a taxa de juros prefixada, limitado a 5% a.a. O redutor poderá ser aplicado tanto em base horizontal (para todas as operações de apoio financeiro contratadas no período de sua vigência) quanto em base restrita.
25	Deputado Carlos Zarattini	Suprime a alínea “b” do inciso I do Artigo 18 da MP 777/2017, que revoga os parágrafos 5º e 7º do artigo 9º da Lei nº 8.019/1990, que dispõem sobre remuneração e utilização dos depósitos especiais com recursos do FAT.
26	Deputado Carlos Zarattini	Suprime o Artigo 11 da MP 777/2017, que veda, a partir de 1º de janeiro de 2018, a contratação de operações que utilizem a TJLP como referência, ressalvadas as hipóteses elencadas.
27	Deputado Carlos Zarattini	Suprime o Artigo 3º da MP 777/2017, que prevê que a TLP será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.
28	Deputado Carlos Zarattini	Suprime o Artigo 14 da MP 777/2017, que dá nova redação ao Art. 2º da Lei nº 9.365/1996, a respeito da forma de apuração e divulgação da TJLP relativa ao Pis-Pasep, FAT e FMM.
29	Deputado Carlos	Suprime o inciso II do Art. 18 da MP 777/2017, que revoga o artigo 3º da Lei nº 9.365/1996, que dispõe sobre a utilização da TJLP em operações nos mercados



	Zarattini	financeiro e de valores mobiliários.
30	Deputado Carlos Zarattini	Suprime a alínea “a” do inciso I do Artigo 18 da MP 777/2017, que revoga o artigo 3º da Lei 8.019/1990, que dispõe sobre o prazo para o recolhimento da remuneração dos recursos do FAT.
31	Deputado Carlos Zarattini	Suprime o Artigo 1º da MP 777/2017, que institui a TLP e dispõe que os recursos do Pis-Pasep, do FAT e do FMM serão remunerados por essa taxa.
32	Deputado Alfredo Kaefer	A TLP passa a vigorar a partir de 01.01.2023. A emenda suprime o art. 10, que autoriza a repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração.
33	Deputado Alfredo Kaefer	A TLP será definida a pela taxa média referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC), apurada no mês imediatamente anterior ao de sua vigência ajustada linearmente. À TLP será aplicado um fator de ajuste que convergirá linearmente para 1 em ajustes anuais, no prazo de 10 anos, contado a partir de 01.01.2018. A emenda suprime o art. 10, que autoriza a repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração.
34	Deputado Alfredo Kaefer	À taxa de juros prefixada será aplicado um fator de ajuste que convergirá linearmente para 1 em ajustes anuais, no prazo de 10 anos, contado a partir de 01.01.2018. A emenda suprime o art. 10, que autoriza a repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração.
35	Deputado Alfredo Kaefer	Propõe a supressão de todos os artigos da MP 777/2017, com exceção do artigo 18, que revoga dispositivos da Lei nº 8.019/1990 e da Lei nº 9.365/1996.
36	Senadora Gleisi Hoffmann	À taxa de juros prefixada será aplicado um fator de ajuste que convergirá linearmente para 0,5 em ajustes anuais, no prazo de 10 anos, contado a partir de 01.01.2018.
37	Senadora Gleisi Hoffmann	A taxa de juros prefixada dependerá do prazo médio ponderado de vencimento do financiamento concedido, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento. A taxa de juros prefixada terá vigência mensal e será apurada mensalmente a partir da estrutura a termo da taxa de juros das NTN-B para os prazos de 1, 2, 3, 5, 7 e 10 anos. A TLP aplicada será a vigente de prazo igual ou mais próximo do prazo médio ponderado de vencimento do contrato. A TLP para cada prazo e modalidade aplicável será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.
38	Senadora Gleisi Hoffmann	As operações de financiamento contratadas pela TLP conterão cláusula de compensação financeira ao credor em caso de pré-pagamento ou liquidação antecipada do crédito em montante equivalente ao valor presente das parcelas de juros e principal vincendas, descontadas pela TLP vigente na data de decretação



		ou declaração do vencimento antecipado ou de liquidação antecipada.
39	Senador Lindbergh Farias	A repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES referenciados pelo TJLP deve se limitar à adequação da remuneração ao disposto na MP e aos financiamentos que já não estejam programados ou aplicados como fonte de recursos em operações de crédito do BNDES. Suprime o §3º do Artigo 10 da MP 777/2017, que autoriza a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento em caso de repactuação de contratos celebrados entre a União e o BNDES.
40	Senador Lindbergh Farias	As operações de financiamento com prazo médio inferior a 5 anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA, calculada a partir da estrutura a termo da taxa de juros das LTNs e NTN-F, para os prazos de 1, 2, 3, 4 e 5 anos. Caberá ao CMN definir, mensalmente, a aplicação ou não de um redutor incidente sobre a taxa de juros prefixada, limitado a 5% a.a. O redutor poderá ser aplicado tanto em base horizontal (para todas as operações de apoio financeiro contratadas no período de sua vigência) quanto em base restrita. O CMN poderá prever exceção à vedação de contratação de operações que utilizem a TJLP como referência.

A presente medida provisória versa sobre tema de grande repercussão nas políticas econômica, fiscal e de desenvolvimento. Para que os efeitos da proposta pudessem ser avaliados, foram organizados fóruns de debates com vários especialistas sobre o assunto e com representantes dos setores afetados, os quais apresentaram seus argumentos favoráveis e contrários à medida, contribuindo para o aprofundamento da discussão.

Assim, foram realizadas duas reuniões da Comissão para Audiência Pública, com a finalidade de cotejar opiniões e receber sugestões de representantes do governo, do setor produtivo e da academia a respeito da medida provisória sob exame. Participaram da 1ª Audiência Pública, em 12/07/17: Fábio Giambiagi, Superintendente de Planejamento e Pesquisa do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); Fernando Figueiredo, Presidente-Executivo da Associação Brasileira da Indústria Química (Abiquim); Tiago Couto Berriel, Diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central; Ernani Teixeira Torres Filho, Professor de Economia da UFRJ; Antônio Corrêa de Lacerda, Professor de Economia da PUC-SP; João Manoel Pinho de Mello, Chefe da Assessoria Especial de Reformas Microeconômicas do Ministério da Fazenda; Mario Bernardini, Diretor Executivo de



Competitividade e Economia Estatística da Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamento (ABIMAQ); Ana Carla Abrão Costa, Sócia da Oliver Wyman Consultoria; Beny Parnes, Economista-Chefe e Diretor da SPX Investimentos; e Vinicius Carrasco, Professor da PUC-RJ.

Participaram da 2ª Audiência Pública, em 08/08/17: Mansueto de Almeida, Secretário de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda; José Ricardo Roriz Coelho, Diretor do Departamento de Competitividade e Tecnologia da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo – FIESP; Roberto Ellery, Professor de Economia da Universidade de Brasília – UNB; Venilton Tadini, Presidente-Executivo da Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base – ABDIB; Thiago Leone Mitidieri, Presidente da Associação dos Funcionários do Banco Nacional de Desenvolvimento – BNDES; Samuel Pessoa, Professor de Economia da Fundação Getúlio Vargas – FGV; Leonardo Ribeiro, Economista Assessor do Senado Federal; José Velloso, Presidente da Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos – ABIMAQ (representante da Confederação Nacional da Indústria – CNI); Felipe Rezende, Professor de Economia da Hobart and William Smith Colleges (EUA); Otávio Ribeiro Damaso, Diretor de Regulação do Banco Central do Brasil.

Ainda com a finalidade de enriquecer o debate acerca dos temas abordados pela MP nº 777/2017, foi realizada discussão na sede do BNDES a respeito do assunto em 24/07/2017. Além do Presidente da Comissão, Senador Lindbergh Farias, e deste Deputado Relator, participaram como convidados Fábio Kanczuc, Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda; Carlos Viana, Diretor de Política Econômica do Banco Central; Artur Koblitz, Representante da Associação dos Funcionários do BNDES; Armando Castelar, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro; Antonio José Alves Júnior, Professor do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Rural do Rio de Janeiro; José Márcio Camargo, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro; Sebastião Soares, Presidente do Clube de Engenharia; Felipe Salto, Diretor-Executivo do IFI



(Instituição Fiscal Independente); e José Roberto Afonso, Fundação Getúlio Vargas.

Cabe-nos agora, nesta Comissão Especial, apreciar a matéria quanto ao exame da admissibilidade da constitucionalidade, juridicidade e técnica legislativa; quanto ao exame da admissibilidade financeira e orçamentária; e quanto ao mérito, nos aspectos atinentes às atribuições do Colegiado, nos termos da Resolução nº 01/2002 do Congresso Nacional.

É o relatório.

II – VOTO DO RELATOR

Antes de apreciar o mérito da MP nº 777, de 26 de abril de 2017, e das quarenta emendas a ela apresentadas, cumpre-nos, preliminarmente, verificar o atendimento aos pressupostos de urgência e relevância dos assuntos tratados na Medida Provisória e analisar a constitucionalidade, juridicidade e técnica legislativa da matéria submetida ao Plenário, além da sua compatibilidade e adequação financeira e orçamentária.

II. 1 DOS PRESSUPOSTOS CONSTITUCIONAIS DE RELEVÂNCIA E URGÊNCIA

Os fundamentos de relevância e urgência constitucionalmente exigidos para a adoção de inovações legislativas na forma de Medida Provisória nº 777/2017 foram declinados na Exposição de Motivos (EM) nº 36/2017, da lavra conjunta do Ministério da Fazenda (MF), do Banco Central do Brasil (BCB) e do Ministério do Planejamento Desenvolvimento e Gestão (MP).

De acordo com fundamentação apresentada pelo Poder Executivo, a medida faz parte de um processo de consolidação pelo qual o país passa, que *“busca a reversão do déficit primário de mais de 2,5% do PIB para um superávit primário suficiente para estabilizar a dívida pública”*. A mudança proposta tem impacto direto na remuneração dos recursos dos Fundos e



também na redução do subsídio implícito, o qual, segundo projeções citadas na Exposição de Motivos, alcançariam a cifra de R\$ 109 bilhões no período de 2017 a 2060. Por fim, a Exposição cita a premência da regulamentação da metodologia de cálculo da TLP pelo Conselho Monetário Nacional e da adequação estrutural das instituições financeiras às alterações introduzidas pela nova legislação com a suficiente antecedência, uma vez que tais alterações requerem estruturação financeira complexa e coordenada entre distintos agentes financeiros, que demanda alguns meses para ser finalizada.

De fato, a MP insere-se no contexto de outras reformas econômicas em curso e tem por objetivo resolver desequilíbrios estruturais da economia brasileira. A redução dos subsídios creditícios é parte de um programa consistente de ajuste fiscal, de eficiência na alocação do capital e de redução dos juros da economia. Ora, em plena crise fiscal, é indiscutível a urgência de medidas para interromper o impacto na dívida que a atual sistemática da TJLP vem impondo ao Orçamento. Portanto, a adoção imediata da medida é indispensável para redefinição do referencial de juros de longo prazo do país e para a melhoria dos resultados fiscais, considerando a perspectiva do custo dos recursos públicos de longo prazo.

Ademais, assiste-se, no momento, à convergência da NTN-B e da Selic. Ao longo do período de transição gradual de cinco anos, previsto pela MP para a implantação plena da TLP, a redução do subsídio implícito será compensada pela queda do juro básico da economia, que está em pleno andamento. A diferença atual entre a Selic e a TJLP é de apenas 2,25 p.p. ao ano, com tendência de queda no futuro próximo. Portanto, este é o momento propício para implementação da mudança proposta, uma vez que o seu adiamento poderia dificultar a transição esperada, além de continuar agravando o problema da dívida pública.

Dessa forma, verificamos que a Medida Provisória atende aos pressupostos constitucionais de relevância e urgência.



II.2 DA CONSTITUCIONALIDADE, JURIDICIDADE E TÉCNICA LEGISLATIVA

No que tange à constitucionalidade, a matéria contida na medida provisória não se insere entre aquelas de competência exclusiva do Congresso Nacional (CF, art. 49) ou de qualquer de suas Casas (CF, arts. 51 e 52). Não vislumbramos no texto da Medida Provisória elementos que afrontem o §1º do artigo 62 da Constituição da República ou as disposições constitucionais.

Além disso, aspectos afetos ao ordenamento jurídico vigente sobre o tema foram respeitados, não se constatando afronta aos princípios que regem a matéria. A redação da Medida Provisória atende igualmente aos preceitos da boa técnica legislativa. Portanto, a constitucionalidade, a juridicidade e a técnica legislativa estão verificados na Medida Provisória nº 777/2017.

Com relação às emendas apresentadas, entendemos que devem ser rejeitadas, desde já, as Emendas nºs 11, 12, 13, 14 e 16, com base no § 4º do art. 4º da Resolução nº 01/2002 do Congresso Nacional, que preconiza ser *“vedada a apresentação de emendas que versem sobre matéria estranha àquela tratada na Medida Provisória, cabendo ao Presidente da Comissão o seu indeferimento liminar”*.

Quanto às demais emendas, não constatamos dispositivos que representem vícios de inconstitucionalidade ou injuridicidade, estando todas segundo a boa técnica legislativa.

Diante do exposto, manifestamo-nos **pela inconstitucionalidade² das Emendas nºs 11, 12, 13, 14 e 16**, por tratarem de temas estranhos ao objeto da Medida Provisória em análise, **e pela**

² O Supremo Tribunal Federal decidiu, na Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 5.127, que “viola a Constituição da República, notadamente o princípio democrático e o devido processo legislativo (arts. 1º, *caput*, parágrafo único, 2º, *caput*, 5º, *caput*, e LIV, CRFB), a prática da inserção, mediante emenda parlamentar no processo legislativo de conversão de medida provisória em lei, de matérias de conteúdo temático estranho ao objeto originário da medida provisória”.



constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas a ela apresentadas.

II.3 DA COMPATIBILIDADE E ADEQUAÇÃO ORÇAMENTÁRIA E FINANCEIRA

A Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017, não apresenta vícios de compatibilidade e adequação orçamentária e financeira, uma vez que não cria novas despesas para a União, nem tampouco estabelece benefícios fiscais que impliquem renúncia de receitas. Nos termos da Nota Técnica nº 19 da Consultoria de Orçamento e Fiscalização da Câmara dos Deputados, com base na determinação contida no art. 19 da Resolução nº 01/2002 do Congresso Nacional, *“do ponto de vista orçamentário e financeiro, a MPV nº 777/2017 não fere o ordenamento jurídico pátrio em vigor”*.

A respeito das implicações orçamentárias e financeiras das alterações propostas pela Medida Provisória, destacamos que, ao elevar a remuneração dos fundos, especialmente PIS-PASEP e FAT, a uma taxa de mercado, teremos como consequência um maior provimento de recursos para programas e ações voltadas à qualificação e à proteção dos trabalhadores, tais como o Seguro-Desemprego, Programa de Proteção ao Emprego e Abono Salarial. Especialmente com relação ao FAT, a medida contribuirá para a diminuição dos aportes feitos pelo Tesouro Nacional para a cobertura do déficit em seus resultados, contribuindo para a diminuição do endividamento da União.

No que se refere às emendas apresentadas, da leitura das diversas justificativas, percebe-se que a preocupação expressa na maior parte delas diz respeito ao aumento do custo dos empréstimos concedidos no âmbito do BNDES. Nesse sentido, boa parte das emendas busca amenizar o impacto da TLP sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS/PASEP, do FAT e do Fundo da Marinha Mercante, de modo a onerá-los em bases inferiores às previstas pela Medida Provisória, ou até mesmo excluir total ou parcialmente os dispositivos da MP.



Para análise da adequação financeira e orçamentária das emendas, fizemos o seu agrupamento nos seguintes itens:

Item	Emenda(s)	Matéria
1	04 e 37	A taxa de juros prefixada será apurada mensalmente a partir da estrutura a termo da taxa de juros das NTN-B para os prazos de 1, 2, 3, 5, 7 e 10 anos.
2	17	A taxa de juros prefixada será apurada mensalmente a partir da estrutura a termo de 50% da taxa de juros das NTN-B.
3	02, 04, 21, 23, 24 e 37	A taxa de juros prefixada dependerá do prazo médio ponderado de vencimento do financiamento concedido, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento.
4	06 e 36	O fator de ajuste aplicável à taxa de juros prefixada convergirá linearmente para 0,5, no prazo de 10 anos.
5	01, 15, 18, 33	A taxa de juros será diversa da prevista na MP.
6	7, 24 e 40	As operações de financiamento com prazo médio inferior a 5 anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA, calculada a partir da estrutura a termo da taxa de juros das LTNs e NTN-F, para os prazos de 1, 2, 3, 4 e 5 anos.
7	33, 34	A transição da TJLP para a TLP será feita em 10 anos.
8	08, 24 e 40	Será estabelecido redutor sobre a parcela prefixada da TLP, a ser definido pelo CMN.
9	32	A TLP passará a vigor a partir de 01.01.2023.
10	35	O conteúdo da MP é suprimido.
11	15, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33 e 34	Há supressão parcial de alguns dispositivos da MP.
12	05 e 19	A TLP para cada caso e modalidade aplicável será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.
13	09	Será permitida a contratação de operações que tenham a TJLP como referência nas operações enquadradas pelo CMN.
14	10, 20, 22, 39	Limita as condições de repactuação dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES ou suprime a sua possibilidade.
15	03,08	Prevê a inclusão de cláusula de compensação financeira em caso de pré-pagamento ou liquidação antecipada do crédito em montante equivalente ao valor presente das parcelas de juros e principal vincendas.
16	11	Institui a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD), propondo que o rendimento e o ganho de capital produzido pela LCD estarão isentos



Item	Emenda(s)	Matéria
1	04 e 37	A taxa de juros prefixada será apurada mensalmente a partir da estrutura a termo da taxa de juros das NTN-B para os prazos de 1, 2, 3, 5, 7 e 10 anos.
		do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas.
17	12, 13, 14	Modifica a Lei nº 10.893/2004.
18	16	Modifica a Lei nº 10.849/2004.

No que se refere às **emendas nºs 17** (item 2); **6 e 36** (item 4); e **1** (item 5); estas podem implicar em estabelecimento de taxa de remuneração inferior à atual TJLP, o que poderá reduzir as receitas da União. Nesse sentido, necessário se faz a apresentação do impacto orçamentário e financeiro e a correspondente compensação, o que não ocorreu. Em face desse aspecto, restam desatendidas as exigências e condições estabelecidas pelo art. 14 da LRF (Lei Complementar nº 101/2000), pelo art. 117 da LDO (Lei nº 13.408/2016) e pelo artigo 113 do ADCT (Ato das Disposições Constitucionais Transitórias), fato que torna as **emendas inadequadas e incompatíveis orçamentária e financeiramente**.

As **emendas nºs 4 e 37** (item 1); **2, 4, 21, 23, 24 e 37** (item 3); **15, 18 e 33** (item 5); **7, 24 e 40** (item 6); **33 e 34** (item 7); **8, 24 e 40** (item 8); **32** (item 9); **35** (item 10) e **15, 25, 26, 27, 28, 29, 30 e 31, 32, 33 e 34** (item 11), **5** e **19** (item 12); e **9** (item 13); não implicam necessariamente a mudança para uma taxa menor que a TJLP, portanto **não têm implicação orçamentária e financeira no regramento que a Medida Provisória pretende alterar**. Registre-se que Medidas Provisórias são, por sua natureza, de caráter temporário, estando a sua permanência no arcabouço normativo subordinada à aprovação pelo Congresso Nacional. Assim sendo, a análise da adequação orçamentária e financeira se limita ao *status quo* anterior à sua edição.

As **emendas nºs 10, 20 e 39** (item 14) propõem a exclusão do § 3º do art. 10 da MP, o qual autoriza a alteração dos cronogramas e dos prazos de pagamento previstos nos contratos celebrados entre a União e o BNDES que tenham a TJLP como índice de correção.



Do ponto de vista da União, a alteração de cronogramas e prazos trará modificações no fluxo de ingresso de recursos referentes ao recebimento do pagamento das parcelas de principal e de juros. Caso tais prazos sejam dilatados, haverá redução no ingresso de receitas orçamentárias correntes (juros) e de capital (amortização de empréstimos). No entanto, se tais prazos forem reduzidos, haverá aumento no ingresso de recursos de natureza orçamentária para a União.

Ocorre que, atualmente, todos os contratos assinados entre a União e o BNDES contêm cláusula que autoriza o BNDES a efetuar a liquidação antecipada, total ou parcial, dos respectivos saldos devedores. É o caso, por exemplo, da Cláusula Oitava do Contrato 845/PGFN/CAF, *in verbis*:

CLÁUSULA OITAVA – LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA – O BNDES poderá, antecipadamente, liquidar total ou parcialmente a dívida decorrente da concessão de crédito ora ajustada, mediante solicitação dirigida à Secretaria do Tesouro Nacional e após autorização do Ministro de Estado da Fazenda. (Contrato 845/PGFN/CAF)

Desse modo, em que pese as alterações de cronogramas e prazos terem o potencial de interferir no montante de receitas orçamentárias da União, a exclusão do § 3º do art. 10 da MP, pretendida pelas emendas 10, 20 e 39, não alterará situação vigente atualmente, ou seja, não trará qualquer alteração na relação jurídica já existente entre as partes, originada na celebração dos referidos atos jurídicos perfeitos (contratos). **Não há, portanto, em relação ao aspecto em análise, qualquer impacto sobre o orçamento público decorrente da aprovação das emendas.**

Além disso, as **emendas nºs 10, 22 e 39** pretendem alterar o *caput* do art. 10 da MP, com o objetivo de restringir o escopo das repactuações que poderão ser efetuadas no bojo dos contratos de financiamento concedidos pela União ao BNDES cujo índice de correção seja a TJLP.

A redação original do *caput* do art. 10 da MP não estabeleceu condicionantes para a realização das citadas repactuações. As alterações pretendidas pelas Emendas nºs 10, 22 e 39, no entanto, estabelecem que as mesmas somente podem ser efetuadas nos contratos de financiamento cujos



valores respectivos ainda não tenham sido aplicados em operações ativas do BNDES ou não se refiram a operações que já estejam em tratativas no âmbito de referida instituição financeira.

Por certo, a efetivação das repactuações terá como resultado o aumento da remuneração (juros) da União em cada um dos contratos de financiamento, o que implicaria o aumento de receitas orçamentárias para o governo federal. **A aprovação das emendas nºs 10, 22 e 39, portanto, não provoca qualquer modificação em relação à situação atualmente existente no âmbito orçamentário da União, posto que não promove aumento de despesas ou redução de receitas já existentes.**

As **emendas nºs 3 e 38** estabelecem que as operações de financiamento contratadas pela TLP deverão prever compensação financeira ao credor em caso de pré-pagamento ou liquidação antecipada do crédito em montante equivalente ao valor presente das parcelas de juros e principal vincendas, descontadas pela TLP vigente na data de decretação ou declaração do vencimento antecipado ou de liquidação antecipada subtraído pelo valor de face do principal vincendo acrescido dos juros decorridos (ou seja, pelo valor do saldo devedor naquela data). Os montantes da compensação financeira deverão ser repassados à União, ao FAT, ao Fundo PIS/PASEP ou ao FMM. **Assim, a aprovação das emendas nºs 3 e 38 não provoca qualquer modificação em relação à situação atualmente existente no âmbito orçamentário da União, tendo em vista que não promove aumento de despesas ou redução de receitas já existentes.**

A **emenda nº 11** tem por finalidade instituir a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD), na forma de título de crédito vinculado a direitos creditórios originários de financiamentos ou empréstimos relacionados a investimentos voltados para a expansão ou modernização do parque industrial e da infraestrutura, inclusive os referentes à aquisição de máquinas e equipamentos para essa finalidade. Para tal fim, a emenda propõe que o rendimento e o ganho de capital produzido pela LCD estarão isentos do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas.



A emenda nº 11 implica renúncia de receita sobre ganhos de capital. Além disso, em razão do incentivo tributário nela explícito, pode provocar a migração para a LCD de investimentos atualmente sujeitos ao imposto, agravando ainda mais o quadro de redução das receitas da União. Logo a emenda promove impacto fiscal, cujo montante não se acha devidamente explicitado e compensado. Em face desse aspecto, restam desatendidas as exigências e condições estabelecidas pelo art. 14 da LRF, pelo art. 117 da LDO e pelo artigo 113 do ADCT, fato que torna a emenda **inadequada e incompatível orçamentária e financeiramente**.

As **emendas nºs 12, 13 e 14** não estão relacionadas à TLP. Elas modificam as Leis nºs 10.893/2004 e 10.849/2004, também objetos de alteração por parte da MP a fim de adequá-las às modificações relacionadas à introdução da TLP.

A emenda nº 12 pretende incluir comando na Lei nº 10.893/2004 para determinar que deverão ser acrescidos da SELIC, mais 1% de juros no mês de pagamento, os valores que devem ser ressarcidos às empresas brasileiras de navegação provenientes do adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM) que deixaram de ser recolhidos em razão da não incidência do adicional sobre as mercadorias cuja origem ou cujo destino final seja porto localizado na Região Norte ou Nordeste do País.

A emenda nº 13 pretende estender o prazo de decaimento do direito ao produto do Adicional ao Frete para a Renovação da Marinha Mercante (AFRMM), que é previsto na Lei nº 10.893/2004, de três para cinco anos.

A emenda nº 14 objetiva modificar o método de correção dos valores depositados nas contas que beneficiam as empresas brasileiras de navegação nos termos do art. 20 da Lei nº 10.893/2004.

As emendas nºs 12, 13 e 14 geram aumentos de despesas da União, situação em que deveria ser apresentada estimativa de impacto orçamentário-financeiro e respectiva compensação, conforme determinam o art. 117 da Lei de Diretrizes Orçamentárias para 2017 (Lei nº 13.408, de 2016), bem como o art. 16 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº



101, de 2000), fato que não ocorreu. **Assim, com relação às emendas nºs 12, 13 e 14, consideramos não atendidas as exigências e as condições estabelecidas pela LRF e pela LDO.**

A emenda nº **16** modifica a Lei nº 10.849/2004, determinando a equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueira correrá à conta de dotações orçamentárias específicas. Ainda, prevê que será enviado ao Congresso Nacional relatório semestral das operações de financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueiro. O objetivo da emenda é tornar a equalização explícita, devendo a mesma ser considerada **adequada e compatível orçamentária e financeiramente.**

Por todo o exposto, **as Emendas nºs 1, 6, 11, 12, 13, 14, 17, e 36 encontram-se em desacordo com a legislação que rege o controle das finanças públicas**, em especial a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000) e a Lei de Diretrizes Orçamentárias. **A Medida Provisória nº 777/2017 e as demais emendas não apresentam vícios de compatibilidade e adequação orçamentária e financeira**, uma vez que nenhuma delas implica em renúncia de receita ou em aumento de despesa pública.



II. 4 DO MÉRITO

II. 4. 1 Resumo da Medida Provisória nº 777/17

Como descrito no Relatório, a MP nº 777/17 cria uma Taxa de Longo Prazo – TLP, que substitui a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP como referência de remuneração do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT e do Fundo da Marinha Mercante – FMM, cujos recursos são utilizados como fonte de financiamento de longo prazo para os créditos concedidos pelos bancos públicos, principalmente pelo BNDES.

Em linhas gerais, a nova taxa tem como parâmetro de cálculo a variação do IPCA mais uma taxa de juros real prefixada, estabelecida em cada operação de financiamento, calculada de acordo com o rendimento das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) com prazo de cinco anos – não por acaso a maturidade média dos empréstimos e financiamentos que atualmente utilizam a TJLP como base de remuneração. A adoção da TLP não será imediata, tendo-se estipulado um período de transição de cinco anos até que ela venha a refletir a totalidade dos juros da NTN-B.

A MP nº 777/17 determina, ainda, que os montantes dos três Fundos que forem repassados ao BNDES a partir de 2018 e que não forem emprestados pela instituição passarão a ser remunerados pela taxa Selic e não mais pela TJLP ou TLP. O mecanismo também poderá ser aplicado aos recursos emprestados pelo Tesouro Nacional ao BNDES, que hoje são remunerados pela TJLP. A Medida Provisória veda a utilização da TJLP a partir do próximo ano, assegurando, porém, a continuidade do uso da antiga taxa para as operações celebradas até o final de 2017.

Ambas as taxas – TJLP e TLP – têm o mesmo objetivo de balizar a remuneração dos empréstimos e financiamentos de longo prazo concedidos pelo BNDES com base nos recursos daqueles três Fundos. O horizonte temporal mais amplo das operações custeadas pelos Fundos públicos é central no exame desta questão: trata-se de empréstimos e



financiamentos de longo prazo – vindo daí o “LP” presente nas duas siglas. Operações de longo prazo têm uma natureza muito específica. Dado o extenso período em que os detentores de capital se verão sem seus recursos e em que os mutuários os empregarão, é necessário que as taxas de juros que medeiam o pacto entre mutuantes e mutuários reflitam apropriadamente as incertezas decorrentes da longa duração dessas operações.

Como se percebe, taxas de juros de longo prazo não surgem por geração espontânea. Decisões de emprestar e de contrair empréstimos por um longo período exigem, como ingrediente fundamental, a confiança de que o ambiente econômico seja suficientemente estável para que se possam fazer previsões minimamente críveis. Em geral, taxas de juros de longo prazo florescem em economias com bom histórico – ou, pelo menos, com boas perspectivas – de ausência de surpresas. Quanto maior a percepção da sociedade de que o ambiente econômico não sofrerá mudanças abruptas – seja em termos legais, seja em termos institucionais, seja em termos de variáveis econômicas *stricto sensu* – tanto maior a disposição de poupadores em emprestar seu capital para investidores durante um grande período ou, como normalmente se diz, no longo prazo.

É verdade que, na ausência de um ambiente econômico estável que favoreça o surgimento natural de uma taxa de juros de longo prazo, pode-se instituir essas taxas. Foi o que ocorreu no Brasil há 23 anos. Com o País recém-saído de um período economicamente esquizofrênico que nos legou cinco diferentes moedas e uma taxa de inflação acumulada da ordem de incompreensíveis 37,5 **bilhões** por cento em apenas oito anos, instituiu-se, em outubro de 1994, uma taxa de juros de longo prazo, a primeira TJLP. Dada a balbúrdia econômica que vivêramos até então, não se dispunha de instituições privadas suficientemente arrojadas para ofertar fundos a prazos longos. Coube, assim, ao Estado, por meio do Conselho Monetário Nacional, estabelecer a metodologia de definição dessa taxa, baseada na rentabilidade da dívida pública. Determinou-se, então, a utilização da TJLP assim definida nos empréstimos de instituições federais, como o BNDES, com o emprego dos fundos de poupança compulsória à sua disposição.



Posteriormente, em 2001, alterou-se a metodologia da TJLP, até hoje adotada. Ela passou a ser o resultado de dois componentes: a meta de inflação e um prêmio de risco associado às incertezas do longo prazo. Note-se que ambos os elementos são completamente arbitrários, frutos de decisão administrativa.

O caráter *ad hoc* da TJLP era admissível quando de sua formulação, tendo em vista que a economia brasileira ainda não dispunha, à época, de mercados de títulos de prazos longos, públicos ou privados. De lá para cá, no entanto, a gradual estabilização macroeconômica permitiu o aumento da confiança dos poupadores e investidores em instrumentos de dívida pública com prazos cada vez mais elásticos. Em 2002, a curva de juros mal atingia vinte anos, com participação pequena no estoque da dívida em mercado. Hoje, porém, negocia-se um variado cardápio de títulos do Tesouro Nacional com vencimentos que variam de dois a quase quarenta anos, com aqueles de prazos mais longos respondendo por mais de 30% do estoque.

A discricionariedade na fixação da TJLP, assim, já não é mais necessária. O mercado financeiro já provê informações do custo de longo prazo do dinheiro com que balizar as operações de longo prazo financiadas pelo BNDES. Já se pode comparar a TJLP definida artificialmente com as taxas de juros de longo prazo determinadas naturalmente pela ação dos mercados.

O corolário inescapável é que já se pode, hoje, mensurar o grau do artificialismo da TJLP. De um lado, pode-se comparar a TJLP com as taxas de prazo correspondente ao da duração dos empréstimos concedidos pelo BNDES, de modo a se ter uma medida de quão mais barato – ou mais caro – é o financiamento de uma empresa via o Banco em relação ao financiamento do Tesouro Nacional via mercado. De outra parte, pode-se comparar a TJLP com a taxa Selic, de modo a se ter uma medida de quão mais baixas – ou mais altas – são as remunerações dos recursos dos Fundos e da União usados pelo BNDES em relação ao custo da dívida incorrida pelo Tesouro Nacional. Esta segunda comparação, aliás, é um dos aspectos importantes associados à introdução da TLP, da forma como proposta pela MP nº 777/17, e é o objeto do item II.4.2.1, mais à frente.



Os dados disponíveis mostram que, nos últimos anos, a TJLP foi fixada em níveis inferiores aos das taxas de títulos públicos de prazo semelhante ao dos contratos pactuados naquela taxa. Assim, de um lado, o Tesouro paga mais pelos recursos captados no mercado e emprestados ao BNDES do que recebe pelo pagamento desses empréstimos, dado que eles são remunerados à TJLP. De outra parte, os três Fundos recebem menos do BNDES pelos recursos repassados ao banco, já que remunerados à TJLP, do que poderiam obter se esses recursos fossem investidos em títulos públicos. Desta forma, em última análise, são os contribuintes e os trabalhadores chamados a cobrir o custo dessas operações com a TJLP artificialmente baixa.

Diferentemente da TJLP, a nova taxa a ser usada nos financiamentos de longo prazo é definida por critério objetivo e tem ligação umbilical com as condições de mercado correspondentes.

II. 4. 2 Aspectos positivos da Medida Provisória nº 777/17

II.4.2.1 – Impacto sobre as contas públicas

No jargão econômico, entende-se como subsídio todo mecanismo em política pública que visa a reduzir o preço ao consumidor e/ou o custo do produtor. Esse conceito é extensível às finanças públicas, em que um subsídio governamental representa, em geral, o valor repassado por entes públicos a entes privados com o objetivo de financiar, total ou parcialmente, a provisão de serviços ou a realização de investimentos por empresas ou o consumo por indivíduos.

Em geral, a concessão de subsídios governamentais se dá no contexto da operação de fundos e programas públicos com o objetivo de fomentar setores econômicos, o acesso a serviços por segmentos de baixa renda, a economia regional e o desenvolvimento econômico. No caso específico em que a ação pública envolve o financiamento de atividades econômicas, há que se distinguir duas modalidades de subsídios.



A primeira é a dos subsídios financeiros, que correspondem a desembolsos efetivos realizados por meio das chamadas equalizações de juros – isto é, a diferença entre a taxa de juros recebida pelo financiador e a taxa de juros paga pelo mutuário – e equalizações de preços, dentre outras operações. O valor despendido é tratado como despesa na contabilidade pública, sendo, portanto, de caráter explícito ou direto, e afetando o resultado primário do governo. Exemplo deste tipo de subsídio nas operações do BNDES é o associado à execução do Programa de Sustentação do Investimento (PSI).

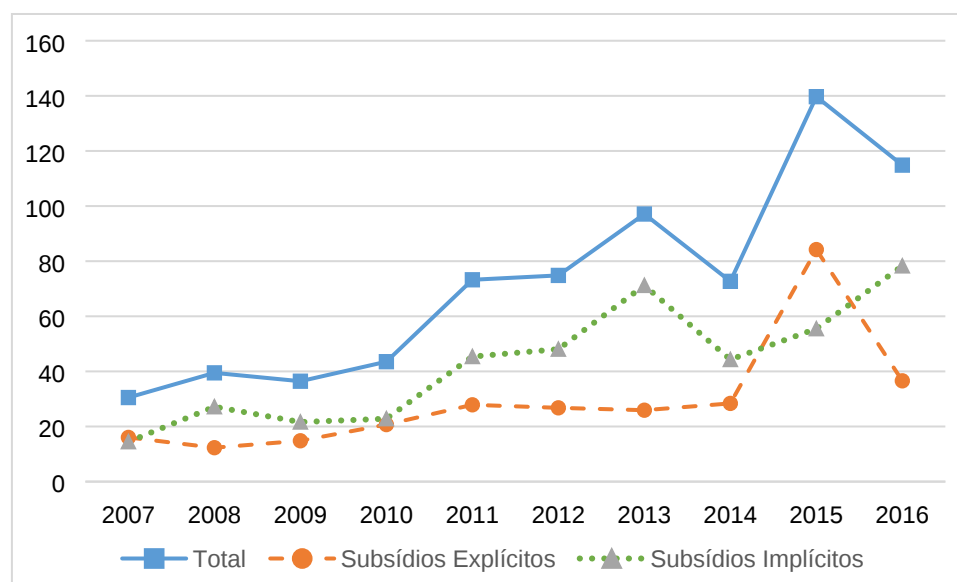
A segunda modalidade é a dos subsídios creditícios, decorrentes de programas oficiais de crédito, que oferecem condições mais acessíveis para os tomadores que as oferecidas pelo mercado. O valor dos subsídios creditícios corresponde à diferença entre o custo de captação do Tesouro Nacional e o custo contratual dos empréstimos concedidos pelo governo. Diferentemente dos subsídios financeiros, os creditícios são tratados na contabilidade pública como empréstimos, sendo, portanto, de caráter implícito ou indireto. Eles afetam o montante da dívida bruta do setor público, mas não o resultado primário. Exemplos deste tipo de subsídio implícito nas operações do BNDES são os associados aos empréstimos da União ao próprio banco e os associados ao uso pelo Banco dos recursos postos à sua disposição pelos três Fundos. Os subsídios creditícios afetam o estoque da dívida pública, sem, no entanto, figurar no balanço de receitas e despesas públicas, razão pela qual, no jargão técnico, eles situam-se “abaixo da linha”.

Nos últimos dez anos, o volume de subsídios concedidos pelo governo federal ampliou-se substancialmente. Em valores atualizados (em reais de 2016), o montante passou de R\$ 31 bilhões, em 2007, para R\$ 115 bilhões, em 2016, tendo alcançado R\$ 140 bilhões, em 2015. Ao longo desses dez anos, a conta de subsídios montou a consideráveis R\$ 723 bilhões, dois terços dos quais (R\$ 499 bilhões) apenas nos últimos cinco anos. Desse total, apenas 41% (R\$ 294 bilhões) foram explícitos. Vale dizer, nada menos de 59% do total de subsídios (R\$ 429 bilhões) concedidos pela União entre 2007 e 2016 não passaram pelo escrutínio do Congresso Nacional, por ocasião do exame dos Orçamentos anuais.



A Figura 1 mostra a evolução dos subsídios concedidos pela União entre 2007 e 2016:

Figura 1 – Subsídios concedidos pela União 2007-2016
(R\$ bilhões)



Fonte: MF/SEAE

Apresentado o quadro geral, voltamo-nos, agora, para o subconjunto dos subsídios associados às operações do BNDES com emprego da TJLP, uma taxa de juros discricionária, fixada sistematicamente em nível inferior ao custo da dívida pública.

Quatro fundos e programas são diretamente afetados pela mudança na TJLP nas respectivas operações de financiamento e envolvem a concessão de subsídios para seu funcionamento, a saber:

(i) os subsídios explícitos para equalização de taxas de juros no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI);

(ii) os subsídios implícitos associados aos empréstimos da União ao BNDES – decorrentes da diferença entre a taxa de captação do Tesouro Nacional e a TJLP, a taxa que remunera os empréstimos;

(iii) os subsídios implícitos associados ao custo de oportunidade incorrido pelo FAT – correspondentes à diferença entre a taxa Selic e a TJLP, tendo em



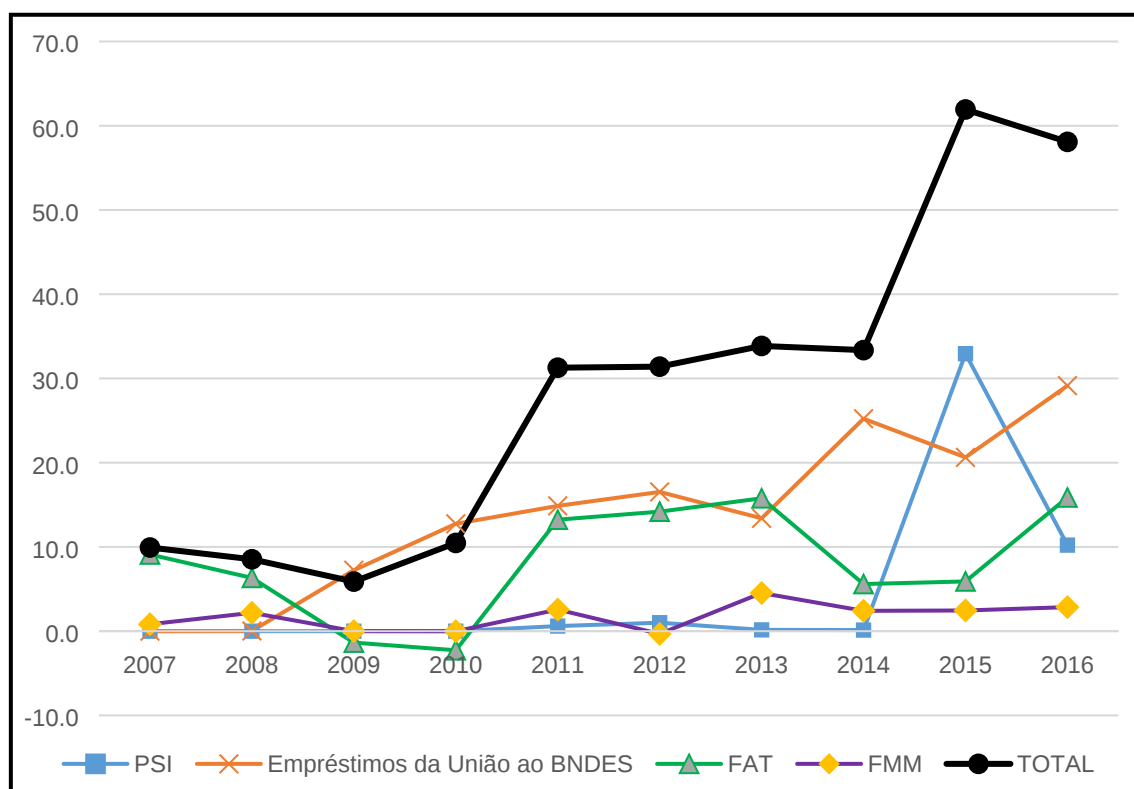
vista que os recursos do Fundo são remunerados pela TJLP, quando eles poderiam ser remunerados à taxa Selic; e

(iv) os subsídios implícitos associados ao custo de oportunidade incorrido pelo FMM – correspondentes à diferença entre a taxa Selic e a TJLP, tendo em vista que os recursos do Fundo são remunerados pela TJLP, quando eles poderiam ser remunerados à taxa Selic; e

A Figura 2 mostra a evolução do valor dos montantes de subsídios, implícitos e explícitos, despendidos entre 2007 e 2016 nas operações ligadas à TJLP acima referidas, em valores atualizados. Por seu turno, a Tabela 1 mostra o total concedido de cada uma dessas modalidades de subsídios ao longo do período, bem como o total geral despendido nos dez anos entre 2007 e 2016, também em valores atualizados.



Figura 2 - Subsídios nas operações referenciadas à TJLP: 2007 a 2016
(R\$ bilhões de 2016)



Fonte: MF/SEAE

Tabela 1 – Total de subsídios concedidos nas operações referenciadas à TJLP entre 2007 e 2016 (R\$ bilhões de 2016)

Discriminação	Tipologia	Montante concedido (R\$ bilhões de 2016)
PSI	Explícito	45,1
Empréstimos da União ao BNDES	Implícito	139,8
FAT		82,4
FMM		17,5
TOTAL		284,7

Fonte: MF/SEAE



CD/17453.00434-77

Os dados acima mostram que, nos últimos dez anos, o montante de subsídios associados às operações diretamente afetados pela TJLP – isto é, aquelas com o PSI, o FAT e o FMM, somadas aos empréstimos recebidos da União pelo BNDES – atingiram R\$ 285 bilhões, expressivos 39% do total geral de subsídios concedidos pela União. Dos subsídios afetados pela TJLP, apenas o montante de equalização de juros no âmbito do PSI – no valor de R\$ 45 bilhões, ou não mais de 16% – foi efetivamente contabilizado no Orçamento. Os restantes 84% de subsídios associados à TJLP – ou seja, R\$ 240 bilhões – por serem implícitos, refletiram-se no aumento da dívida, mas não nas despesas públicas. Desta forma, nos últimos dez anos, R\$ 240 bilhões de subsídios decorrentes da determinação administrativa e discricionária da TJLP em níveis inferiores aos de mercado foram concedidos sem que fossem explicitados no Orçamento da União. Para fins de comparação, o custo anual do Programa Bolsa-Família é estimado em R\$ 30 bilhões, ao passo que as despesas com a Política Agrícola custam cerca de R\$ 20 bilhões por ano.

Adicionalmente, Bento, Bonomo e Ribeiro (2017)³ calcularam que o valor presente dos subsídios implícitos do FAT, a se manter a atual sistemática, e se a TJLP ficar constante em 7% ao ano, montará a R\$ 123 bilhões, ao passo que o valor presente dos subsídios relativos aos empréstimos do Tesouro, nas mesmas condições, é de R\$ 137 bilhões. Ambas as cifras são muito elevadas, mas vale registrar que o custo do subsídio do FAT é quase igual ao do Tesouro.

O custo do subsídio de crédito associado ao emprego da TJLP manifestou-se de forma indireta, sem o exame da sociedade, que foi chamada apenas para pagar a conta. A rigor, esse custo foi coberto por dois grupos de cidadãos desavisados: **(i)** os beneficiários das políticas geridas pelos três Fundos – em especial, os do Seguro Desemprego e do Abono Salarial –, que se viram prejudicados pela remuneração pela TJLP dos recursos dos Fundos entregues, inferior à que poderia ser obtida na aplicação em títulos públicos; e **(ii)** os contribuintes em geral, que financiaram via pagamento de tributos a diferença entre o custo dos recursos captados no mercado pela União e

³ BENTO, Luís, BONOMO, Marco, e RIBEIRO, Paulo, “A herança do futuro: o aumento da dívida gerado pelos subsídios implícitos futuros ao BNDES”. Insper. Julho de 2017.

emprestados ao BNDES e o custo artificialmente baixo de pagamento, pela TJLP, desses empréstimos pelo banco.

Da forma como proposta na MP nº 777/17, a TLP será determinada com base na negociação de títulos públicos em mercado de livre e de amplo acesso. Desta forma, as operações do BNDES passarão a ser remuneradas em patamar semelhante ao do custo de financiamento do Tesouro Nacional, permitindo que desapareça – ou, pelo menos, diminua significativamente – o montante de subsídios implícitos decorrentes da diferença entre o custo de captação do Tesouro e o custo subsidiado das operações com TJLP. A redução dos subsídios implícitos contribuirá para reduzir a taxa de crescimento da dívida pública, diminuindo os superávits primários necessários para o controle da dinâmica da dívida, com menor pressão sobre os gastos sociais e a necessidade de receita tributária. Além disso, a adoção da TLP da maneira prevista na medida provisória em tela poderá aumentar as receitas públicas, pela possibilidade de repactuação dos empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES usando a nova taxa de juros ou a taxa Selic.

Pelos dois caminhos acima, a introdução da TLP melhorará a situação fiscal, aumentando o nível de confiança na sustentabilidade das contas públicas, levando a menores expectativas de inflação, juros menores e menores custos de financiamento público.

II.4.2.2 – Transparência

Como apontado acima, atualmente os subsídios implícitos associados à TJLP são escamoteados, ao não constarem do Orçamento Geral da União e, portanto, ao não se submeterem ao escrutínio da sociedade, pelo exame do Legislativo. Esta é uma prática das mais indesejáveis. De fato, orçamentos “paralelos” são antidemocráticos. Deve-se ter um processo orçamentário transparente, no qual se possa realmente estabelecer prioridades nas despesas públicas condizentes com o teto orçamentário. Além disso, é necessário que a oferta dos benefícios seja disciplinada pelo Congresso no



âmbito do Orçamento, com a determinação de subsídios máximos a serem alocados anualmente em setores específicos. Assim, é fundamental que haja transparência para a sociedade sobre os beneficiários, os objetivos e as condições dos empréstimos subsidiados – para onde está indo o dinheiro e por que razão.

Embora reduza drasticamente a continuidade dos subsídios implícitos, o uso da TLP em nada interfere na concessão de subsídios explícitos, que passam a constituir a única modalidade existente. A correspondente decisão, porém, será feita pelo Poder Legislativo, a exemplo do que ocorre com programas públicos cujos subsídios são explícitos, como o Plano Sara, o Pronaf e o Proex. E essa decisão implicará a definição da despesa pública a ser cortada para acomodar os subsídios que serão transferidos aos bancos públicos, como o BNDES, e repassados às empresas tomadoras de crédito.

Desta forma, a medida provisória sob análise tem o condão de tornar mais transparente e democrática a decisão de quem deve receber subvenções públicas, ao refleti-la direta e explicitamente no Orçamento e trazê-la para o foro apropriado, que é o Congresso Nacional. Trata-se, indubitavelmente, de importante aperfeiçoamento do processo orçamentário, o que representa inegável melhora institucional.

II.4.2.3 – Diminuição da regressividade na concessão de crédito

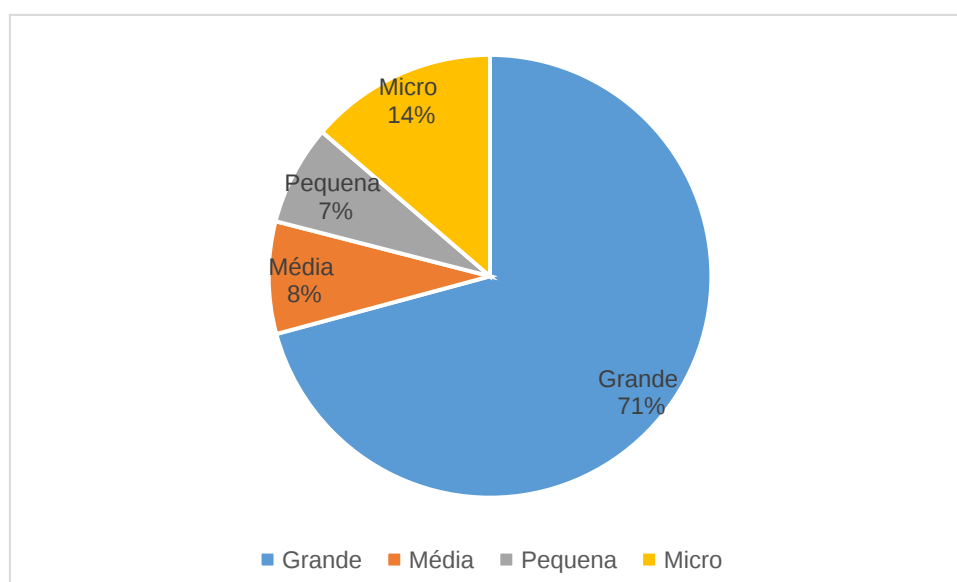
As operações de financiamento concedidas pelo BNDES embutem, como se viu, subsídios que são custeados, em última análise, pelos contribuintes e, em particular, pelos trabalhadores do setor privado. Assim, é pertinente que se analise a distribuição dos recursos aplicados pelo banco, em termos de porte dos empreendimentos beneficiados. Em princípio, espera-se que recursos subsidiados por toda a sociedade sejam prioritariamente direcionados às empresas que não necessitem de crédito estatal para se financiar. Em tese, empresas maiores, com estrutura e qualidade de risco



suficientes para obterem crédito privado de longo prazo a taxas competitivas não deveriam ser unidas com benefícios públicos.

Os dados, porém, sugerem que os desembolsos do BNDES, balizados pela TJLP, destinam-se, em sua maioria, justamente para as empresas maiores. A Figura 3 mostra que, entre 2007 e o primeiro semestre deste ano, mais de 70% dos recursos emprestados pelo banco foram captados por empresas de grande porte, aquelas com faturamento anual superior a R\$ 300 milhões. Menos de 30% dos recursos subsidiados, portanto, foram alocados às médias, pequenas e microempresas.

Figura 3 – Distribuição das operações de crédito do BNDES pelo porte das empresas clientes: 2007 a 2017 (%)

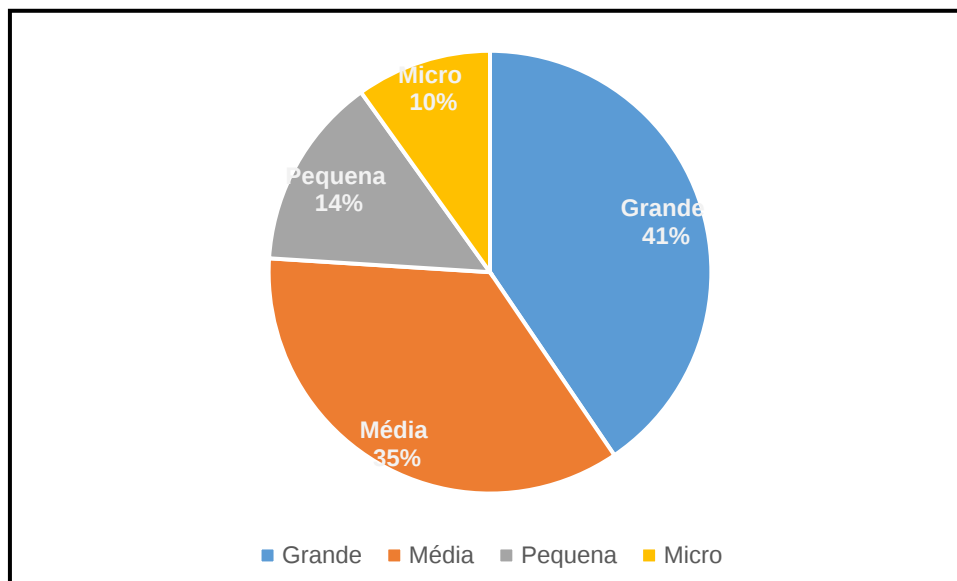


Fonte: BNDES

Em contrapartida, os três maiores bancos comerciais brasileiros – Itaú, Santander e Bradesco – destinavam, em março deste ano, pouco mais de 40% de suas operações de crédito a empresas de grande porte, como pode ser visto na Figura 4.



Figura 4 – Distribuição das operações de crédito dos bancos Itaú, Santander e Bradesco pelo porte das empresas clientes: março de 2017 (%)



Fonte: MF/SEAE

Constata-se, assim, que a atual sistemática de oferta de crédito subsidiado pelo BNDES promove uma indesejada e – estamos certos – involuntária transferência de renda da sociedade para grandes grupos econômicos. Neste sentido, a substituição da TJLP pela TLP, ao suprimir a fonte de subsídios implícitos associados ao uso sub-remunerado dos recursos dos Fundos, contribuirá para eliminar este fator de regressividade.

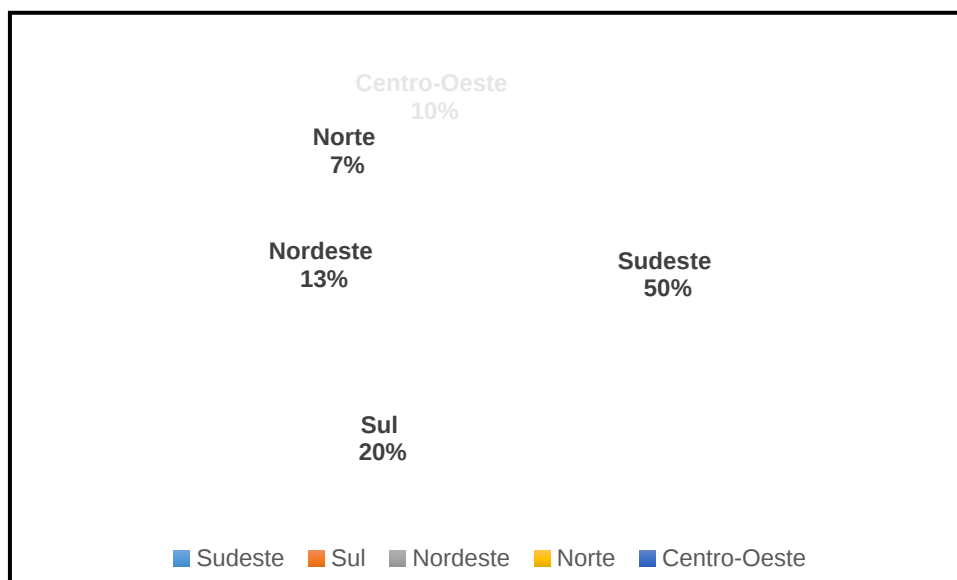
Outro elemento de reflexão provém dos dados sobre a evolução nos últimos anos da composição das fontes de financiamento do investimento no Brasil, apresentados na reunião de audiência pública promovida por esta Comissão Mista em 12/07/17. Observa-se redução da participação de recursos próprios a partir de 2009, justamente quando o BNDES aumentou significativamente seus desembolsos. Esse comportamento sugere que se tenha observado uma substituição de fontes, com as grandes empresas fazendo uso crescente dos créditos subsidiados a elas ofertados no lugar dos lucros retidos. Neste caso, reforçam-se as evidências da regressividade decorrente do uso extensivo de juros subsidiados, por meio do

qual os trabalhadores e a massa de médias, pequenas e microempresas financiam os acionistas dos grandes grupos.

II.4.2.4 – Desconcentração regional na concessão de crédito

De maneira análoga ao que se observa na distribuição por porte do cliente dos recursos subsidiados concedidos pelo BNDES, vista anteriormente, também na distribuição pela região das empresas clientes se percebe um viés regressivo na concessão dos benefícios. Como revela a Figura 5, quase metade das operações de crédito do banco nos dez anos e meio entre 2007 e o primeiro semestre de 2017 contemplaram empresas da Região Sudeste e um quinto delas foram direcionadas à Região Sul. Em síntese, 70% dos empréstimos implicitamente subsidiados e explicitamente custeados pela sociedade beneficiam clientes localizados na parte mais rica do País, cabendo ao Nordeste não mais de 13%, ao Centro-Oeste, 10% e ao Norte, meros 7%.

Figura 5 – Distribuição das operações de crédito do BNDES pela região de localização das empresas clientes: 2007 a 2017 (%)



Fonte: MF/SEAE

Pode-se concluir, então, que os recursos que deveriam amparar o trabalhador, por meio do FAT, e os recursos transferidos ao governo pelos contribuintes, por meio dos impostos, são hoje emprestados a taxas abaixo das de mercado prioritariamente para empresas grandes, precisamente as que mais têm acesso ao mercado de crédito, e para as regiões mais desenvolvidas do Brasil. Assim, eliminado o foco dessa distorção, pela substituição da TJLP pela TLP, pode-se esperar que seja democratizado o acesso ao crédito para as empresas de menor porte e para aquelas localizadas fora dos grandes centros produtores do País.

II.4.2.5 – Tratamento assimétrico com relação aos Fundos Constitucionais de Financiamento

Assim como ocorre com os recursos do FAT carreados para o BNDES, os empréstimos dos Fundos Constitucionais de Financiamento das Regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste (FNO, FNE e FCO) embutem taxas de juros subsidiadas. O tratamento contábil desses subsídios, porém, é significativamente diferente, num caso e nos outros.

A primeira distinção corresponde ao fato de que os aportes fiscais para os Fundos Constitucionais de Financiamento são incorporados aos respectivos patrimônios, sendo tais transferências deduzidas da receita bruta da União. Não são, portanto, empréstimos a juros subsidiados implícitos, como as transferências do FAT para o BNDES.

Em uma segunda distinção, a evolução mais rápida ou mais lenta dos patrimônios dos Fundos Constitucionais de Financiamento decorrente de maior ou menor liberação de empréstimos subsidiados afetará o resultado primário dos Fundos. Em contrapartida, o custo fiscal de maior ou menor liberação de empréstimos do BNDES com recursos do FAT permanece integralmente escamoteado no financiamento da dívida pública,

Uma importante terceira diferença é que o resultado primário dos Fundos Constitucionais de Financiamento está incluído no limite da



evolução dos gastos públicos, definido pela Emenda à Constituição nº 95, de 15/12/16. Assim, uma forte expansão dos Fundos a taxas de juros subsidiadas influirá no crescimento de seu patrimônio, que afetará o resultado primário (“acima da linha”), levando à necessidade de cortes de despesas ou aumento de receitas primárias compensatórias. Como visto anteriormente, o mesmo não ocorre em consequência dos empréstimos subsidiados do FAT ao BNDES.

Por fim, os recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento repassados aos bancos operadores – Banco da Amazônia, Banco do Nordeste do Brasil e Banco do Brasil – e por eles não emprestados são remunerados pelos bancos às mesmas taxas que aufeririam se tivessem aplicado os recursos. Como se lembrará, trata-se de sistemática bem distinta da seguida pelo BNDES, que remunera os empréstimos do FAT e da União à TJLP, gerando, portanto, ganhos decorrentes da inação financeira.

Desta forma, não se necessita estender aos Fundos Constitucionais de Financiamento a aplicação da TLP, já que a sistemática vigente confere aos efeitos fiscais dos subsídios concedidos por esses Fundos Constitucionais a transparência que falta no caso das operações subsidiadas levadas a cabo pelo BNDES. Como terá ficado claro, o tratamento assimétrico entre os subsídios concedidos pelos Fundos Constitucionais de Financiamento e os concedidos pelo BNDES é claramente desvantajoso para as regiões mais pobres do Brasil. De fato, esses mecanismos de desenvolvimento regional estão sujeitos aos limites impostos pela disciplina fiscal, ao contrário do que ocorre com a atuação do Banco, que se processa à margem de toda e qualquer restrição orçamentária.

Assim, é oportuno registrar que a substituição da TJLP pela TLP, na forma como proposta na medida provisória em tela, não afetará o custo nem a sistemática de concessão de crédito favorecido a empreendimentos no Norte, no Nordeste e no Centro-Oeste.



II.4.2.6 – Proteção ao trabalhador

A principal fonte de recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT são as contribuições para o Programa de Integração Social – PIS, criado pela Lei Complementar nº 7, de 07/09/70, e para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público – Pasep, instituído pela Lei Complementar nº 8, de 03/12/70. Nos termos do art. 239 da Constituição, os recursos provenientes da arrecadação das contribuições para o PIS e para o Pasep foram destinados ao custeio dos Programas do Seguro Desemprego e do Abono Salarial, ao financiamento de programas de qualificação de trabalhadores e, em parcela não inferior a 40% dos recursos, ao financiamento de Programas de Desenvolvimento Econômico, esses últimos a cargo do BNDES.

Como se vê, o FAT é, basicamente, um fundo destinado a apoiar o trabalhador, sendo financiado pela tributação de todas as empresas. Os recursos que abastecem o FAT, portanto, não são gratuitos: eles provêm da sociedade. Só no ano passado, o total atingiu cerca de R\$ 54 bilhões.

Os recursos do Fundo repassados compulsoriamente ao BNDES são remunerados pelo banco à TJLP, taxa, como visto, inferior a qualquer das alternativas de aplicação disponíveis. Trata-se, portanto, de sub-remuneração: o FAT é onerado pela concessão do subsídio implícito correspondente à diferença entre o custo de obtenção de recursos pela União e o rendimento pela TJLP. De maneira equivalente, pode-se dizer que os trabalhadores são tributados implicitamente por este montante. A Tabela 1, acima, mostra que se está falando de impressionantes R\$ 82,4 bilhões apenas nos últimos dez anos! Em outras palavras, entre 2006 e 2016, obrigou-se o FAT a abrir mão de R\$ 82,4 bilhões, recursos que poderiam ter sido empregados nos programas de valorização e de apoio ao trabalhador, e que foram transferidos ao BNDES e, majoritariamente, a grandes empresas das regiões Sul e Sudeste.

Este é um ponto que adquire importância especial neste momento de dificuldades econômicas, quando os recursos do FAT são ainda



mais demandados para atender à elevação das despesas com Abono Salarial e com Seguro Desemprego. Estima-se que, neste ano, as receitas totais do Fundo sejam inferiores em R\$ 18 bilhões às despesas totais, déficit que deverá subir para R\$ 20 bilhões em 2018. Esse descompasso é, obviamente, coberto pelo Tesouro Nacional, vale dizer, pelas famílias e empresas. Assim, o dinheiro que falta para o trabalhador sobra para as empresas beneficiadas pelos juros subsidiados.

Constata-se, desta forma, mais um aspecto positivo trazido pela MP nº 777/17. A obrigatoriedade de remunerar pela TLP os recursos do FAT repassados ao BNDES e por este emprestados garante um melhor retorno para o capital do Fundo e, por conseguinte, maior disponibilidade financeira para a realização de programas de amparo ao trabalhador e uma utilização mais eficiente e menos iníqua da tributação pelas contribuições para o PIS e para o PASEP.

Outro ponto que consideramos meritório na medida provisória em análise diz respeito ao dispositivo, constante do art. 1º, § 2º, que preconiza a remuneração pela taxa Selic dos recursos dos Fundos repassados às instituições financeiras enquanto não aplicados. Reforça-se, também por este canal, o efeito positivo de maior disponibilidade de recursos para os Fundos, que passam a ter um retorno compatível com as oportunidades de mercado. Além disso, elimina-se o incentivo à inação hoje presente na sistemática vigente. Com efeito, em termos estritamente financeiros, é uma opção atraente para o BNDES a manutenção em tesouraria de recursos transferidos pelo FAT sem emprestá-los, já que tais recursos são sub-remunerados à TJLP e podem ser aplicados pelo banco em títulos públicos, contribuindo para o aumento de seu lucro contábil.

II.4.2.7 – Redução dos juros da economia

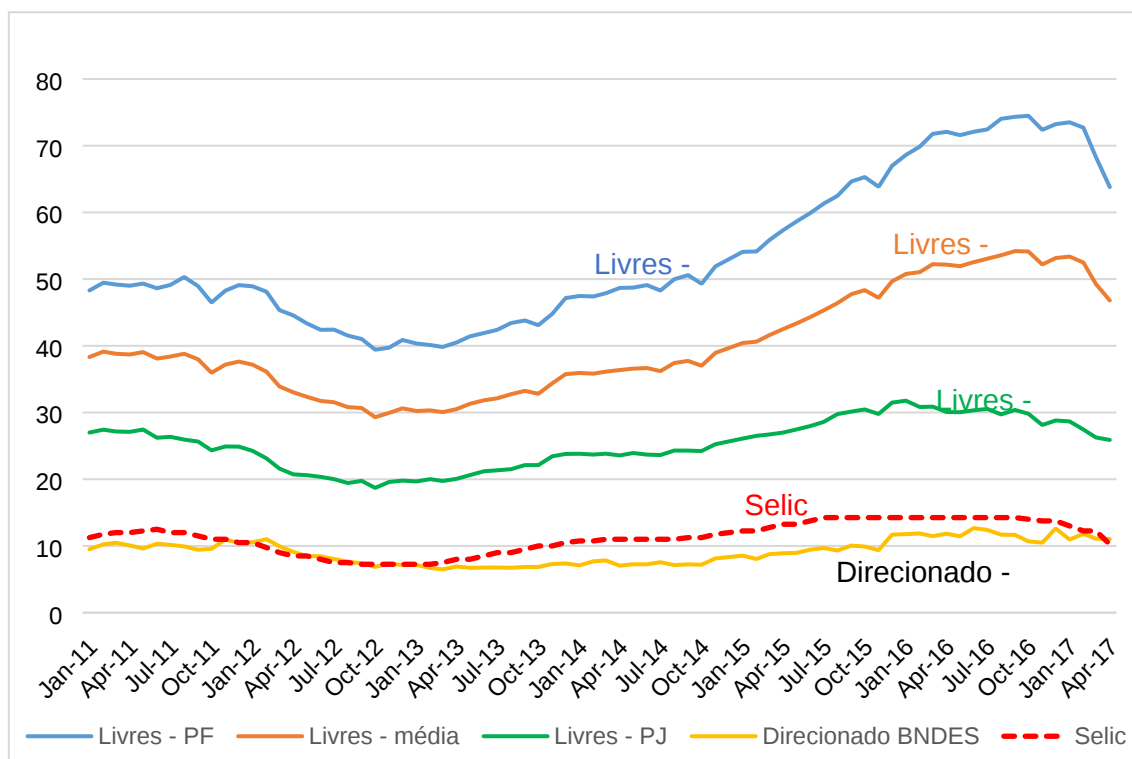
Não há dúvidas de que as taxas de juros praticadas nos mercados de crédito do Brasil são historicamente elevadas, inclusive em termos reais. A Figura 6 mostra a evolução, entre janeiro de 2011 e abril de



2017, de três taxas de juros de mercado – livres de pessoa física, livres médias e livres de pessoa jurídica – além da taxa Selic e das taxas médias no crédito direcionado do BNDES. Como se pode perceber, nesse período, os juros de operações de crédito livre situaram-se muito acima da taxa Selic, que, por sua vez, superou as taxas cobradas pelo BNDES quase todo o tempo.

Dois fatores explicam em grande medida o alto custo do dinheiro no País. De um lado, o permanente desequilíbrio das contas públicas, que aumenta a demanda do setor público por empréstimos e, conseqüentemente, reduz a oferta de recursos à disposição das pessoas e das famílias.

Figura 6 – Taxas de juros do crédito do sistema financeiro (% a.a.)
janeiro 2011 – abril 2017



Fonte: Costa (2017)⁴

⁴ COSTA, Ana Carla. "O custo social dos empréstimos subsidiados do BNDES". Apresentação na Reunião de Audiência Pública da Comissão Especial em 12/07/17.

De outra parte, um segundo fator, menos conhecido, é o fato de que aproximadamente metade do estoque de crédito ofertado na economia brasileira está sujeito a taxas tabeladas, que redundam em menores lucros para as instituições que as praticam. Os lucros menores em crédito direcionado, por sua vez, são compensados por maiores lucros em operações de crédito livre.

Estudo realizado por Goldfajn⁵ revela que, entre 2011 e 2016, o *spread* bancário – isto é, a diferença entre o custo de captação dos bancos e a taxa cobrada nas operações de crédito – atingia, na média de todos os mercados, 16,9 p.p., dos quais 4,1 p.p. correspondiam aos lucros das instituições. Quando considerado apenas o mercado de crédito livre, no entanto, o *spread* bancário agregado chegou a 25,9 p.p., com lucros na casa dos 6,8 p.p. Lucros mais altos nos mercados livres, assim, parecem explicar os *spreads* mais elevados – e consequentemente, as taxas de juros mais elevadas – nestes mercados: em maio passado, os *spreads* médios nos segmentos livres alcançavam 53,5 p.p. para pessoas físicas e 11,1 p.p. para pessoas jurídicas, ao passo que os números correspondentes nos segmentos de crédito direcionado limitavam-se a 3,9 p.p. e 4,8 p.p.

A existência de grande volume de crédito direcionado na economia, portanto, reflete-se em forte subsídio cruzado, em que menores lucros em crédito direcionado são compensados por maiores lucros em operações de crédito livre. Nessas condições, a parte do *spread* paga por empresas e consumidores que não têm acesso ao crédito subsidiado tem de financiar a outra parte, atendida pelas empresas com acesso aos juros subsidiados. É um fenômeno análogo, e de efeito semelhante, ao da “meia entrada” nos espetáculos culturais: para conceder ingressos mais baratos a uma parcela do público, os organizadores têm de cobrar ingressos mais caros daqueles que não têm direito ao benefício.

É de se esperar, assim, que a virtual eliminação dos subsídios implícitos decorrente da introdução da TLP nas operações de financiamento

⁵ GOLDFAJN, Ilan. Painel Projeto de *Spread* Bancário. Banco Central do Brasil. Fevereiro de 2017.

com recursos dos três Fundos – de Participação PIS-Pasep, FAT e FMM –, proposta pela MP nº 777/17, contribua para reduzir as taxas de juros na economia. O efeito benéfico da TLP neste particular se dará nos dois canais que, hoje, explicam os elevados níveis dos juros no Brasil.

De um lado, a diminuição do montante dos subsídios implícitos – que, lembramos, somou, nos últimos dez anos, o impressionante total de R\$ 240 bilhões, em reais de 2016, apenas nas operações com recursos do FAT e do FMM, e nos empréstimos da União para o BNDES – incorridos pelo Tesouro Nacional reduzirá as necessidades de financiamento do setor público em igual medida. Em consequência, a demanda do setor público por recursos será menor, com reflexos diretos em seu custo de captação e na diminuição da taxa de juros estrutural da economia.

De outra parte, a substituição da TJLP pela TLP permitirá uma aproximação entre os mercados de crédito em que operam os bancos públicos e os bancos comerciais. Os primeiros passarão a captar dos fundos públicos remunerando-os a uma taxa maior, ao passo que os bancos privados passarão a captar a taxas livres mais baixas e a emprestar a taxas livres também mais baixas.

Assim como no caso dos espetáculos teatrais, a abolição da meia entrada fará convergir os preços necessariamente altos e os preços artificialmente baixos. A sociedade será beneficiada por taxas de juros mais baixas para **todos**, e não apenas, como ocorre hoje, para a minoria que dispõe de acesso ao crédito subsidiado.



II.4.2.8 – Aumento da produtividade da economia

Em geral, empréstimos subsidiados, com juros inferiores ao custo de oportunidade, favorecem a realização de projetos de baixa qualidade, que não apresentam retorno social apreciável e que, possivelmente, não se concretizariam se confrontados com outras alternativas de aplicação mais eficiente. Nessas condições, o capital investido é alocado de maneira ineficiente, reduzindo a produtividade agregada da economia.

Acreditamos que a introdução da TLP aproximará a remuneração dos recursos do seu custo de oportunidade, levando a uma melhor alocação do capital. De fato, sendo a TLP uma taxa de juros ainda abaixo das de mercado, porém mais em linha com as taxas de mercado, será exigida naturalmente mais disciplina na alocação de capital. Assim, com a aplicação da TLP, o custo dos empréstimos no BNDES estará mais próximo ao de mercado, obrigando a que o custo do projeto financiado tenha de ser compatível com seu retorno. Dadas estas restrições, projetos de baixo potencial de retorno terão justificativa mais difícil, permitindo melhor uso dos escassos recursos públicos, com conseqüente aumento da produtividade agregada da economia brasileira, trazendo benefícios diretos para toda a sociedade.

II.4.2.9 – Maior eficiência da política monetária

As ações de política monetária visam a perseguir a estabilidade de preços, com baixas taxas de inflação na economia, por meio de seus efeitos sobre a decisão das empresas e das famílias em consumir e investir. De um modo geral, quando a demanda agregada se eleva, sem o correspondente aumento da oferta de bens e serviços, os preços tendem a subir. Assim, em momentos de maior demanda, o aumento das taxas de juros tem o objetivo de tornar o consumo presente mais caro que o consumo futuro. Em outras palavras, quando os juros se elevam, torna-se mais atraente para empresas e pessoas postergar o consumo e poupar mais, de modo a aproveitar os retornos



financeiros mais elevados, reduzindo-se, desta forma, a demanda agregada e diminuindo as pressões sobre os aumentos de preços.

O principal canal de transmissão das decisões de política monetária do Banco Central é o crédito. Espera-se que elevações na taxa de juros básica levem a elevações nas taxas de juros disponíveis para empresas e pessoas, reduzindo a demanda por crédito para investimento e consumo.

O Brasil apresenta uma particularidade, no entanto, que diminui a efetividade da execução da política monetária: a elevada participação, no volume total, do crédito direcionado, com taxas de juros subsidiadas. Atualmente, essa parcela alcança 50,3% do estoque de crédito global. O crédito direcionado para pessoas jurídicas representa 25,1% do volume de crédito total da economia, respondendo o BNDES, em maio deste ano, por nada menos de 69% do mercado de crédito para pessoas jurídicas⁶. Desta forma, quase 70% do crédito a empresas brasileiras corresponde às operações do banco com juros subsidiados.

Dado que a TJLP é o parâmetro básico de remuneração das operações de crédito subsidiado efetuadas pelo BNDES e dado que esta taxa não guarda relação com as taxas de juros básicas definidas pelo Banco Central, tem-se um quadro em que praticamente 70% do estoque de crédito a pessoas jurídicas no País são insensíveis à política monetária. Em princípio, então, é de se esperar que se gere um efeito “meia entrada”, segundo o qual o fato de uma parte substancial da economia não responder às flutuações da taxa Selic levem à necessidade de que aquelas flutuações sejam mais pronunciadas, para que se façam sentir pela outra parte.

Argumenta-se, no sentido contrário, que não seria a parcela do estoque de crédito direcionado na economia a variável relevante para influenciar a efetividade da política monetária, mas, sim, o fluxo de novos créditos na economia. Por este raciocínio, o fato de operações de crédito direcionado do BNDES responderem por 70% do estoque de crédito a pessoas jurídicas seria irrelevante, frente à constatação de que a participação dessas operações representa uma fração muito menor do fluxo de novos créditos.

⁶ COSTA, Ana Carla. *op. cit.*

As evidências empíricas disponíveis, porém, não apoiam esta interpretação. Em particular, Bonomo e Martins⁷ mostram, utilizando dados de quase 300 mil empresas não financeiras, que o canal do crédito para transmissão da política monetária é sensivelmente atenuado para empresas com acesso a crédito subsidiado. De acordo com suas investigações econométricas, um aumento de 1% na taxa Selic leva a um aumento de 1,15% nas taxas de juros cobradas por bancos comerciais de empresas sem acesso a crédito subsidiado, mas a um aumento de apenas 0,89% para as empresas com metade de seus passivos em operações de crédito subsidiado. Além disso, o aumento de 1% na taxa Selic leva à retração de 3% na taxa de crescimento da demanda por crédito por empresas sem acesso a crédito subsidiado, mas a uma diminuição menor, de 2%, no caso de empresas cujo passivo seja todo ele associado a operações de crédito subsidiado.

Assim, a presença de elevados volumes de crédito subsidiado no estoque global de crédito na economia diminui a potência da política monetária, isto é, os movimentos de política monetária têm de ser intensificados para terem o mesmo efeito sobre a inflação. Neste cenário, a prevalência do crédito subsidiado aumenta a taxa de juros necessária para estabilizar a inflação, fazendo com que a taxa Selic fique mais elevada do que precisaria ser e com que juros em geral também se tornem mais altos.

Desta forma, a introdução da TLP, ligada a uma taxa de mercado, tornará o crédito – mesmo o incentivado – mais sensível às ações da política monetária e aperfeiçoará a eficácia da atuação da autoridade monetária. Em consequência, a gradual substituição da TJLP pela nova taxa de juros levará o Banco Central a precisar de aumentos menores na taxa Selic e de ciclos menos intensos de elevação da taxa Selic para controlar a inflação. Como resultado, haverá menos volatilidade das taxas de juros, menores prêmios de risco e menores juros de longo prazo para todas as empresas e famílias, não apenas para os agentes que hoje têm acesso privilegiado aos financiamentos baseados na TJLP.

⁷ BONOMO, Marco e MARTINS, Bruno. “The Impact of Government-Driven Loans in the Monetary Transmission Mechanism: What We Can Learn from Firm-Level Data”. Banco Central do Brasil. *Working Paper* 419. Março de 2016.

II.4.2.10 – Desenvolvimento do mercado de capitais de longo prazo

A vigência de uma taxa subsidiada e de determinação discricionária, como a TJLP, inibe a formação e a consolidação de um mercado de crédito privado de longo prazo no Brasil. A substituição desta taxa pela TLP, previsível e prefixada, vinculada a uma taxa de juros de mercado, permitirá a remoção desse entrave por dois caminhos principais.

Em primeiro lugar, a possibilidade de acesso a fontes de financiamento subsidiado pelas empresas beneficiadas – geralmente, como visto anteriormente, de grande porte – retira quaisquer incentivos para que essas empresas busquem modalidades de financiamento privado. Afinal, é mais racional que elas promovam uma substituição de fontes de financiamento: ao invés de se financiarem com recursos próprios ou de recorrerem a mercados privados, faz mais sentido que as empresas beneficiadas distribuam resultados aos seus acionistas e utilizem a fonte mais barata a elas disponível, sob a forma de crédito tabelado oferecido pelo BNDES, baseado na TJLP.

Nessas condições, não há atratividade para que financiadores privados, como bancos e investidores institucionais, brasileiros e estrangeiros, busquem entrar nesse mercado de financiamento. Não há como se estimular o desenvolvimento de outras fontes de crédito, como um mercado de capitais e um mercado de crédito para prazos mais longos.

Assim, ao reduzir incentivos para a substituição de fontes de financiamento, a introdução da TLP como parâmetro de remuneração dos financiamentos de instituições financeiras oficiais contribuirá para eliminar essa disfunção estrutural.

Em segundo lugar, a característica da TLP de ser uma taxa de juros conectada a uma taxa de mercado permitirá que os bancos oficiais federais, especialmente o BNDES, passem a encontrar demanda pela securitização de sua carteira, isto é, pela emissão de papéis lastreados em seus ativos, já que estarão remunerados a taxas de mercado. Atualmente, não há nenhum interesse de investidores institucionais – como seguradoras e fundos de pensão – pelas operações de securitização, que gerariam papéis



lastreados em ativos remunerados a uma taxa arbitrária, sem relação com taxas de mercado e, portanto, de alto risco.

A possibilidade de securitização pelo BNDES dos projetos financiados pelo banco permitirá a renovação e a reciclagem de seu crédito. Também lhe será possível contratar operações no mercado de derivativos, possibilitando-lhe uma melhor gestão de risco de seus ativos. Ao mesmo tempo, gerará um mercado secundário para os produtos securitizados que atrairá investidores privados para o mercado de financiamento de longo prazo – especialmente para infraestrutura. Desta forma, o BNDES fomentará um mercado de capitais de longo prazo.

A parceria com fontes privadas beneficiará o BNDES de várias formas. A convergência de sua nova taxa-base, a TLP, para as taxas do Tesouro permitirá ao banco o acesso direto ao mercado, o que lhe facultará compartilhar riscos e prazos, além de acesso a uma ampla fonte de recursos para financiar o parque industrial brasileiro. Nesse cenário, o Tesouro Nacional deixará de ser a grande fonte de financiamento do BNDES.

II.4.2.11 – Previsibilidade

A TJLP é uma taxa de juros *ad hoc*, pós-fixada, repactuada trimestralmente. A TLP, em contraste, é prefixada em termos reais, o que é particularmente interessante no caso de financiamentos de projetos que, por corresponderem a ativos econômicos reais, representam proteção natural diante de movimentos inflacionários. Além disso, é ligada ao custo do financiamento do Tesouro Nacional, o que lhe confere a condição de elo relevante na cadeia virtuosa de reformas macroeconômicas. A TLP é parte importante dessa agenda de reformas. Por todos os aspectos positivos acima apontados, sua introdução contribuirá sobremaneira para que se atinja mais prontamente a convergência para a sustentabilidade estrutural da economia. Essa convergência, por seu turno, contribuirá para a ancoragem mais expedita das expectativas de estabilidade, reduzindo as oscilações da inflação e,



consequentemente, da própria TLP, reforçando os benefícios de previsibilidade a ela associados.

II.4.2.12 – Gradualidade

A TJLP continua sendo aplicada aos contratos firmados até 1º de janeiro de 2018, preservando o equilíbrio na equação econômico-financeira dos projetos anteriormente financiados pelos bancos oficiais federais. Quanto aos novos contratos, haverá uma transição suave para a TLP, adotando-se ajustes anuais que convergirão para a nova sistemática no prazo de cinco anos após sua entrada em vigor. Assim, a nova remuneração e a TJLP conviverão até a amortização de todos os financiamentos pactuados em TJLP.

II. 4. 3 O que a Medida Provisória nº 777/17 NÃO é

Em nossa opinião, tão importante quanto se conhecer os objetivos da proposição sob exame é entender o que ela NÃO pretende. Ao contrário do que poderia sugerir uma vista d'olhos mais apressada, a medida provisória NÃO representa uma ameaça à capacidade de intervenção estatal que vise a prover estímulos à atividade econômica. NÃO busca a MP nº 777/17, em particular, atentar contra a possibilidade de o Estado utilizar instrumentos creditícios de estímulos setoriais via instituições financeiras oficiais, por meio do que se convencionou chamar de “política industrial”.

O foco da proposição em tela não é a oportunidade ou a propriedade de se executar política industrial. Na verdade, seu foco é bem mais restrito: tão-somente, as diretrizes de remuneração dos três Fundos – de Participação PIS-Pasep, FAT e FMM – cujos recursos são empregados como fontes de financiamento de projetos de investimento de longo prazo. Para sermos ainda mais específicos, a MP nº 777/17 nem sequer tem o objetivo de proibir a concessão de subsídios: a matéria busca, apenas, coibir o uso indiscriminado e volumoso de subsídios **implícitos**, em virtude das



consequências negativas trazidas por seu emprego, as quais foram objeto da Parte II.4.2 deste Voto.

É imperioso ressaltar que a vigência desta Medida Provisória e da Lei que dela resultar, se aprovada pelo Congresso Nacional, em nada afetará a concessão de subsídios governamentais, desde que eles sejam **explícitos**. O Estado manterá a prerrogativa de sugerir a oferta de crédito subsidiado para empresas ou setores específicos considerados meritórios, inclusive mediante taxas de juros especiais, desde que a proposta seja claramente enunciada e que seus efeitos financeiros sejam – novamente a palavra – explicitamente trazidos ao escrutínio da sociedade, por meio do exame do Orçamento efetuado por seus representantes no Poder Legislativo.

Acima de tudo, espera-se que a introdução da TLP, da forma como determinada na proposição sob análise, faça com que, doravante, a concessão de subsídios pelo Poder Público seja guiada pelo signo da transparência e do empoderamento da sociedade. Espera-se que, daqui para a frente, todas as concessões de subsídios sejam precedidas de cuidadoso e tempestivo exame de seu impacto financeiro, econômico e social. Espera-se que, a partir de agora, nunca se perca de vista que a destinação de recursos públicos a empresas ou setores específicos deve competir, no mérito, com usos alternativos e não menos importantes desses mesmos recursos, como educação, saúde e segurança pública, dentre outros.

Nunca é demais lembrar, a propósito, que a própria TLP, como formulada na MP nº 777/17, é uma taxa subsidiada, já que é inferior às taxas de mercado. Assim, o financiamento à TLP ainda é um subsídio – a diferença é que envolverá transferências explícitas e em volumes menores que os correspondentes ao emprego da TJLP. Não se pode perder de vista, aliás, que a capacidade de financiamento a taxas de juros com prêmio de risco soberano, como é o caso dos juros reais das NTN-B, é um privilégio do Tesouro Nacional. Este privilégio está sendo estendido pela MP nº 777/17 às instituições financeiras oficiais, como o BNDES.



II. 4. 4 Avaliação das principais críticas feitas à Medida Provisória nº 777/2017

II.4.4.1 – O fim do BNDES?

Como salientado no item II.4.3 deste Voto, a MP nº 777/17 não tem como objetivo, nem sequer remoto, nenhuma contestação à execução de política industrial pelo Estado. Em particular, não traz nenhum dispositivo que possa diminuir a relevância da atuação do BNDES ou ameaçar seu papel como banco de desenvolvimento.

A proposição em exame busca apenas eliminar o mecanismo incomum de concessão de empréstimos pelas instituições financeiras oficiais – dentre as quais, o BNDES – a taxas de juros inferiores ao custo de endividamento do Tesouro Nacional. Visa, portanto, a impedir a concessão de subsídios implícitos, não transparentes.

O Banco manterá, no entanto, a capacidade de fornecer empréstimos a taxas de juros subsidiadas – isto é, abaixo das taxas de mercado – para segmentos econômicos considerados prioritários. Será estendido ao BNDES, ademais, o privilégio, que é da União, de conceder financiamentos ao setor produtivo com o prêmio de risco soberano, o mais baixo que existe. A considerar, ainda, que, da forma como a TLP é formada, o mutuário que contratar empréstimos tendo esta nova taxa de juros como parâmetro, terá a garantia de manutenção da taxa real ao longo de toda a duração do financiamento assumido. O risco da garantia real será, portanto, assumido pelo Tesouro Nacional. Naturalmente, as empresas sempre poderão contratar no mercado seguro para variações da taxa nominal, decorrente de variações na inflação. Desta forma, a TLP será ainda uma taxa muito atraente para os investimentos de longo prazo.

O BNDES manterá outra valiosa prerrogativa: o acesso aos recursos do FAT, que continuará a ser uma fonte de longo prazo barata. Mais ainda, uma fonte cujos recursos podem ser captados em prazos iguais aos de aplicação, algo particularmente raro no mercado privado de crédito de longa



duração, o que confere ao banco uma considerável vantagem sobre as instituições comerciais.

Ratificando o que já apontamos no item II.4.2.10, a operação com a TLP, dotada da característica de ser uma taxa de juros ligada a uma taxa de mercado, induzirá o surgimento de demanda pela securitização da carteira de ativos do BNDES. Pelos motivos anteriormente expostos, a securitização dos projetos financiados pelo banco permitirá a renovação e a reciclagem de seu crédito. A possibilidade que se abrirá de contratação de operações no mercado de derivativos permitirá melhor gestão de risco de seus ativos. Ademais, a convergência da TLP, para as taxas do Tesouro conferirá ao BNDES acesso direto ao mercado, que facilitará o compartilhamento dos riscos e prazos, abrirá ao banco a possibilidade de contar com ampla fonte de recursos para financiar o setor produtivo do País e o libertará da restrição de ter o Tesouro Nacional como sua principal fonte de financiamento.

É importante ressaltar que, na vigência da MP nº 777/17 e da Lei que vier a sucedê-la, o BNDES continuará desempenhando sua função primordial de banco de desenvolvimento, mormente no financiamento e apoio a projetos cujo retorno social exceda o retorno meramente financeiro. Haverá, entretanto, diferenças positivas em relação ao padrão atualmente observado: o modelo de atuação passará a ser mais semelhante ao da maioria dos outros países que também contam com instituições de fomento; serão corrigidas as distorções econômicas e sociais, de concentração de renda e de má alocação de capital associadas ao emprego de subsídios implícitos; e será trazida para o proscênio do debate político a integralidade do mérito e dos resultados da atuação do banco.

II.4.4.2 – Imprevisibilidade e volatilidade da TLP?

Há uma importante característica a ser observada nas operações de crédito que tenham a TLP como parâmetro. Nos termos da medida provisória sob análise, uma vez contratado o financiamento referenciado nessa taxa, a parcela real – apurada a partir da estrutura a termo



da taxa de juros das NTN-B de cinco anos – será fixa, invariável, ao longo de toda a duração da operação. Nessas condições, a parcela real será prefixada no ato da contratação da operação de crédito. Desta forma, o tomador do empréstimo não enfrentará o risco de volatilidade do custo real de seu financiamento, sendo protegido de evoluções imprevistas do risco da economia que pudessem vir a comprometer o projeto.

Ademais, como as NTN-B são fartamente negociadas no mercado, com enorme liquidez, os bancos podem criar, a baixo custo, produtos financeiros de proteção contra variações na correspondente taxa de juros. Assim, será possível ao empresário proteger-se contra a incerteza em relação à variação da TLP ocorrida entre a concepção do projeto e a efetiva tomada do financiamento.

Por conseguinte, a metodologia de construção da TLP, como disposta na MP nº 777/17, oferece ao tomador do financiamento uma preciosa estabilidade do custo real do financiamento – algo particularmente valioso em projetos de longo prazo. Deve-se observar que os financiamentos remunerados com base na TLP destinam-se a investimentos em projetos que, por corresponderem a ativos econômicos reais, trazem em si mesmos uma proteção natural contra a evolução da inflação. Assim, são justamente os custos e retornos reais os relevantes para a elaboração de projetos e para a decisão de investimentos de longo prazo. De todo modo, mecanismos financeiros de proteção contra a inflação são largamente ofertados no mercado, caso o tomador do empréstimo demande essa garantia adicional.

II.4.4.3 – Perda de competitividade internacional?

Algumas das manifestações contrárias à implantação da TLP que tivemos oportunidade de conhecer baseiam-se na suposição de que, ao se eliminarem os subsídios implícitos associados à TJLP, o custo dos financiamentos aumentaria, levando à elevação do custo dos investimentos. Em consequência, a indústria de bens de capital brasileira enfrentaria a competição desleal de uma produção importada mais barata, levando à perda



da competitividade internacional e à substituição da produção nacional pela estrangeira, com enorme risco para a sobrevivência do parque industrial brasileiro.

O item seguinte de nosso Voto se deterá na análise mais geral da influência do preço do crédito sobre a realização do investimento, que também abarca as considerações sobre a competitividade via custos. Neste ponto, cabe lembrar que a competição do produtor nacional com outros produtores domésticos é nivelada pelo fato de todos possuírem idêntico custo de capital. Em relação ao exterior, a diferença de competitividade é ajustada pela taxa de câmbio. Em um regime de câmbio flutuante, como o nosso, essa correção ocorre de forma natural.

II.4.4.4 – Manutenção da TJLP para os recursos dos Fundos?

Não há nenhuma distinção econômica entre os subsídios que existem no repasse de recursos do FAT e de recursos do Tesouro ao BNDES. AMBOS incorrem no mesmo custo de oportunidade, geram os mesmos subsídios implícitos e, portanto, devem ser emprestados à mesma taxa. Independentemente de os recursos do FAT estarem “carimbados” pela Constituição para repasse ao BNDES, isso não afasta o fato de que há custo de oportunidade nos recursos do FAT: emprestar a taxa subsidiada para o BNDES significa menor rentabilidade para os recursos que pagarão o Seguro Desemprego e o Abono Salarial.

Manter a TJLP para o FAT e usar a TLP apenas para os empréstimos do Tesouro ao BNDES significa optar por proteger o contribuinte (reduzindo os subsídios por ele pagos ao BNDES) e deixar de proteger o trabalhador (os recursos para o FAT e o Seguro Desemprego renderiam menos). Tal distinção não faz sentido econômico ou social.



II.4.4.5 – O fim do investimento?

Nenhum temor terá sido mais manifestado durante as discussões sobre a MP nº 777/17 – não só nas duas audiências públicas realizadas na Comissão Especial, como nos debates na sede do BNDES e nos numerosos artigos e entrevistas na imprensa – como o de que a substituição da TJLP pela TLP leve à queda do investimento e, por conseguinte, do crescimento econômico. Argumenta-se, em apoio a esta tese, que a nova taxa de juros aumentará o custo do financiamento, levando à elevação do custo dos investimentos e reduzindo a competitividade da indústria brasileira, com os consequentes efeitos sobre perda de emprego e renda. Alega-se também que o crédito mais barato que o custo de captação do Tesouro Nacional, como representado pela TJLP, é um mecanismo fundamental para que se tenha financiamento à infraestrutura e à indústria no Brasil.

Analisaremos essa linha de raciocínio pelo exame das evidências empíricas de que se dispõe em cada um dos mecanismos de transmissão que ligariam a introdução da TLP à diminuição do investimento: **(i)** a influência do nível da taxa de juros sobre os desembolsos do BNDES; e **(ii)** a influência dos desembolsos do BNDES sobre o investimento no País.

II.4.4.5.1 – O nível das taxas de juros e os desembolsos do BNDES

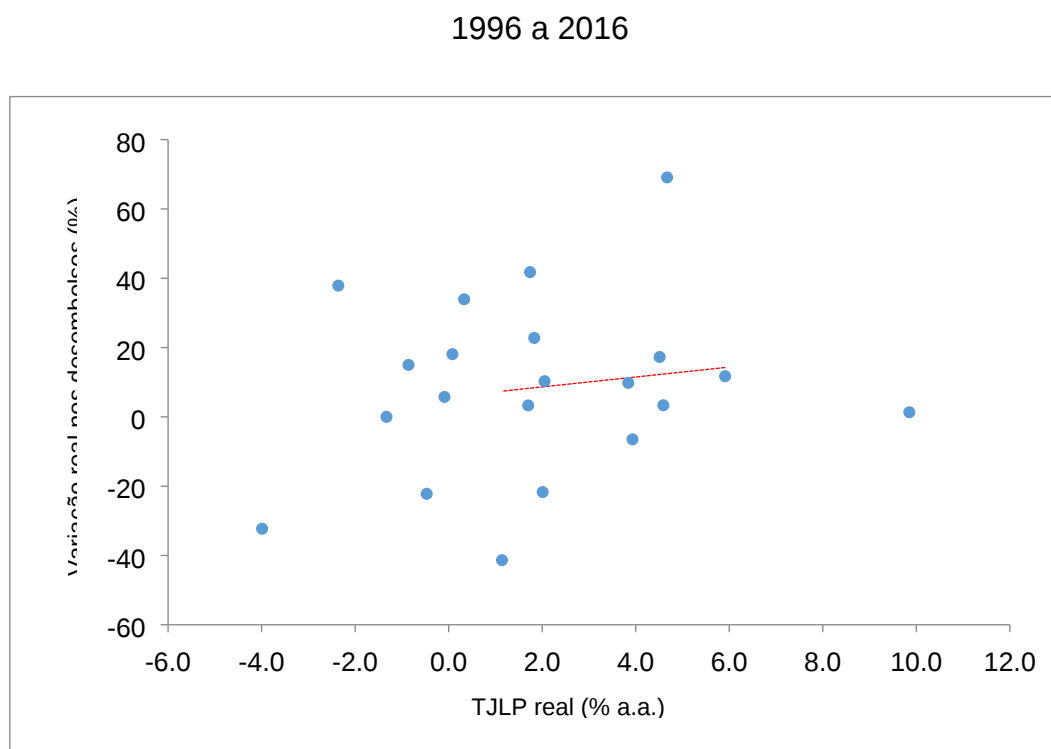
A hipótese de que taxas de juros baixas, em termos reais, são necessárias para a dinamização dos investimentos no Brasil é um corolário da observação mais geral de que, como mostrado no item II.4.2.7 deste Voto, as taxas de juros nos mercados livres de crédito são muito altas em termos reais e em comparação com os demais países. Assim, a oferta de crédito subsidiado, abaixo do custo de captação do Tesouro Nacional, seria indispensável para que os empresários pudessem contar com financiamento a um custo compatível com a rentabilidade esperada dos projetos e se dispusessem, então, a investir.



A consequência lógica desta suposição é a de que quanto mais baixas as taxas de juros no crédito subsidiado, maior a demanda por recursos, já que se parte do princípio de que os financiamentos a taxas de mercado tornariam inviáveis quaisquer projetos. Aplicado ao caso específico do BNDES, este argumento se traduz na expectativa de que quanto mais baixa a TJLP, em termos reais, maior será o volume de desembolsos concedidos pelo banco às taxas favorecidas.

A Figura 7 enfeixa os dados empíricos considerados na avaliação fática daquela asserção. Apresentam-se as informações referentes à variação anual dos desembolsos do BNDES em comparação com o nível real da TJLP, deflacionada pelo IPCA, nos 20 anos entre 1996 e 2016. A ser corroborada pela realidade, os pontos na Figura 7 deveriam mostrar uma clara tendência de inclinação negativa, consoante o raciocínio de que, quanto menor a TJLP real, maior a demanda por recursos para investimentos e maiores os desembolsos.



Figura 7 – TJLP real (% a.a.) e variações reais nos desembolsos do BNDES:

Fonte: IpeaData, BNDES

Os dados revelam, no entanto, uma fraca correlação positiva, como indicado pela linha tracejada, estatisticamente não diferente de zero. Assim, não se tem evidências empíricas de que taxas de juros elevadas, em termos reais, levem a menor demanda por empréstimos para investimentos.

II.4.4.5.2 – Os desembolsos do BNDES e o investimento no Brasil

Nas diversas instâncias em que têm transcorrido os debates sobre esta matéria, observamos o recorrente argumento de que o BNDES seria a única fonte de financiamento no Brasil com juros razoavelmente competitivos no mercado internacional. Desta forma, o Banco seria crucial para apoiar a produção no País.

Há incontornável diferença entre se considerar que a concessão de crédito subsidiado contribui para o investimento e se asseverar

que ela é crucial, indispensável, para a realização do investimento. Nesta última situação, tem-se uma suposição de necessidade, que forçosamente se refletirá, se verdadeira, pelo menos, na correlação entre a intensidade de atuação do banco de desenvolvimento e a resposta na formação bruta de capital fixo no Brasil.

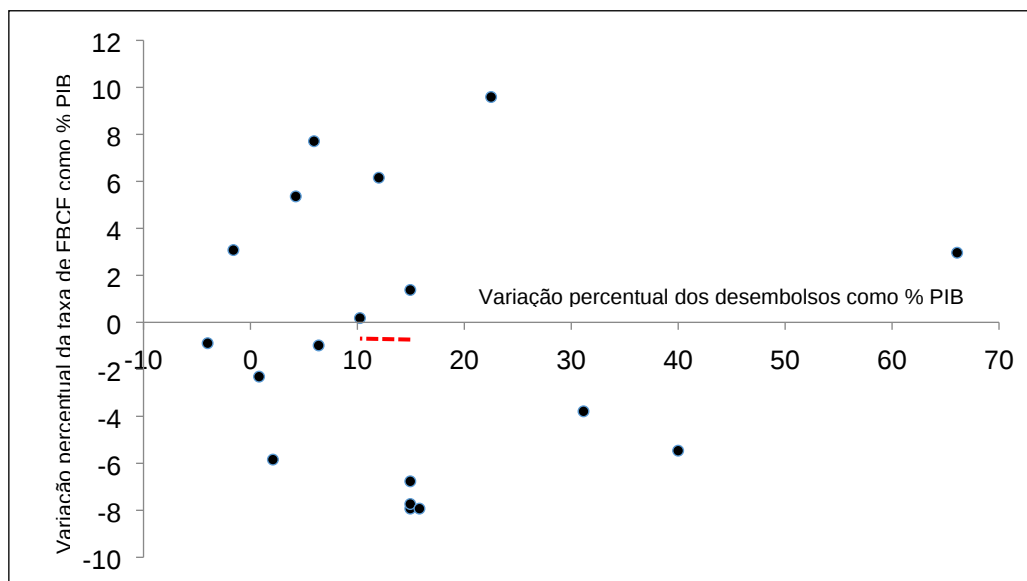
O exame das evidências empíricas, no entanto, tanto macro quanto microeconômicas, não encontra evidências dessa correlação. Em consequência, a análise das informações disponíveis não autoriza a confirmação da hipótese de que a redução dos desembolsos do BNDES provocará a queda dos investimentos.

Sob um enfoque de variáveis econômicas agregadas, a Figura 8 apresenta os dados relativos referentes à variação anual dos desembolsos do BNDES em comparação com a formação bruta de capital fixo, ambos medidos em percentual do PIB, nos 17 anos entre 1996 e 2016. Se o impacto do crédito subsidiado pelo Banco se revelar indispensável para a manutenção do investimento no Brasil, essa necessidade se manifestará sob a forma de significativa correlação positiva, no sentido de que maiores volumes de concessão de crédito com taxas subsidiadas – como a TJLP – devem ser forçosamente acompanhados por maiores expansões do investimento, ano a ano.

A evidência empírica resultante, porém, não confirma a hipótese. A Figura 8 mostra que a correlação entre as duas variáveis é estatisticamente fraca, não se distanciando significativamente de zero (isto é, não se tem correlação significativa) e ligeiramente negativa, como indicado pela linha tracejada, ao contrário do esperado.



Figura 8 – Variação anual percentual dos desembolsos do BNDES e da formação bruta de capital fixo, ambos como % PIB: 1996 a 2013



Fonte: IpeaData, IBGE, BNDES

A ausência agregada de comprovação fática da hipótese de que grandes volumes de crédito subsidiado são necessários para o aumento do investimento é também captada pela análise de microdados efetuados em três estudos acadêmicos recentes.

No primeiro deles, Bonomo, Brito e Martins (2015)⁸ analisam o histórico de empréstimos bancários – incluindo financiamentos privados e operações diretas e indiretas do BNDES – contratados por quase 1 milhão de empresas entre 2004 e 2012. Os resultados econométricos obtidos desse imenso manancial de dados indicam, em primeiro lugar, que os financiamentos subsidiados fluíram prioritariamente para as firmas de maior porte, mais tradicionais e de menor risco de mercado, justamente aquelas empresas que teriam condições de obter financiamento privado em melhores condições. Esta constatação ratifica a ocorrência de um aspecto deletério – já observado no item II.4.2.3 deste Voto, a partir da distribuição agregada dos desembolsos do Banco por porte da firma beneficiária – da utilização de créditos implícitos

⁸ BONOMO, Marco, BRITO, Ricardo, e MARTINS, Bruno. "The after crisis government-driven credit expansion in Brazil: A firm level analysis". *Journal of International Money and Finance*: 55 (2015) 111-34.

fortemente subsidiados nos últimos anos: o direcionamento de recursos custeados por toda a sociedade para os menos necessitados.

A concentração dos financiamentos públicos subsidiados nas empresas de maior porte e com maior facilidade de acesso aos mercados privados de crédito poderia, é verdade, ser justificada se os empréstimos a juros reduzidos tivessem a contrapartida de maiores investimentos em projetos com elevado retorno social. Esta possibilidade, no entanto, também foi refutada pela análise empírica. O exame das informações divulgadas pelas empresas abertas mostra que o maior acesso a crédito subsidiado teve efeito insignificante sobre o investimento, mas resultou em maior lucratividade para as empresas beneficiadas, devido ao menor custo de capital decorrente das taxas de juros dos financiamentos, baseadas na TJLP, sensivelmente inferiores aos juros de mercado. Em síntese, a análise estatística academicamente rigorosa das operações de quase 1 milhão de empresas constatou: **(i)** o padrão regressivo e concentrador de renda da concessão de empréstimos subsidiados para as empresas menos necessitadas; **(ii)** a ausência de resposta dos investimentos à maciça concessão dos empréstimos a taxas de juros favorecidas; e **(iii)** o efeito de substituição de fontes de financiamento pelas empresas beneficiadas, que aproveitaram os juros mais baratos que os de mercado para aumentar sua lucratividade e, portanto, favorecer seus acionistas.

O segundo estudo, de Ribeiro, Nucifora e Pazarbasioglu (2017)⁹, analisa o efeito da oferta de crédito subsidiado nos programas FINAME e PSI. Os autores encontram um modesto efeito sobre a relação investimento/receita das empresas beneficiadas com os recursos destes programas da ordem de 1% a 2% superior às das empresas não clientes. Este pequeno impacto positivo só se manifesta, porém, no ano da concessão dos financiamentos: no ano seguinte, observa-se redução dos investimentos das empresas beneficiadas nos três segmentos analisados – industrial, de varejo e de serviços – em comparação com as firmas não atendidas pelos programas.

⁹ RIBEIRO, Eduardo, NUCIFORA, Antonio e PAZARBASIOGLU, Ceyla. "Design and impact of subsidized credit: An analysis of FINAME/PSI". The World Bank. 2017

O terceiro estudo, de Machado *et al.* (2014)¹⁰, analisa o impacto dos desembolsos no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) em 2009 e 2010, utilizando estimativas econométricas com microdados ao nível de firma. Os autores concluem que a adicionalidade dos recursos concedidos – assim entendida a relação entre o valor do investimento criado pelos desembolsos e o montante dos próprios desembolsos – foi de 1,18 em 2009, mas de 0,58 em 2010. Em outras palavras, as evidências empíricas apontam para um impacto positivo do PSI sobre os investimentos realizados pelas empresas beneficiadas em 2009 da ordem de R\$ 1,18 de inversões para cada R\$ 1,00 de crédito subsidiado recebido. Em contrapartida, no ano seguinte cada R\$ 1,00 desembolsado no âmbito do programa redundou em apenas R\$ 0,58 de novos investimentos, representando uma perda líquida de recursos custeados pela sociedade.

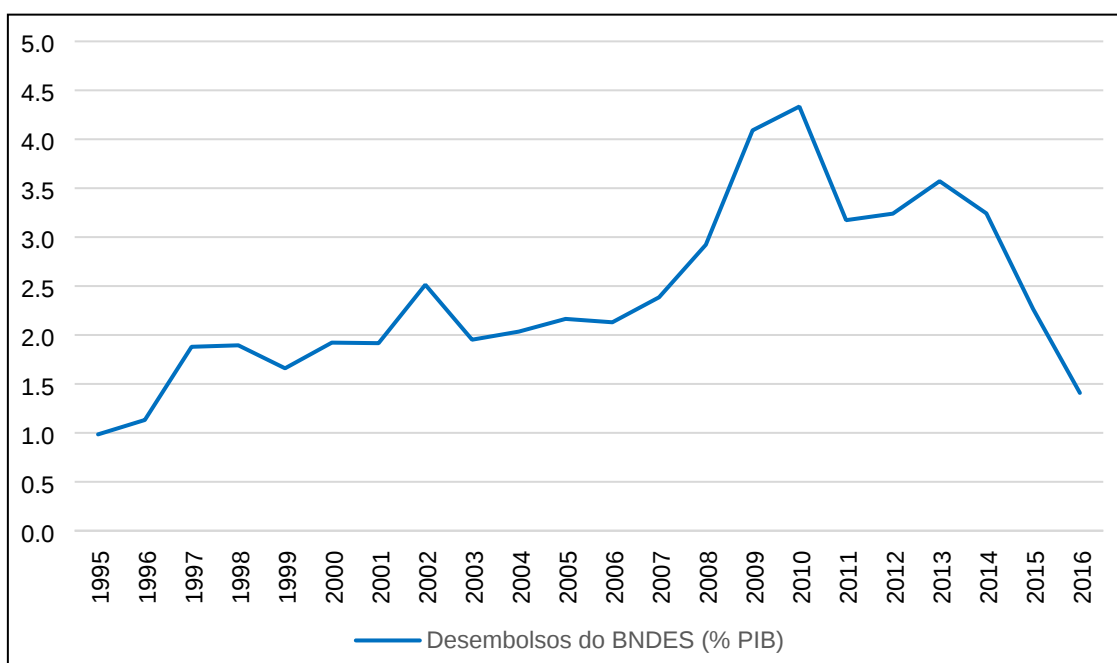
Em suas conclusões, os autores consideram, dentre possíveis explicações para os resultados obtidos, a existência de um nível limite de contratação de financiamentos subsidiados pelas empresas, a partir do qual se observaria o comportamento de substituição de fontes de financiamento: como já aludido em outros pontos deste Voto, os ganhos financeiros resultantes do recebimento de empréstimos a taxas abaixo das de mercado são transferidas para o aumento do lucro das empresas e dos ganhos de seus acionistas. Mencionam, ainda, a possibilidade de que os dados revelem a manifestação de um efeito-antecipação dos investimentos: a oportunidade de ter acesso a juros subsidiados levaria as empresas a antecipar investimentos que de qualquer forma seriam realizados no futuro, revelando a ausência de impacto da concessão de subsídios sobre a decisão de investir.

¹⁰ MACHADO, Luciano *et al.* "Additionality of Countercyclical Credit: Evaluating the Impact of BNDES' PSI on the Investment of Industrial Firms". BNDES. 2014. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7758/1/Additionality%20of%20Countercyclical%20Credit_P.pdf. Consultado em 29/07/17.

II.4.4.5.3 – Uma visão geral: o nível das taxas de juros e o investimento no Brasil

Entre 2009 e 2014, a concessão de financiamentos pelo BNDES atingiu volumes inéditos, como mostra a Figura 9.

Figura 9 – Desembolsos do BNDES: 1995-2016 (em % PIB)



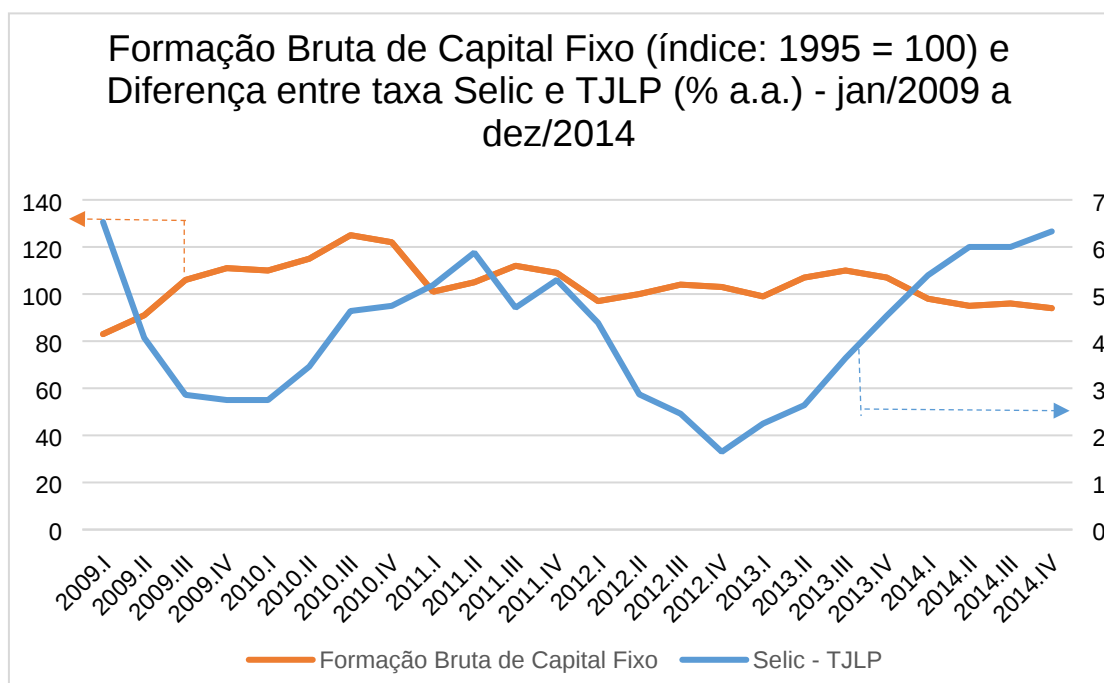
Fonte: IpeaData, IBGE, BNDES

No entanto, mesmo durante esses seis anos, mesmo durante o auge da política governamental de oferta de crédito subsidiado, as evidências empíricas revelam completa insensibilidade do volume de investimentos em resposta aos subsídios associados a taxas de juros favorecidas. A hipótese de que o acesso a juros subsidiados seria indispensável e suficiente para deflagrar decisões privadas de investimento não resiste ao exame da Figura 10. Nela, mostra-se que a formação bruta de capital fixo no País pouco variou no



período, independentemente de a diferença entre a taxa Selic e a TLP ser superior a 6 p.p. ao ano ou inferior a 2 p.p. ao ano¹¹.

Figura 10 – Intensidade do subsídio associado à TJLP e formação bruta de capital fixo: 2009 a 2014



Fonte: IpeaData, IBGE, Banco Central do Brasil, BNDES

Os dados macroeconômicos e a análise econométrica de imenso volume de informações de empresas combinam-se, portanto, para uma conclusão que nos parece inevitável: a oferta de empréstimos com juros subsidiados, inferiores ao custo de financiamento do Tesouro Nacional e muito inferiores às taxas no mercado privado de crédito – característica da TJLP –, não é condição necessária nem suficiente para o investimento no Brasil. Assim, a nosso ver, não procedem as previsões apocalípticas que atribuem à substituição da TJLP pela TLP o condão de destruir o investimento no Brasil.

¹¹ Desde a semana passada, esta diferença situa-se em apenas 2,25 pontos percentuais ao ano.

II. 4. 5 Observações finais

A Relatoria desta medida provisória exige do Parlamentar a que foi cominada o melhor de sua atenção, cuidado e serenidade. Em compensação, oferece-lhe a oportunidade de se debruçar sobre questões das mais complexas e importantes para a economia e a sociedade brasileiras.

Procuramos estar à altura de imensa responsabilidade que nos foi conferida. Proposição de tamanha complexidade não pode ser avaliada com descabida superficialidade e não deve ser contaminada por preconceitos ideológicos ou políticos. Não foi por outro motivo que, nos poucos dias que tivemos para apresentar nossa definição, dedicamo-nos a conhecer os pontos de vista e a ouvir as manifestações de todos que se interessaram pela matéria. Esta Comissão Especial realizou duas reuniões de audiência pública de mais de quatro horas ininterruptas de duração cada, nas quais vinte palestrantes apresentaram suas opiniões muito bem fundamentadas. No Rio de Janeiro, na sede do BNDES, em outro evento igualmente concorrido, outros expositores defenderam seus pontos de vista. Além disso, reunimo-nos com todas as pessoas e grupos que nos procuraram. Acompanhamos, com total atenção, todas as opiniões divulgadas pela mídia. Estivemos, enfim, inteiramente abertos para a informação, sem nenhum filtro de natureza política ou ideológica. Como demonstração cabal de nossa transparência, tornamos pública a primeira versão de nosso Parecer oito dias antes da reunião para a sua leitura nesta Comissão Mista Especial. Isto permitiu que nosso posicionamento fosse submetido livremente à apreciação de toda a sociedade, com tempo suficiente para que nossas opiniões fossem conhecidas e avaliadas.

Ao final de intenso entrelaço de ideias, chegamos à nossa conclusão. Antes de proferirmos nosso voto, porém, julgamos indispensável chamar a atenção para a essência do que está sendo aqui apreciado.

A MP nº 777/17, por mais profundo que seja seu alcance, por mais importantes que sejam seus efeitos, tem um foco bem restrito: ela busca apenas suprimir um instrumento específico de política econômica, a Taxa de



Juros de Longo Prazo – TJLP, um mecanismo de atuação dentre vários à disposição das instituições financeiras oficiais federais. Portanto, a análise do mérito desta proposição cinge-se apenas à conveniência de manter ou não a continuidade este instrumento. Nada além disso. NÃO está em discussão, desta forma, a importância das ações de política industrial. Tampouco está em discussão o papel do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, de tantos e tão bons serviços prestados ao progresso de nosso país.

Assim, conduzimos nossa apreciação segundo um eixo bem definido e objetivo, como pede a matéria em tela. Dado que a medida provisória sob análise estipula a substituição da TJLP pela TLP, a proposição deverá ser aceita se se tiver uma resposta positiva, a nosso talante, para as seguintes duas perguntas: **(i)** o balanço de custos e benefícios, sociais e econômicos, associado à sistemática vigente é desfavorável ao emprego da TJLP?; e **(ii)** os benefícios esperados da introdução da TLP recomendam sua adoção?

Todo o nosso trabalho de ausculta da sociedade ao longo das semanas em que conduzimos a Relatoria foi direcionado para a resposta àquelas duas perguntas. Bastaria que uma delas nos parecesse negativa para que nos inclinássemos pela rejeição da medida provisória, a bem da prudência que deve presidir nossas ações em matéria tão relevante.

Ao final deste período de intensos debates e cuidadosas reflexões, porém, convencemo-nos de que ambas as perguntas são respondidas afirmativamente.

Como procuramos mostrar no item II.4.2 deste Voto, acreditamos que a introdução da TLP – por ser uma taxa para financiamento de longo prazo definida por critério objetivo e conectada ao mercado – trará benefícios econômicos e sociais inestimáveis: contribuirá para o equilíbrio fiscal, aumentará a potência da política monetária, democratizará o crédito, reduzirá a concentração de renda e o caráter regressivo e de viés regional, fomentará o financiamento de longo prazo no mercado financeiro e de capitais, aumentará a produtividade da economia, dará transparência às políticas públicas que lançam mão de subsídios, protegerá o patrimônio do trabalhador e



permitirá a redução consistente das taxas de juros para todos os brasileiros – e não apenas para os que hoje logram acesso aos empréstimos favorecidos.

Deve-se observar, no entanto, que a adoção da TLP em NADA interferirá com a atuação do BNDES e de outras instituições financeiras por meio de políticas de concessão de crédito subsidiado a empresas e setores específicos. A medida provisória sob exame NÃO EXTINGUE OS SUBSÍDIOS: ela apenas veda a concessão de taxas de juros administrativas e inferiores ao custo de financiamento do Tesouro Nacional, na medida em que o uso dessas taxas acarreta as graves distorções econômicas e sociais enumeradas neste Voto.

Em tese, empréstimos subsidiados pela sociedade se justificam se o retorno social dos empreendimentos beneficiados supera o retorno meramente privado. A adoção da TLP, definitivamente, NÃO IMPEDE A CONTINUIDADE DA POLÍTICA INDUSTRIAL sob a modalidade de concessão de crédito favorecido. Doravante, entretanto, passa-se a exigir que TODAS as aplicações de recursos públicos em ações de política industrial sejam efetivamente analisadas e aprovadas pela sociedade, mediante o exame do Orçamento da União pelos Parlamentares. A substituição da TJLP pela TLP busca dotar a sociedade da prerrogativa de definir a prioridade de TODOS os possíveis usos do escasso dinheiro público. Assim, o auxílio creditício a empresas e setores econômicos considerados estratégicos ou prioritários passará, de agora em diante, a disputar sua alocação no mesmo pé de igualdade com todas as outras possíveis destinações – incluindo saúde, educação, segurança pública, saneamento e assistência social –, sem privilégios nem mantos que o tornem invisível para a sociedade.

A introdução da TLP e a consequente eliminação da concessão dos subsídios pelo BNDES não decorrem de nenhuma idiossincrasia. São consequência, sim, das inevitáveis constatações fáticas do resultado concreto do gigantesco volume desses subsídios orçamentariamente invisíveis – lembremos: R\$ 240 bilhões nos últimos dez anos! Não há evidência empírica de que os empréstimos a taxas subsidiadas aumentaram os investimentos que as empresas fariam se tivessem se financiado a taxas de mercado. Não há



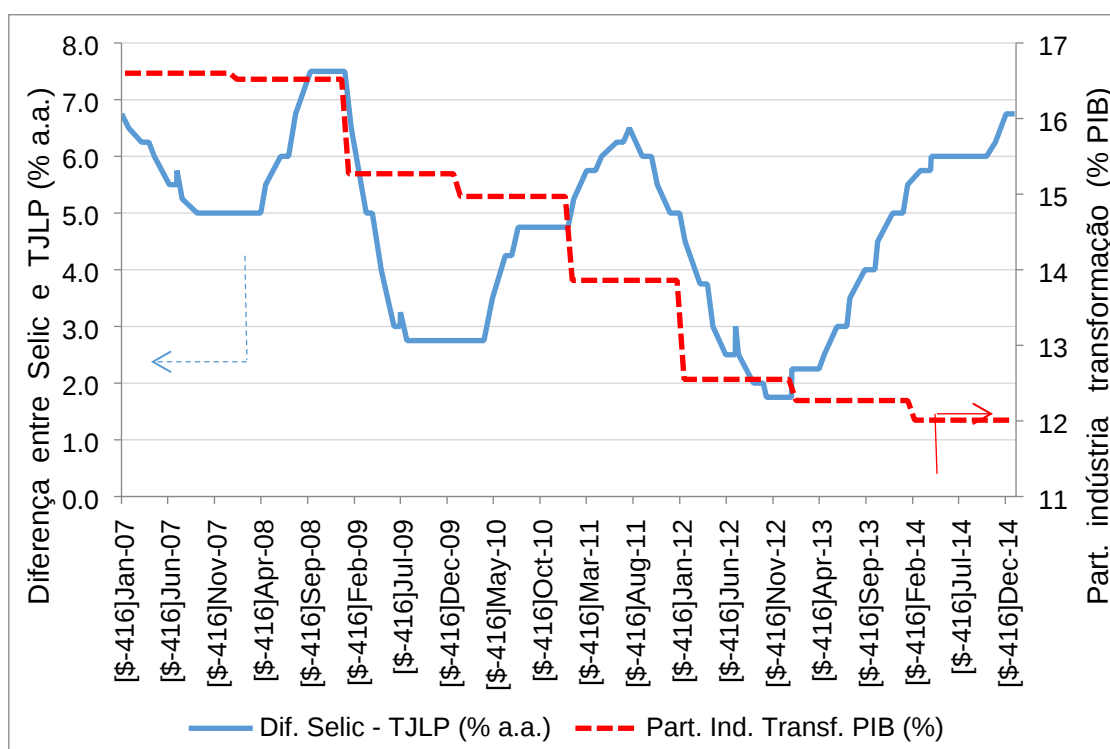
evidência empírica de que os investimentos financiados pelo BNDES tiveram, em geral, um retorno social que justificasse a destinação de recursos públicos subsidiados. Acima de tudo, não há evidência empírica de que a concessão de subsídios a taxas arbitrariamente reduzidas seja condição necessária ou suficiente para dinamizar o investimento no Brasil. Desta forma, as previsões tão repetidas nos debates e na imprensa de que a eliminação da TJLP levaria ao fim da indústria brasileira não encontram comprovação fática.

Gostaríamos de acrescentar às várias constatações já efetuadas neste Voto mais duas demonstrações empíricas da ausência de correlação entre a concessão de R\$ 240 bilhões em juros subsidiados a grandes empresas e o aumento – ou até mesmo a manutenção – do vigor da indústria brasileira.

A Figura 11 mostra o quadro do que se convencionou chamar de “desindustrialização” da economia brasileira, isto é, a queda da participação da indústria no PIB. Mostra-se, em conjunto, a intensidade dos subsídios oferecidos à indústria, medida pela diferença entre a taxa Selic e a TJLP. Como se vê, a diminuição progressiva da parcela da produção nacional proveniente da indústria independe da escala ou da trajetória de variação do benefício concedido.

Figura 11 – Participação da indústria no PIB (%) e diferença entre taxa Selic e TJLP (% a.a.)





Fonte: IpeaData, Banco Central do Brasil, CNI, BNDES

A inocuidade da política de maciça transferência de recursos públicos subsidiados efetuada pelo BNDES nos últimos dez anos pode ser constatada também sob um prisma internacional. A comparação entre a trajetória da taxa de investimentos da economia brasileira e a do conjunto de quatro países latino-americanos – Argentina, Chile, Colômbia e Peru – a partir de 2002 mostra que até 2009 as trajetórias apresentam evolução semelhante no Brasil e nos quatro países, apesar de nossa taxa de investimento revelar-se sistematicamente inferior às dos quatro países. A partir de 2010, no entanto, a taxa de investimentos no Brasil oscila em torno da média de 18,5% PIB, ao passo que as dos quatro países crescem de forma sustentada até 2014. Assim, a expressiva oferta de empréstimos subsidiados não foi suficiente para que os investimentos no Brasil crescessem em nível e em taxa superior à de outros países que não utilizaram intensamente esse mecanismo de incentivo.

A conclusão principal de todo este quadro, portanto, é que os efeitos benéficos da maciça oferta de subsídios implícitos pelo BNDES não estão claros, na melhor das hipóteses. Os CUSTOS dessa política, no entanto, são claríssimos. Não são apenas os R\$ 240 bilhões que, em dez anos,

deixaram de ser aplicados na melhoria do bem-estar dos contribuintes e dos trabalhadores. São também os custos intangíveis – e igualmente nefastos – de juros elevados, crédito mais caro para quem mais precisa, maior endividamento público, perda de produtividade, concentração de renda e menor geração de emprego e renda.

Em última análise, a aprovação desta medida provisória trará a clássica combinação de imposição de custos concentrados e a concessão de benefícios difusos. Nestas condições, os setores que inicialmente teriam mais a perder tendem a reagir com loquaz veemência. Foi assim no passado recente de nosso País. Os mais experientes se lembrarão do que se passou há 25 anos, quando fomos surpreendidos pela inesperada abertura comercial. Não foram poucas nem tímidas as vozes que nos alertaram de que nossa economia seria rapidamente destruída pela competição externa. Alertaram-nos que o fechamento econômico era absolutamente indispensável para que pudéssemos resistir à concorrência com mercados mais desenvolvidos.

O paralelo com a matéria em pauta é incontestável. De maneira análoga, a substituição da TJLP pela TLP, da forma como estipulada pela MP nº 777/17, oferece-nos a rara oportunidade de nos livrarmos de distorções que penalizam a maioria para beneficiar uma minoria. Estamos seguros de que a aprovação da matéria redundará em um melhor funcionamento da economia, que, ao final, trará ganhos para toda a sociedade – inclusive para aqueles que, em um primeiro momento, perderão parte de seus privilégios.

Antes de concluir, desejamos registrar nosso mais profundo agradecimento a todos aqueles que aceitaram nosso convite e se dedicaram ao debate profícuo e esclarecedor, trazendo-nos informações, opiniões e dados. Estejam certos de que levamos em consideração cada argumento, cada contribuição.

Foi-nos um abençoado privilégio ter a Relatoria de tão importante proposição. Submetemos nosso Parecer ao exame dos ilustres Pares nesta Comissão Especial, com a convicção de que procuramos merecer a elevada responsabilidade que nos foi concedida.



II. 4. 5 Das alterações ao texto da MP propostas pela Relatoria

Com o objetivo de aperfeiçoar a técnica legislativa da Medida Provisória nº 777/2017, sugerimos as seguintes alterações:

1 – Para fins de atendimento ao art. 7º da Lei Complementar nº 95, de 26/02/98, acrescentamos um artigo inicial que indicará o objeto da Lei e o respectivo âmbito de aplicação. Em consequência, procedemos à renumeração dos demais artigos;

2 – Decidimo-nos por alterar o *caput* e o § 2º do art. 2º e acrescentar um § 3º ao mesmo dispositivo, para tornar mais clara a metodologia de cálculo da TLP. Atendendo a sugestão apresentada em audiência pública, resolvemo-nos por explicitar, no *caput* do art. 2º, a previsão de que será de três meses, anteriormente à definição do componente prefixado da TLP, o período de apuração diária das taxas da estrutura a termo da taxa de juros das NTN-B que servirão para esta definição. Ademais, inclui-se no *caput* a especificação de que a taxa de juros prefixada corresponderá à média aritmética simples das taxas diárias. Por sua vez, alteramos o § 2º do mesmo dispositivo, de modo a evitar as potenciais controvérsias que poderiam ser geradas pela palavra “acrescido” constante do texto original, ao mesmo tempo em que remetemos para um § 3º a referência ao critério de variação do IPCA a ser considerado quando do cálculo do primeiro fator de ajuste;

3 – Para que não restem dúvidas de que a regulamentação da Lei a ser efetuada pelo Executivo deverá obedecer às especificidades constantes do texto legal, incluímos esta observação ao final do *caput* do art. 3º;

4 – O texto da MP nº 777/17 traz, nos textos do *caput* do art. 4º e do art. 5º, redação que nos parece imprecisa. Não há sentido em se estipular que um valor corresponderá à TLP, dado que esta é uma taxa de juros. Mais correto seria, a nosso ver, determinar que tal valor corresponderá à remuneração decorrente da aplicação da TLP;



Além disso, julgamos oportuno incluir dispositivo para garantir a manutenção, pelo BNDES, de suas linhas incentivadas para micro, pequenas e médias empresas, visando a estimular a inovação e a renovação do parque produtivo. Acreditamos que este é um aspecto fundamental para as novas perspectivas de atuação do Banco, de modo que esse segmento, tão importante para a geração de emprego e renda, não seja afetado durante o período de gradual implantação da TLP.

Efetuamos, portanto, essas alterações nos respectivos dispositivos.

II. 4. 6 Das emendas apresentadas na Comissão Mista da Medida Provisória

Quanto às emendas apresentadas na Comissão Especial, faremos a análise apenas daquelas em que foram verificados os requisitos de constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa, bem como dos requisitos relativos à compatibilidade e à adequação financeira e orçamentária.

Para facilitar a avaliação, fizemos o agrupamento das emendas segundo o assunto nelas tratado, conforme tabela a seguir:

Item	Emenda(s)	Matéria
1	7, 15, 18, 24, 27, 31, 33, 40	Alteração da forma de cálculo da TLP.
2	32	Alteração da entrada em vigência da TLP.
3	2, 4, 5, 19, 21, 23, 24, 37	Aplicação da TLP de acordo com o prazo médio ponderado do financiamento, com metodologia para cada caso e modalidade aplicável definida pelo CMN.
4	3, 38	Inclusão de cláusula de compensação financeira.
5	33, 34	Alteração do período de transição entre a TLP e a TJLP.
6	8, 24, 40	Definição, pelo CMN, de um redutor a ser aplicado à TLP, podendo ser aplicado em base horizontal ou em base restrita.
7	9, 26, 40	Continuidade da aplicação da TJLP para novos empréstimos.
8	10, 15, 20, 22, 32, 33, 34,	Limitação das condições de repactuação dos financiamentos

	39	concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES ou supressão da sua possibilidade.
9	25, 30	Supressão das alterações propostas pela MP na Lei nº 8.019/1990.
10	28, 29	Supressão das alterações propostas pela MP na Lei nº 9.365/1996.
11	35	Supressão do conteúdo da MP.

As emendas nºs 7, 15, 18, 24, 27, 31, 33 e 40 (item 1) pretendem alterar a forma de cálculo da TLP sugerida pela MP nº 777/17. Lembramos que a TLP, como formulada na Medida Provisória, representará o custo de captação de recursos no mercado pelo Tesouro Nacional, que é inferior às demais taxas de mercado. Nesse sentido, é importante destacar dois aspectos: i) a atual diferença entre a taxa pela qual o Tesouro Nacional realiza a captação de recursos e a taxa de financiamento utilizada para empréstimos de longo prazo tem gerado a transferência de recursos por meio de subsídios implícitos, os quais têm contribuído para o agravamento da dívida pública; ii) o financiamento a taxas de juros com prêmio de risco soberano, como é o caso dos juros reais das NTN-B, é um privilégio do Tesouro Nacional, tendo em vista que se trata da menor taxa de financiamento de longo prazo disponível no mercado, privilégio este que será estendido pela MP nº 777/17 às instituições financeiras oficiais, como o BNDES. Por isso, concluímos pela rejeição das referidas emendas.

As emendas nºs 2, 4, 5, 19, 21, 23, 24 e 37 (item 3) sugerem a aplicação da TLP de acordo com o prazo médio ponderado do financiamento, com metodologia para cada caso e modalidade aplicável definida pelo Conselho Monetário Nacional. Com relação ao assunto, entendemos coerente a aplicação do título para o prazo de cinco anos, uma vez que este reflete o tempo médio dos empréstimos e financiamentos que atualmente utilizam a TJLP como base de remuneração. Portanto, a existência de taxas múltiplas apenas descaracterizaria a TLP, na medida em que geraria uma multiplicidade de instrumentos financeiros conexos, tais como fundos de recebíveis e operações com derivativos, introduzindo dificuldades para

securitização de créditos e alavancagem de recursos de longo prazo, motivo pelo qual rejeitamos tais emendas.

As emendas nºs 33 e 34 (item 5) propõem o aumento do período de transição da TJLP para a TLP. Com a devida vênia, considerando que o período médio de financiamento de longo prazo é de cinco anos, e considerando, principalmente, a urgência em corrigir as distorções tratadas nesta Medida Provisória, as quais têm impacto sobre o aumento da dívida pública, somos da opinião de que o prazo originalmente proposto na MP nº 777/17 é suficiente para que ocorra uma transição suave e gradual entre as duas taxas. Assim, somos pela rejeição das emendas.

As emendas nºs 8, 24 e 40 (item 6) sugerem a possibilidade de o Conselho Monetário Nacional definir um redutor a ser aplicado à TLP, em razão de possível conjuntura desfavorável ao crescimento dos investimentos. Tal proposta sugere, na verdade, o retorno do componente discricionário e arbitrário que está presente na forma de cálculo da TJLP, a qual considera em sua fórmula “prêmio de risco” determinado de forma não transparente e não previsível pelo CMN. Conforme já exposto no item II.4.2,10, a transparência e a conexão com as taxas de mercado são justamente as características que tornam possível a securitização de créditos de longo prazo dos bancos federais oficiais, permitindo a melhor gestão de risco daquelas instituições, bem como o desenvolvimento de mercado secundário, atraindo investidores privados para o mercado de financiamento de longo prazo – especialmente para infraestrutura. Dessa forma, rejeitamos as citadas emendas.

As emendas nºs 9, 26 e 40 (item 7) propõem a alteração ou a supressão do art. 11 da MP, permitindo a continuidade da aplicação da TJLP após 01/01/2018 ou incluindo a possibilidade de o Conselho Monetário Nacional definir situações em que a TJLP poderá continuar a ser aplicada. As referidas emendas descaracterizam a proposta da Medida Provisória, qual seja, a de que a TLP substitua gradualmente a TJLP como taxa de referência para financiamentos de longo prazo. Além disso, a previsão de que o CMN possa incluir exceções para a aplicação da TLP dá ensejo novamente à possibilidade da criação de subsídios implícitos para determinados setores, de forma não



transparente e não aprovada pelo Congresso Nacional. Por tais motivos, rejeitamos as emendas.

As emendas nºs 10, 15, 20, 22, 32, 33, 34 e 39 (item 8) visam à limitação das condições de repactuação dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES ou mesmo a supressão da possibilidade de repactuação. Com relação à alteração do cronograma dos financiamentos, por mútuo acordo entre as partes, reiteramos o que já foi exposto no item II.3, no sentido de que a possibilidade de tal alteração já é prática corrente: todos os contratos atualmente assinados entre a União e o BNDES contemplam cláusula que autoriza o banco a efetuar a liquidação antecipada, total ou parcial, dos respectivos saldos devedores, de forma que a previsão da MP não altera a situação vigente no momento. Quanto à possibilidade de alteração da remuneração desses contratos, entendemos que o art. 10 simplesmente estabelece um tratamento similar para a remuneração dos empréstimos da União ao BNDES e a dos recursos dos Fundos pelo BNDES, consoante o fato de que ambas as modalidades de operação geram subsídios implícitos.

A emenda nº 32 (item 2) propõe, ainda, a vigência da TLP a partir de 01/01/2023. De acordo com o que já expusemos anteriormente, acreditamos que situação do país não permite a postergação das providências sugeridas pela MP. Dessa forma, a adoção da TLP deve ser medida de implementação imediata, pois visa à reversão do déficit primário e à estabilização da dívida pública, razão pela qual rejeitamos a referida emenda.

As emendas nºs 03 e 38 (item 4) preveem que as operações de financiamento contratadas pela TLP conterão cláusula de compensação financeira ao credor em caso de pré-pagamento ou liquidação antecipada do crédito em montante equivalente ao valor presente das parcelas de juros e principal vincendas, descontadas pela TLP vigente na data de decretação ou declaração do vencimento antecipado ou de liquidação antecipada. Cabe registrar que o objetivo de tais emendas já está contemplado pelo § 5º do art. 1º, que prevê que, em caso de pagamento antecipado das parcelas, as instituições financeiras que operam recursos dos fundos abrangidos pela MP nº



777/17 deverão pagar SELIC aos Fundos, ou seja, a medida provisória já protege a remuneração do recurso do Fundo neste caso.

Ademais, há que se considerar, na ponta da relação do BNDES com o mutuário, que há uma determinação no mercado de crédito, baseada na Resolução CMN nº 3.516/07, para que não seja tarifada a liquidação antecipada de operações de crédito contratadas por pessoas físicas, microempresas e empresas de pequeno porte. Haveria a possibilidade desta cobrança, sob certos parâmetros, para empresas de médio e grande porte, conforme cláusula contratual, cuja imposição, em nenhum momento, é vedada pela MP nº 777/17.

Em suma, as emendas impõem uma cláusula de compensação financeira em caso de liquidação antecipada a fim de proteger o recurso público. No entanto: i) a própria MP já protege o recurso público ao determinar que o Banco pague Selic aos fundos sobre esta quitação antecipada; ii) da parte do BNDES, tal cobrança fere o princípio da Resolução CMN nº 3.516/07 (fundamentada no Código de Defesa do Consumidor e no Estatuto da Micro e Pequena Empresa) no caso de mutuários de menor porte financeiro; e iii) nada impede que o BNDES imponha esta cláusula no caso de empresas maiores.

Com relação às emendas nºs 25 e 30 (item 9), e 28 e 29 (item 10), que propõem a supressão de alterações propostas pela Medida Provisória na Lei nº 8.019/90 e na Lei nº 9.365/96, entendemos pela sua rejeição, uma vez que as modificações propostas na MP cumprem o objetivo de aperfeiçoar e atualizar a legislação em vigor.

Por fim, a emenda nº 35 (item 11) tem por objetivo a supressão de todo o conteúdo da MP. Com base em tudo que foi exposto no presente relatório, consideramos que elas não merecem prosperar, pois estamos certos da importância da referida Medida Provisória para o país.

Portanto, somos pela **rejeição das emendas** apresentadas, e **pela aprovação da Medida Provisória nº 777**, de 26 de abril de 2017, na forma do projeto de lei de conversão que ora apresentamos.





II.5 VOTO

Pelos motivos acima expostos, **VOTAMOS:**

I - pelo atendimento aos pressupostos constitucionais de relevância e urgência da Medida Provisória nº 777/2017;

II - pela inconstitucionalidade das Emendas nºs **11, 12, 13, 14 e 16** e pela constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas a ela apresentadas;

III - pela incompatibilidade e inadequação financeira e orçamentária das emendas nºs **1, 6, 10, 11, 12, 13, 14, 17 e 36**, e pela adequação e compatibilidade financeira e orçamentária da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas; e

IV - no mérito, **pela rejeição de todas as emendas apresentadas à Medida Provisória nº 777/2017; e pela aprovação da Medida Provisória nº 777/2017, na forma do projeto de lei de conversão apresentado em anexo.**

Sala da Comissão, em 09 de agosto de 2017.

Deputado BETINHO GOMES

Relator

2017_



**COMISSÃO MISTA DESTINADA A EMITIR PARECER SOBRE A
MEDIDA PROVISÓRIA Nº 777, DE 26 DE ABRIL DE 2017**

PROJETO DE LEI DE CONVERSÃO Nº _____, DE 2017

Institui a Taxa de Longo Prazo – TLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT e do Fundo da Marinha Mercante – FMM, dispõe sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES e dá outras providências.

O Congresso Nacional decreta:

Art. 1º Esta lei institui a Taxa de Longo Prazo – TLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT e do Fundo da Marinha Mercante – FMM e dispõe sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES.

Art. 2º Os recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT e do Fundo da Marinha Mercante – FMM, quando aplicados pelas instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento contratadas a partir de 1º de janeiro de 2018, serão remunerados, *pro rata die*, pela Taxa de Longo Prazo – TLP, apurada mensalmente, composta pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, apurado e divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, e pela taxa de juros prefixada, estabelecida em cada operação.



§ 1º A taxa de juros prefixada a que se refere o *caput* deste artigo será a vigente na data de contratação da operação e será estabelecida de acordo com o disposto no art. 3º desta Lei, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento.

§ 2º Os recursos dos Fundos de que trata o *caput* repassados às instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento, enquanto não aplicados, serão remunerados, *pro rata die*, pela taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – Selic para títulos públicos federais, divulgada pelo Banco Central do Brasil, ou por outra taxa que legalmente venha a substituí-la.

§ 3º A taxa de remuneração a que se refere o § 2º acima será descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% (nove centésimos por cento) ao ano.

§ 4º Na hipótese de ser verificado inadimplemento de parcela da operação de financiamento contratada, a instituição financeira deverá remunerar os recursos, *pro rata die*, pelos mesmos critérios previstos para os recursos aplicados na forma do *caput* deste artigo, pelo prazo de até sessenta dias, contado da data de vencimento contratada, conforme o esquema de pagamento contratado.

§ 5º O disposto no § 2º se aplica aos valores relativos às parcelas inadimplidas das operações de financiamento, desde a data de vencimento contratada, após decorrido o prazo estabelecido no § 4º acima, e às parcelas cujo pagamento tenha sido antecipado em relação à data de vencimento contratada, desde a data do recebimento.

§ 6º A TLP não se aplica aos recursos dos Fundos utilizados em operações de financiamentos de empreendimentos e projetos destinados à produção ou à comercialização de bens e serviços de reconhecida inserção internacional, cujas obrigações de pagamentos sejam denominadas ou referenciadas em dólar norte-americano ou em euro, as quais observarão o disposto no art. 6º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996.

§ 7º As operações de financiamento de empreendimentos e projetos destinados à produção ou à comercialização de bens e serviços de reconhecida inserção internacional, cujas obrigações de pagamento sejam



denominadas e referenciadas em moeda nacional, passam a ser remuneradas pela TLP.

Art. 3º A taxa de juros prefixada a que se refere o § 1º do art. 2º desta Lei terá vigência mensal, com início no primeiro dia útil de cada mês-calendário, e corresponderá à média aritmética simples das taxas para o prazo de cinco anos da estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional - Série B – NTN-B, apuradas diariamente, dos três meses que antecedem a sua definição.

§ 1º À taxa de juros mencionada no *caput* deste artigo será aplicado um fator de ajuste que convergirá linearmente para um, em ajustes anuais, no prazo de cinco anos, contado a partir de 1º de janeiro de 2018.

§ 2º O primeiro fator de ajuste de que trata o §1º deste artigo será tal que, quando aplicado à taxa de juros prefixada referida no *caput*, a TLP resultante para 1º de janeiro de 2018 será igual à Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP vigente para a mesma data.

§ 3º Para o cálculo do primeiro fator de ajuste, definido no § 2º deste artigo, a variação do IPCA a ser considerada será a expectativa de inflação para os doze meses subsequentes à sua fixação.

Art. 4º A TLP será calculada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional, observado o disposto nesta Lei.

Parágrafo único. A taxa de juros a que se refere o art. 3º desta Lei e o seu fator de ajuste serão apurados de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional e divulgados pelo Banco Central do Brasil até o último dia útil do mês imediatamente anterior ao de sua vigência.

Art. 5º O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES recolherá ao FAT, semestralmente, até o décimo dia útil do mês subsequente ao seu encerramento, o valor correspondente à remuneração decorrente da aplicação da TLP a que se refere o *caput* do art. 2º desta Lei, considerando o ano de duzentos e cinquenta e dois dias úteis, limitada a seis por cento ao ano, capitalizada a diferença.



§ 1º O BNDES recolherá ao FAT, mensalmente, até o décimo dia útil do mês subsequente ao seu encerramento, o valor correspondente à remuneração de que trata o § 2º do art. 2º desta Lei.

§ 2º O BNDES encaminhará, mensalmente, ao Conselho Deliberativo do FAT – Codefat, os extratos das movimentações diárias dos recursos, segregados por modalidade de remuneração, e os relatórios gerenciais dos recursos aplicados, na forma e na periodicidade definidas pelo referido Conselho.

Art. 6º O BNDES recolherá ao Fundo de Participação PIS-Pasep, nos prazos legais, o valor correspondente à remuneração decorrente da aplicação da TLP a que se refere o *caput* do art. 2º desta Lei, limitada a seis por cento ao ano, capitalizada a diferença.

Art. 7º Ficam ressalvadas dos limites de que tratam o *caput* do art. 5º e o art. 6º desta Lei as demais hipóteses de transferência e recolhimento previstas nas legislações específicas dos respectivos Fundos.

Art. 8º As instituições financeiras oficiais federais deverão segregar, por modalidade de remuneração, os saldos dos recursos de que trata esta Lei, mediante a adoção de controles internos que evidenciem a apuração correta e a remuneração dos recursos.

Art. 9º A remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do FAT e do FMM, aplicados pelas instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento contratadas até 31 de dezembro de 2017, permanece regida pela Lei nº 9.365, de 1996.

Parágrafo único. A renegociação, a composição, a consolidação, a confissão de dívida e os negócios assemelhados, referentes às operações de que trata o *caput*, que importem em prorrogação do prazo original ou acréscimo do saldo devedor mediante a liberação de novos recursos, ficarão sujeitos à forma de remuneração prevista nos art. 2º e art. 3º desta Lei.

Art. 10. Os recursos do FAT aplicados em depósitos especiais, nos termos do art. 9º da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, destinados a programas de investimento que estimulem a geração de emprego e renda



serão remunerados, *pro rata die*, pelos mesmos critérios previstos no art. 2º, *caput* e §§ 2º, 4º e 5º, e no art. 9º desta Lei.

Parágrafo único. Os critérios de aplicação dos depósitos especiais do FAT serão estabelecidos pelo Codefat.

Art. 11. Fica a União autorizada a repactuar as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração, com o objetivo de adequar a remuneração dos referidos financiamentos ao disposto nesta Medida Provisória.

§ 1º As referidas repactuações deverão considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos de que trata o *caput* deste artigo:

I - a TLP, para operações de financiamento contratadas entre o BNDES e seus tomadores a partir de 1º de janeiro de 2018;

II - a taxa média referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, ou outra taxa que legalmente venha a substituí-la, para os recursos não aplicados pelo BNDES em operações de financiamento a seus tomadores, descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% (nove centésimos por cento) ao ano; e

III - a TJLP, para os demais recursos.

§ 2º Para atender ao disposto neste artigo, o BNDES encaminhará ao Ministério da Fazenda os extratos das movimentações diárias dos recursos oriundos dos financiamentos de que trata o *caput*, segregados por modalidade de remuneração, conforme disposto no § 1º deste artigo, e os relatórios gerenciais dos recursos aplicados, com periodicidade e demais especificações definidas em conjunto pelas referidas instituições.

§ 3º Fica autorizada, no âmbito da repactuação de que trata o *caput* desta Lei, por mútuo acordo entre as partes, a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento previstos nos contratos celebrados entre a União e o BNDES.

Art. 12. Fica vedada, a partir de 1º de janeiro de 2018, a contratação de operações que tenham a TJLP como referência, ressalvadas as seguintes hipóteses:



I - operações de *hedge*;

II - operações de financiamento que tenham obtido o reconhecimento preliminar de sua elegibilidade às linhas de crédito das instituições financeiras oficiais federais por comitê de crédito ou órgão congênere até 31 de dezembro de 2017;

III - operações de financiamento destinadas ao apoio a projetos de infraestrutura, objeto de licitações públicas cujo edital tenha sido publicado até 31 de dezembro de 2017;

IV - operações de financiamento indiretas, por meio de agentes financeiros credenciados, que tenham sido protocoladas junto às instituições financeiras oficiais federais até 31 de dezembro de 2017; e

V – operações realizadas por meio do Cartão BNDES que tenham sido autorizadas em seu Portal de Operações até 31 de dezembro de 2017.

§ 1º Os recursos dos Fundos de que trata o *caput* do art. 2º desta Lei aplicados nas operações relacionadas nos incisos II a V do *caput* deste artigo serão remunerados pela TJLP.

§ 2º O disposto neste artigo não afasta a aplicação da TJLP nas finalidades previstas em legislação específica.

Art. 13. Além dos casos previstos nesta Lei, a TLP poderá ser utilizada em operações realizadas nos mercados financeiro e de valores mobiliários, nas condições estabelecidas, respectivamente, pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 14. O BNDES manterá, por pelo menos cinco anos, a partir da publicação desta Lei, suas linhas incentivadas para micro, pequenas e médias empresas, visando a estimular a inovação e a renovação do parque produtivo.

Art. 15. A Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 7º

.....

§ 3º Caberá ao BNDES a
determinação das operações de financiamento



contratadas com recursos do FAT cujos recursos serão objeto do recolhimento de que trata este artigo. (NR)”

Art. 16. A Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 2º A TJLP será apurada de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional e divulgada pelo Banco Central do Brasil até o último dia útil do trimestre imediatamente anterior ao de sua vigência. (NR)”

Art. 17. A Lei nº 10.893, de 13 de julho de 2004, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 35.

.....

I - ter como remuneração nominal:

a) a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP do respectivo período, no caso dos financiamentos contratados com recursos do FMM que tenham previsto a TJLP como remuneração nominal, nos termos da legislação em vigor; ou

b) aquela a que fazem jus os recursos do FMM aplicados pelas instituições financeiras oficiais federais em operações de financiamento, nos demais casos;

..... (NR)”

Art. 18. A Lei nº 10.849, de 23 de março de 2004, passa a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 7º Fica a União autorizada a equalizar as taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueira, tendo como parâmetro de remuneração:

I - aquela a que fazem jus os recursos do FMM, no caso de operações contratadas com base no referido Fundo; ou

II - aquela de que trata o art. 2º da Lei nº 10.177, de 12 de janeiro de 2001, no



caso de operações contratadas com base em recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento do Norte e Nordeste.

.....(NR)”

Art. 19. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos:

I - imediatos, quanto ao art. 4º; e

II - em 1º de janeiro de 2018, quanto aos demais dispositivos.

Art. 20. Ficam revogados:

I - os seguintes dispositivos da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990:

a) o art. 3º; e

b) os §§ 5º e 7º do art. 9º; e

II - o art. 3º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996.

Art. 21. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação oficial.

Sala da Comissão, em 09 de agosto de 2017.

Deputado BETINHO GOMES

Relator



2017_



CD/17453.00434-77