

**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 01/01/18, 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 prefixada, estabelecida em cada

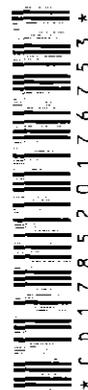


operação, que será a vigente na data de contratação da operação, estabelecida de acordo com o disposto no art. 2º, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento. Prevê-se, além disso, no § 2º, que aqueles recursos, enquanto não aplicados, serão remunerados, *pro rata die*, 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 60 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 60 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.

Excetua-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 16/12/96. 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



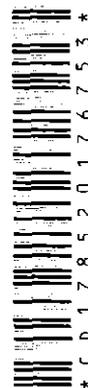
anos. Adicionalmente, ao longo do mesmo prazo de cinco anos, a partir de 01/01/18, será aplicado um fator de ajuste anual, que convergirá linearmente para um, sendo o primeiro deles definido de maneira que a mencionada taxa de juros prefixada acrescida da expectativa de inflação para os doze meses subsequentes à sua fixação, resulte em valor igual à Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP vigente em 01/01/18.

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 252 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 Fundos<sup>1</sup> 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.

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

<sup>1</sup> 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.



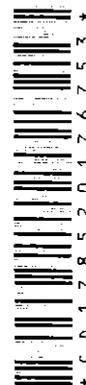
demais hipóteses de transferência e recolhimento previstas nas legislações específicas dos respectivos Fundos.

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 31/12/17 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*, 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 desta 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 01/01/18; (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

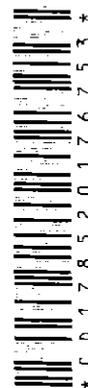


extratos das movimentações diárias dos recursos oriundos desses financiamentos, segregados por modalidade de remuneração, e os relatórios gerenciais dos recursos aplicados, com periodicidade e demais especificações definidas em conjunto pelas referidas instituições. Por sua vez, o § 3º do dispositivo autoriza, no âmbito da repactuação de que trata o *caput*, 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 01/01/18, 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 31/12/17; (iii) operações de financiamento destinadas ao apoio a projetos de infraestrutura, objeto de licitações públicas cujo edital tenha sido publicado até 31/12/17; (iv) operações de financiamento indiretas, por meio de agentes financeiros credenciados, que tenham sido protocoladas junto às instituições financeiras oficiais federais até 31/12/17; e (v) operações realizadas por meio do Cartão BNDES que tenham sido autorizadas em seu Portal de Operações até 31/12/17. 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 nesta 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.

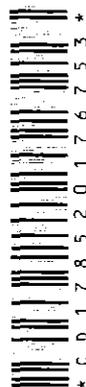
O **art. 14** altera o art. 2º da Lei nº 9.365, de 16/12/96, preconizando a definição, pelo Conselho Monetário Nacional, e divulgação, pelo Banco Central do Brasil, de metodologia para apuração da TJLP até o último dia útil do trimestre imediatamente anterior ao de sua vigência.

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 01/01/18, 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.

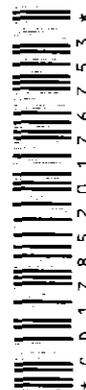
O documento em tela argumenta que, ainda que amparada nos parâmetros legais, a prática atualmente adotada para a determinação da TJLP pelo CMN carece de um balizamento metodológico que lhe conceda maior estabilidade e previsibilidade, mantendo em foco a perspectiva do custo dos recursos públicos de longo 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 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 01/01/18, 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 31/12/17, permitindo que as duas taxas convivam pelo menos até a amortização de todos os financiamentos pactuados em TJLP.

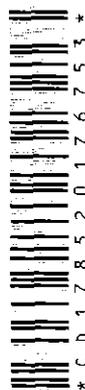
A Exposição de Motivos Interministerial aponta que a TLP, por ser baseada em parâmetros de mercado, possibilitará a securitização de créditos de longo prazo dos bancos federais oficiais, especialmente do BNDES, bem como a gestão das carteiras de recebíveis de longo prazo, por meio da contratação de operações 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 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.

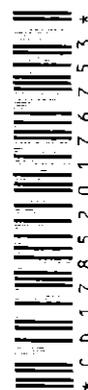
Ressalta, ademais, que, como consequência da nova remuneração que será aplicada aos empréstimos de longo prazo no País, o marco legal proposto autoriza a União a repactuar as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração. Dessa forma, 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 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.

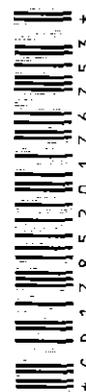
Ressalta, ademais, que a mudança proposta tem impactos diretos e indiretos. Indica que o impacto direto decorre da redução no subsídio implícito, pois os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional para financiar os empréstimos do BNDES ao setor privado têm custo de financiamento maior que a TJLP. Por sua 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.

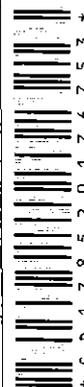
A Medida Provisória nº 777/17 foi encaminhada ao Congresso Nacional pela Mensagem Presidencial nº 125, de 26/04/17. A Comissão Mista destinada a dar parecer à proposição foi instalada em 07/06/17, sendo eleito Presidente o Senador Lindbergh Farias e composta pelos seguintes Parlamentares titulares: Senador 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).



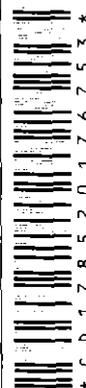
Em 19/06/17, a MP nº 777/17 teve sua vigência prorrogada por 60 dias, nos termos do Ato nº 34 do Presidente da Mesa do Congresso Nacional. Em 29/06/17, recebemos a honrosa missão de relatar a matéria.

Foram apresentadas 40 emendas no prazo regimental para tanto destinado, encerrado em 03/05/17, descritas a seguir.

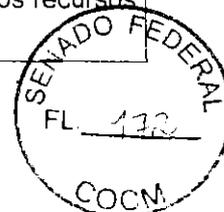
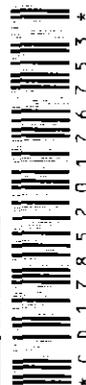
Nº	Autor	Síntese da emenda
1	Deputado Jerônimo Goergen	A Taxa de Longo Prazo (TLP) será composta pela variação projetada do IPCA para o período de doze meses, somada à metade do percentual projetado para o período de doze meses do PIB, calculado pelo Ministério do Planejamento e Orçamento. Serão suprimidas 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 Grazziotin	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.
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	Suprime o §3º do Artigo 10 da MP 777/2017, que autoriza a alteração do



	Luciana Santos	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 Zarattini	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 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	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.



	Zarattini	
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	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>O CMN poderá prever exceção à vedação de contratação de operações que utilizem a TJLP como referência.</p>

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, em 12/07/17, foi realizada reunião de 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 reunião: 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; Emani 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.



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 do Deputado Relator, Betinho Gomes, 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.

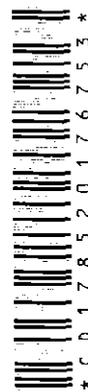
Cabe-nos agora, nesta Comissão Especial, apreciar a matéria quanto ao exame da admissibilidade da constitucionalidade, juridicidade e técnica legislativa; quanto ao exame da admissibilidade financeira e orçamentária; e quanto ao mérito, nos aspectos atinentes às atribuições do Colegiado, nos termos da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

É o relatório.

## II – VOTO DO RELATOR

Antes de apreciar o mérito da MP nº 777, 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

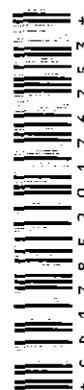


Os fundamentos de relevância e urgência constitucionalmente exigidos para a adoção de inovações legislativas na forma de Medida Provisória nº 777/2017 foram declinados na Exposição de Motivos (EM) nº 36/2017, da lavra conjunta do Ministério da Fazenda (MF), do Banco Central do Brasil (BCB) e do Ministério 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”*. De fato, a MP insere-se no contexto de outras medidas governamentais que buscam reverter o quadro de aceleração da 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, Nacional alcançariam a cifra de R\$ 109 bilhões no período de 2017 a 2060. Portanto, a 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.

Por sua vez, a urgência da medida se justifica tanto pela necessidade da manutenção da dívida pública em patamares sustentáveis no curto prazo quanto pela 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.

**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 inconstitucionalidade<sup>2</sup> das Emendas nºs 11, 12, 13, 14 e 16**, por tratarem de temas estranhos ao objeto da Medida Provisória em análise, **e pela constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas a ela apresentadas.**

<sup>2</sup> 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”.



### II.3 DA COMPATIBILIDADE E ADEQUAÇÃO ORÇAMENTÁRIA E FINANCEIRA

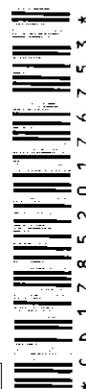
A Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017, não apresenta vícios de compatibilidade e adequação orçamentária e financeira, uma vez que não cria novas despesas para a União, nem tampouco estabelece benefícios fiscais que impliquem renúncia de receitas. Nos termos da Nota Técnica nº 19 da Consultoria 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.

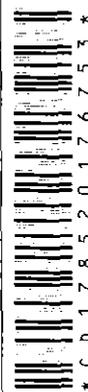
No que se refere às emendas apresentadas, da leitura das diversas justificativas, percebe-se que a preocupação expressa na maior parte delas diz respeito ao aumento do custo dos empréstimos concedidos no âmbito do BNDES. Nesse sentido, boa parte das emendas busca amenizar o impacto da TLP sobre a remuneração 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 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.



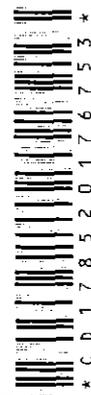
18	16	Modifica a Lei nº10.849/2004.
----	----	-------------------------------

No que se refere às **emendas nºs 17** (item 2); **06 e 36** (item 4); e **01** (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 04 e 37** (item 1); **02, 04, 21, 23, 24 e 37** (item 3); **15, 18 e 33** (item 5); **7, 24 e 40** (item 6); **33 e 34** (item 7); **08, 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), **05 e 19** (item 12); e **09** (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 contemplam 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*:

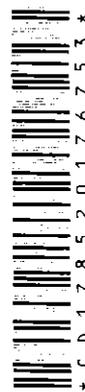
*CLÁUSULA OITAVA – LIQUIDAÇÃO ANTECIPADA – O BNDES poderá, antecipadamente, liquidar total ou parcialmente a dívida decorrente da concessão de crédito ora ajustada, mediante solicitação dirigida à Secretaria do Tesouro Nacional e após autorização do Ministro de Estado da Fazenda. (Contrato 845/PGFN/CAF)*

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



financiamento, o que implicaria o aumento de receitas orçamentárias para o governo federal. **A aprovação das emendas n<sup>os</sup> 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 n<sup>os</sup> 03 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 03 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 n<sup>o</sup> 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 n<sup>o</sup> 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 n<sup>os</sup> 12, 13 e 14 não estão relacionadas à TLP. Elas modificam a Lei n<sup>o</sup> 10.893/2004 e da Lei 10.849/2004, também objeto de alteração por parte da MP a fim de adequá-las às modificações relacionadas à introdução da TLP.

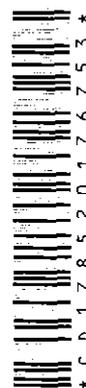
A emenda n<sup>o</sup> 12 pretende incluir comando na Lei n<sup>o</sup> 10.893/2004 para determinar que deverão ser acrescidos da SELIC, mais 1% de juros no mês de pagamento, os valores que devem ser ressarcidos às empresas brasileiras de navegação provenientes do adicional ao Frete para Renovação da 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 n<sup>o</sup> 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 n<sup>o</sup> 10.893/2004, de três para cinco anos.

A emenda n<sup>o</sup> 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 n<sup>o</sup> 10.893/2004.

As emendas n<sup>os</sup> 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 n<sup>o</sup> 13.408, de 2016), bem como o art. 16 da Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n<sup>o</sup> 101, de 2000), fato que não ocorreu. **Assim, com relação às emendas n<sup>os</sup> 12, 13 e 14, consideramos não atendidas as exigências e as condições estabelecidas pela LRF e pela LDO.**

A emenda n<sup>o</sup> 16 modifica a Lei n<sup>o</sup> 10.849/2004, determinando a equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profta



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

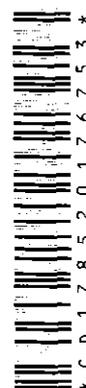


estipulado um período de transição de cinco anos até que ela venha a refletir a totalidade dos juros da NTN-B.

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 nos 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

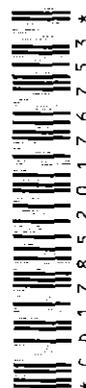


investidores durante um grande período ou, como normalmente se diz, no longo prazo.

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 20 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 2 a quase 40 anos, com aqueles de prazos mais longos respondendo por mais de 30% do estoque.

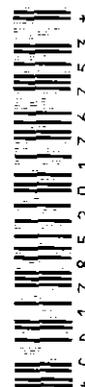


A discricionariedade na fixação da TJLP, assim, já não é mais necessária. O mercado financeiro já provê informações do custo de longo prazo do dinheiro com que balizar as operações de longo prazo financiadas pelo BNDES. Já se pode comparar a TJLP definida artificialmente com as taxas de juros de longo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

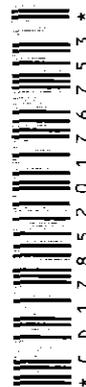
### II.4.2.1 – Impacto sobre as contas públicas

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

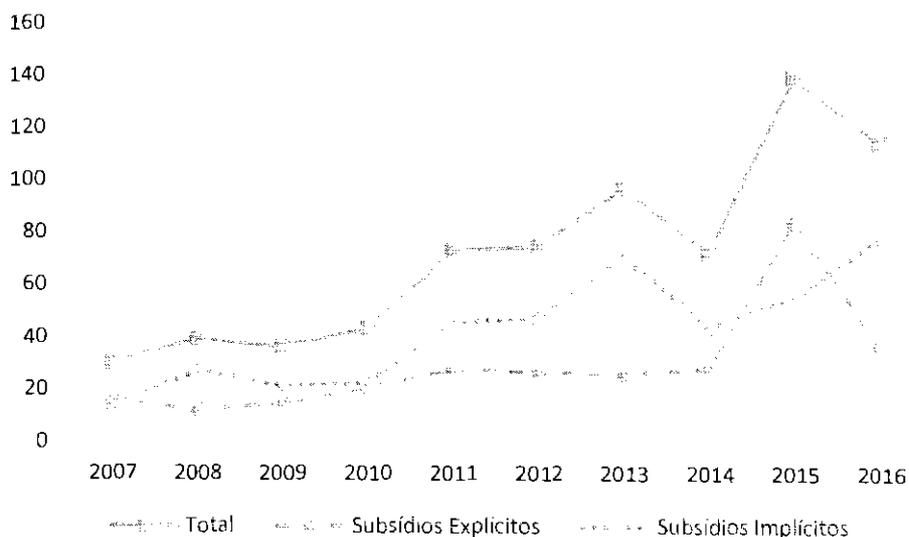


montante da dívida bruta do setor público, mas não o resultado primário. Exemplos deste tipo de subsídio implícito nas operações do BNDES são os associados aos empréstimos da União ao próprio banco e os associados ao uso pelo banco dos recursos postos à sua disposição pelos três Fundos. Os subsídios 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 R\$ 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)



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);

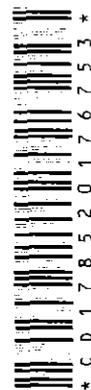
(ii) os subsídios implícitos associados aos empréstimos da União ao BNDES – decorrentes da diferença entre a taxa de captação do Tesouro Nacional e a TJLP, a taxa que remunera os empréstimos;

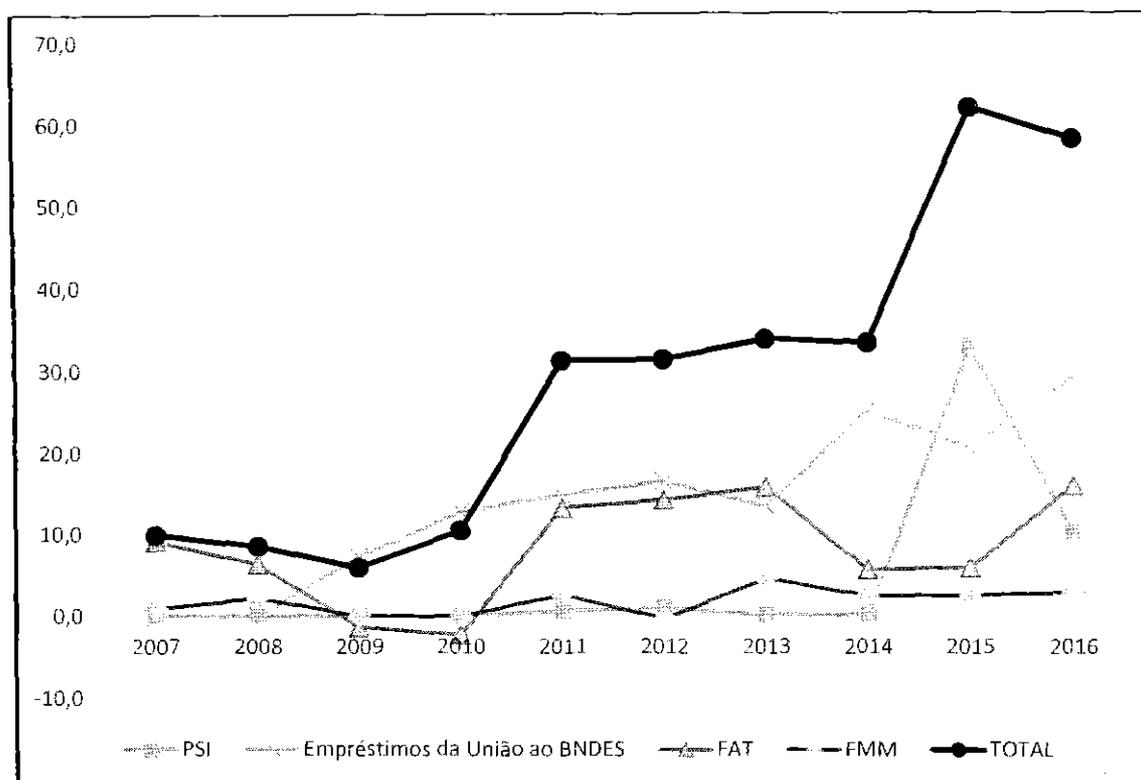
(iii) os subsídios implícitos associados ao custo de oportunidade incorrido pelo FAT – correspondentes à diferença entre a taxa Selic e a TJLP, tendo em vista que os recursos do Fundo são remunerados pela TJLP, quando eles poderiam ser remunerados à taxa Selic; e

(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.

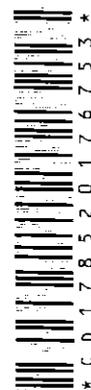
**Figura 2** - Subsídios nas operações referenciadas à TJLP: 2007 a 2016  
(R\$ bilhões de 2016)





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

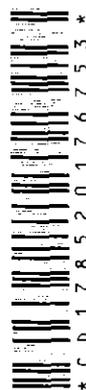
Discriminação	Tipologia	Montante concedido (R\$ bilhões de 2016)
PSI	Explícito	45,1
Empréstimos da União ao BNDES	Implícito	139,8
FAT		82,4
FMM		17,5
<b>TOTAL</b>		<b>284,7</b>



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 costumam cerca de R\$ 20 bilhões por ano.

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 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



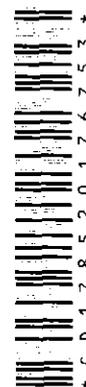
entre o custo de captação do Tesouro e o custo subsidiado das operações com TJLP. A redução dos subsídios implícitos contribuirá para reduzir a taxa de crescimento da dívida pública, diminuindo os superávits primários necessários para o controle da dinâmica da dívida, com menor pressão sobre os gastos 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 Legislativo, a exemplo do que ocorre com programas públicos cujos subsídios são explícitos, como o Plano Sara, o Pronaf e o Pro



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.

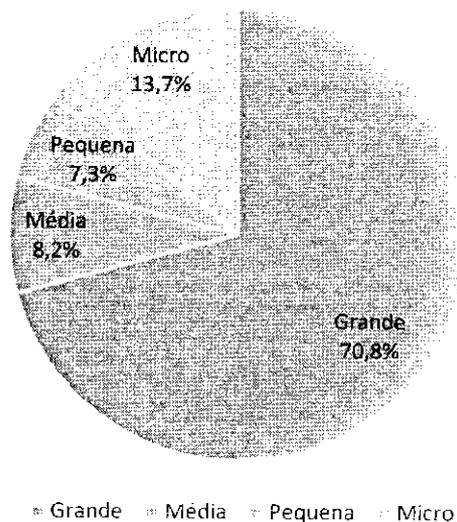
#### II.4.2.3 – Diminuição da regressividade na concessão de crédito

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.

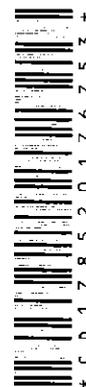
Os dados, porém, sugerem que os desembolsos do BNDES, balizados pela TJLP, destinam-se, em sua maioria, justamente para as empresas maiores. A Figura 3 mostra que, entre 2007 e o primeiro semestre deste ano, mais de 70% dos recursos emprestados pelo banco foram captados por empresas de grande porte, 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 (%)

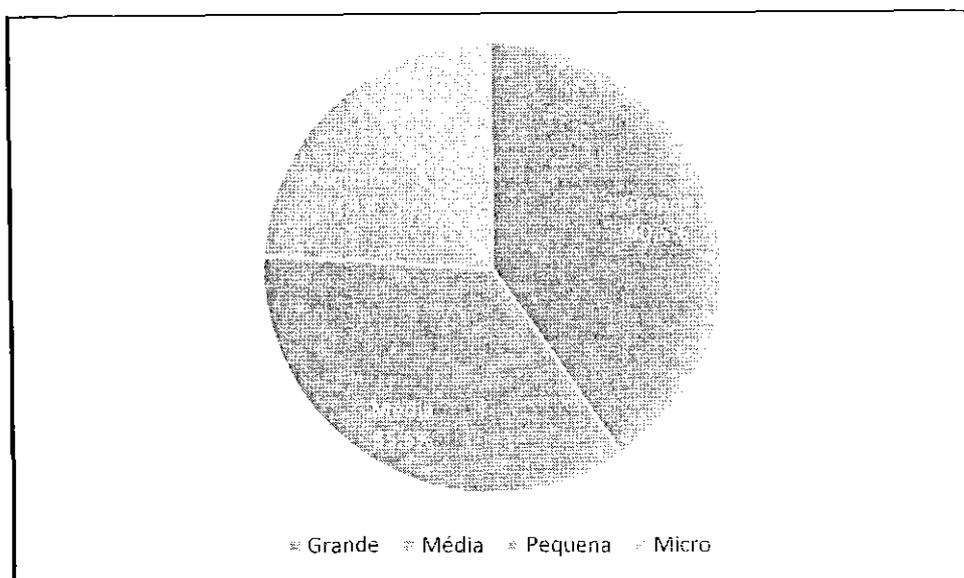




Em contrapartida, os três maiores bancos comerciais brasileiros – Itaú, Santander e Bradesco – destinavam, em março deste ano, pouco mais de 40% de suas operações de crédito a empresas de grande porte, como pode ser visto na Figura 4.

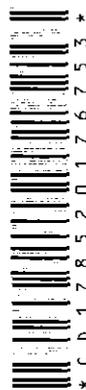


**Figura 4** – Distribuição das operações de crédito dos bancos Itaú, Santander e Bradesco pelo porte das empresas clientes: março de 2017 (%)



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.

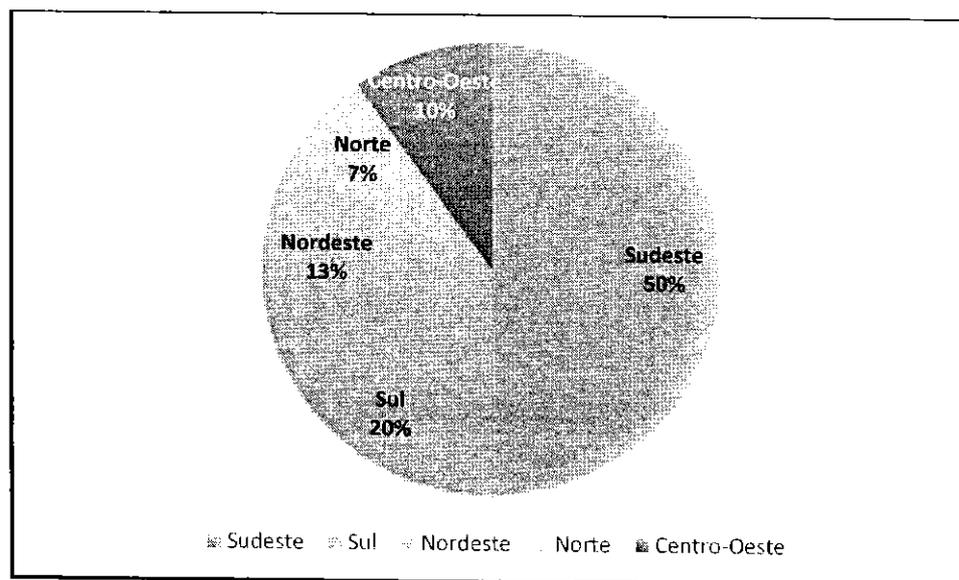
Outro elemento de reflexão provém dos dados sobre a evolução nos últimos anos da composição das fontes de financiamento do investimento no Brasil, apresentados na reunião de audiência pública promovida por esta Comissão em 12/07/17. Observa-se redução da participação de recursos próprios a partir de 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.



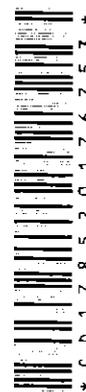
#### II.4.2.4 – Desconcentração regional na concessão de crédito

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 (%)



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.

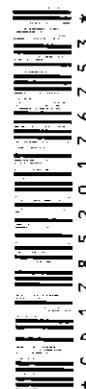
#### II.4.2.5 – Tratamento assimétrico com relação aos Fundos Constitucionais de Financiamento

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.

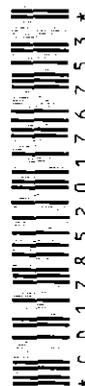
Por fim, os recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento repassados aos bancos operadores – Banco da Amazônia, Banco do Nordeste do Brasil e Banco do Brasil – e por eles não emprestados são remunerados pelos bancos às mesmas taxas que aufeririam se tivessem aplicado os recursos. Como se lembrará, 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

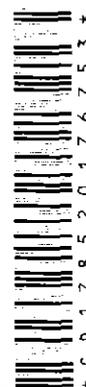


03/12/70. Nos termos do art. 239 da Constituição, os recursos provenientes da arrecadação das contribuições para o PIS e para o Pasep foram destinados ao custeio dos Programas do Seguro Desemprego e do Abono Salarial, ao financiamento de programas de qualificação de trabalhadores e, em parcela não inferior 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 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.



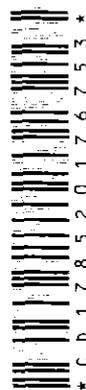
Constata-se, assim, mais um aspecto positivo trazido pela MP nº 777/17. A obrigatoriedade de remunerar pela TLP os recursos do FAT repassados ao BNDES e por este emprestados garante um melhor retorno para o capital do Fundo e, por conseguinte, maior disponibilidade financeira para a realização de programas 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.

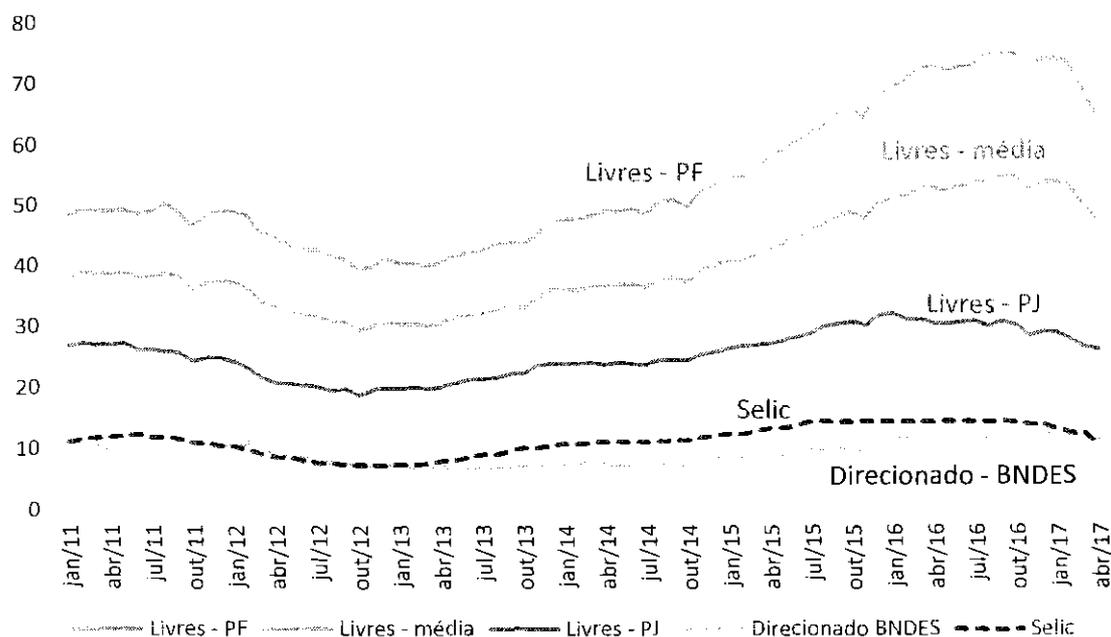
#### II.4.2.7 – Redução dos juros da economia

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



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 Goldfajn<sup>3</sup> revela que, entre 2011 e 2016, o *spread* bancário – isto é, 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

<sup>3</sup> GOLDFAJN, Ilan. Painel Projeto de *Spread* Bancário. Banco Central do Brasil. Fevereiro de 2017.



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 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 diminuirá as necessidades de financiamento do setor público em igual medida. Em consequência, a demanda do setor público por recursos será reduzida, 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.

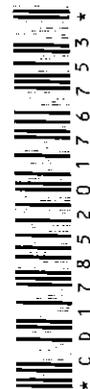
Assim como no caso dos espetáculos teatrais, a abolição da meia entrada fará convergir os preços necessariamente altos e os preços artificialmente baixos. A sociedade será beneficiada por taxas de juros mais baixas para **todos**, e não apenas, como ocorre hoje, para a minoria que dispõe de acesso ao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

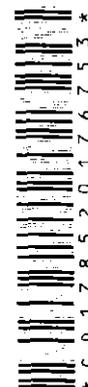


As ações de política monetária visam a perseguir a estabilidade de preços, com baixas taxas de inflação na economia, por meio de seus efeitos sobre a decisão das empresas e das famílias em consumir e investir. De um modo geral, quando a demanda agregada se eleva, sem o correspondente aumento da oferta 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 por nada menos de 69% deste mercado. 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



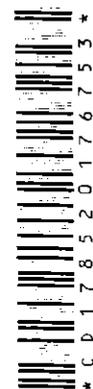
necessidade de que aquelas flutuações sejam mais pronunciadas, para que se façam sentir pela outra parte.

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.

As evidências empíricas disponíveis, porém, não apoiam esta interpretação. Em particular, Bonomo e Martins<sup>4</sup> 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.

<sup>4</sup> 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.



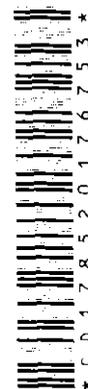
Desta forma, a introdução da TLP, ligada a uma taxa de mercado, tornará o crédito – mesmo o incentivado – mais sensível às ações da política monetária e aperfeiçoará a eficácia da atuação da autoridade monetária. Em consequência, a gradual substituição da TJLP pela nova taxa de juros levará o Banco Central 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.

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

#### 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".

A 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

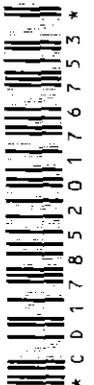


volumoso de subsídios **implícitos**, em virtude das consequências negativas trazidas por seu emprego, as quais foram objeto da Parte II.4.2 deste Voto.

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 na Parte 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 longo



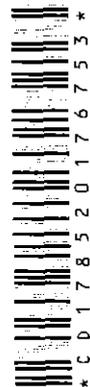
duração, o que confere ao banco uma considerável vantagem sobre as instituições comerciais.

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 prosicênio 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 do financiamento. 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 valiosa 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 – O fim do investimento?*

Nenhum temor terá sido mais manifestado durante as discussões sobre a MP nº 777/17 – não só na audiência pública realizada na Comissão Especial em 12/07/2017, como nos debates na sede do BNDES e nos numerosos artigos e entrevistas na imprensa – como o temor 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.

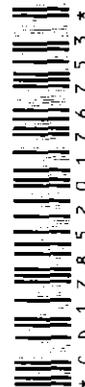


#### II.4.4.4.1 – O nível das taxas de juros e os desembolsos do BNDES

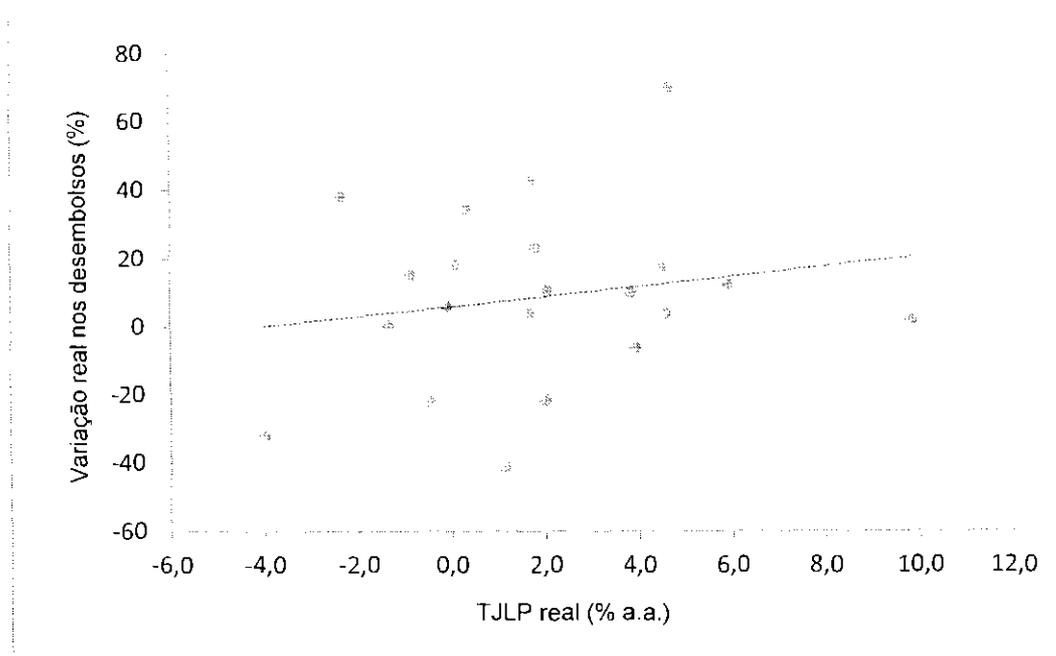
A hipótese de que taxas de juros baixas, em termos reais, são necessárias para a dinamização dos investimentos no Brasil é um corolário da observação mais geral de que, como mostrado no item II.4.2.7 deste Voto, as taxas de juros nos mercados livres de crédito são muito altas em termos reais e em comparação 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 6 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:  
1996 a 2016**



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.4.4.4.2 – 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 é crucial, indispensável, para a realização do investimento. Nesta última situação, tem-se

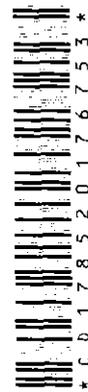


uma suposição de necessidade, que forçosamente se refletirá, se verdadeira, pelo menos, na correlação entre a intensidade de atuação do banco de desenvolvimento e a resposta na formação bruta de capital fixo no Brasil.

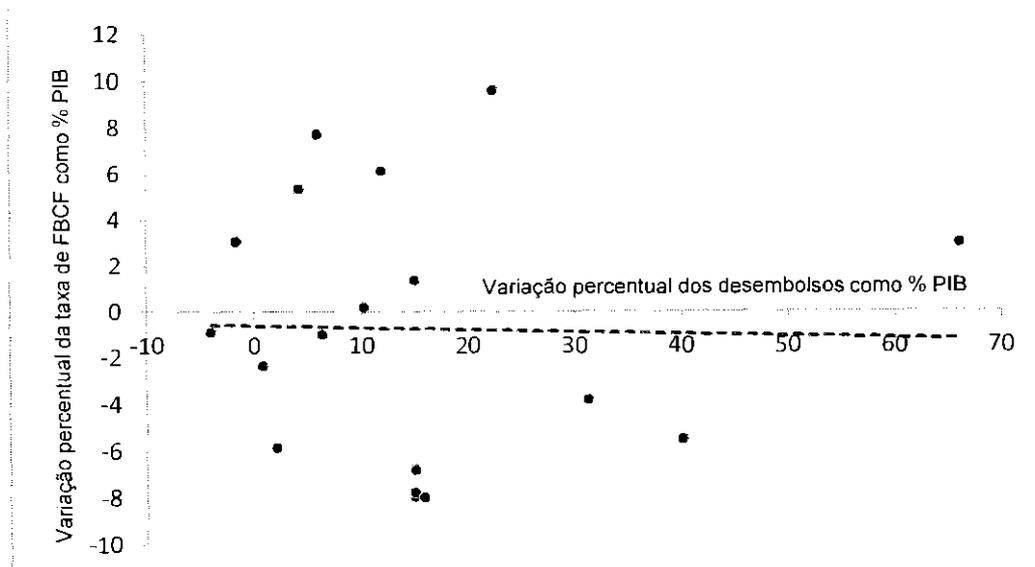
O exame das evidências empíricas, no entanto, tanto macro quanto microeconômicas, não encontra evidências dessa correlação. Em consequência, a análise das informações disponíveis não autoriza a confirmação da hipótese de que a redução dos desembolsos do BNDES provocará a queda dos investimentos.

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 linhas 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**



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)<sup>5</sup> 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 fortemente

<sup>5</sup> 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* (2015) 111-34.

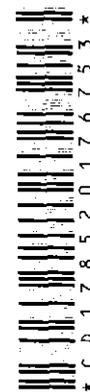


subsidiados nos últimos anos: o direcionamento de recursos custeados por toda a sociedade para os menos necessitados.

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)<sup>6</sup>, 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.

<sup>6</sup> RIBEIRO, Eduardo, NUCIFORA, Antonio e PAZARBASIOGLU, Ceyla. "Design and impact of subsidized credit: An analysis of FINAME/PSI". The World Bank. 2017

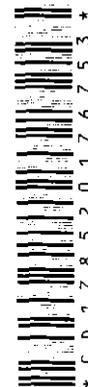


O terceiro estudo, de Machado *et al.* (2014)<sup>7</sup>, analisa o impacto dos desembolsos no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) em 2009 e 2010, utilizando estimativas econométricas com microdados ao nível de firma. Os autores concluem que a adicionalidade dos recursos concedidos – 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.

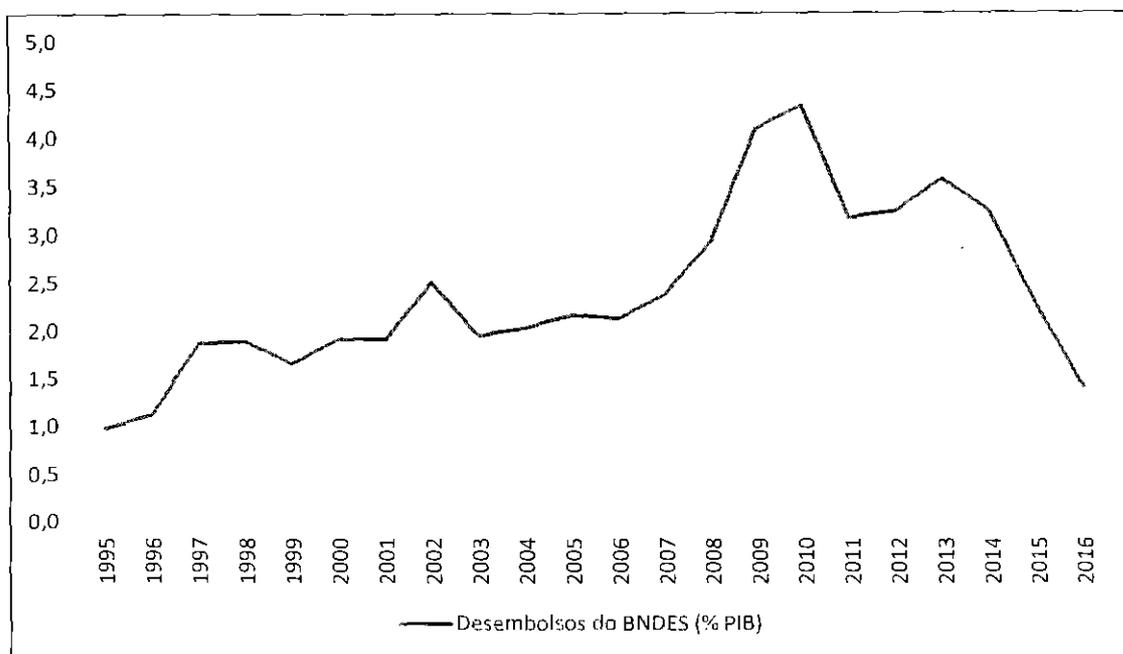
#### II.4.4.5 – Uma visão geral: o nível das taxas de juros e o investimento no Brasil

<sup>7</sup> 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.bnades.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7758/1/Additionality%20of%20Countercyclical%20Credit\\_P.pdf](https://web.bnades.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7758/1/Additionality%20of%20Countercyclical%20Credit_P.pdf). Consultado em 29/07/17.



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)**



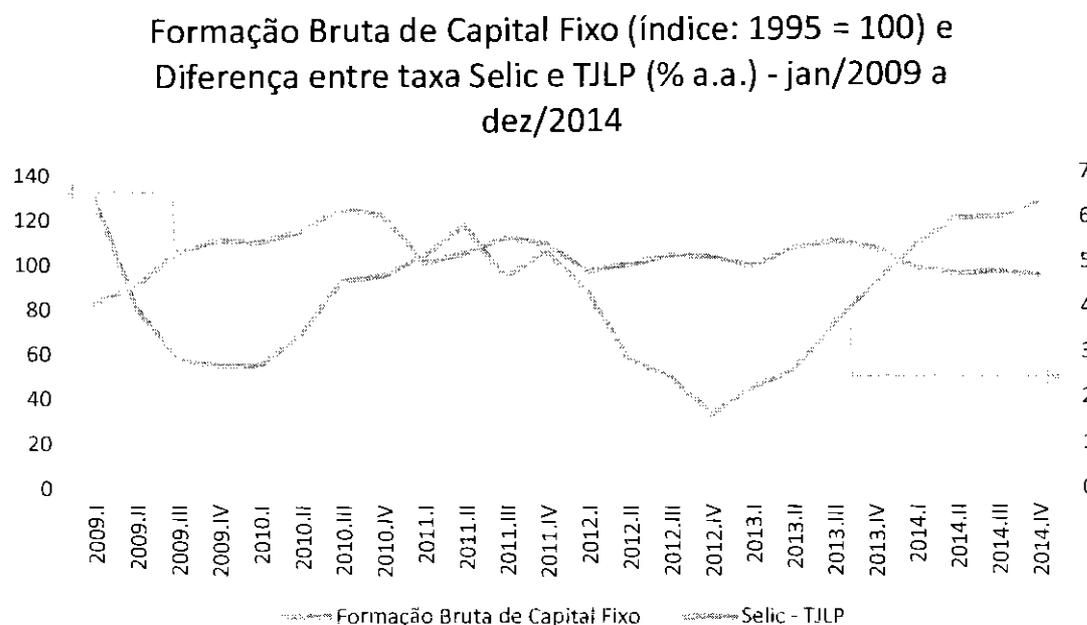
No entanto, mesmo durante esses seis anos, mesmo durante o auge da política governamental de oferta de crédito subsidiado, as evidências empíricas revelam completa insensibilidade do volume de investimentos em resposta aos subsídios associados a taxas de juros favorecidas. A hipótese de que o acesso a juros subsidiados seria indispensável e suficiente para deflagrar decisões de investimento privadas 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 ano<sup>8</sup>.



<sup>8</sup> Desde a semana passada, esta diferença situa-se em apenas 2,25 pontos percentuais ao ano.



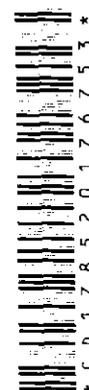
**Figura 10 – Intensidade do subsídio associado à TJLP e formação bruta de capital fixo: 2009 a 2014**



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.

#### 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.

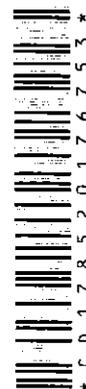


Procuramos estar à altura de imensa responsabilidade que nos foi conferida. Proposição de tamanha complexidade não pode ser avaliada com descabida superficialidade e não deve ser contaminada por preconceitos ideológicos ou políticos. Não foi por outro motivo que, nos poucos dias que tivemos para apresentar 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 uma reunião de audiência pública de mais de quatro horas ininterruptas de duração, na qual dez 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.

Ao final de intenso entrecchoque 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 na Parte 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 conseqüente eliminação da concessão dos subsídios pelo BNDES não decorrem de nenhuma idiosincrasia. São conseqüência, 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.

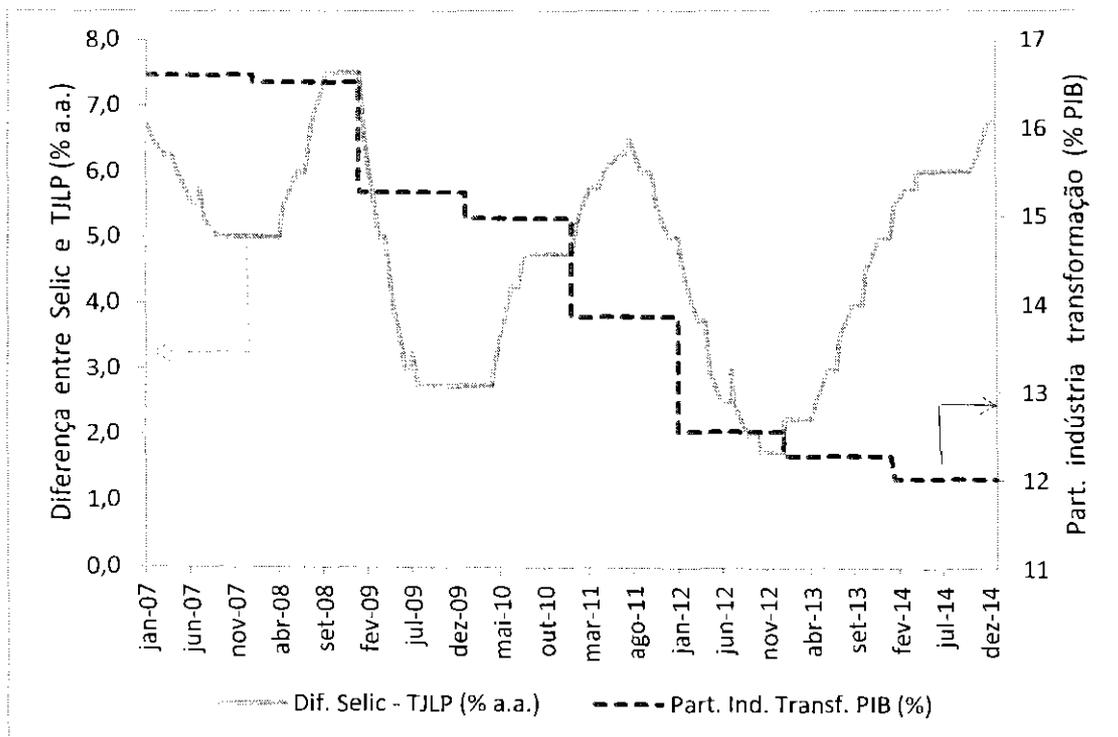
Gostaríamos de acrescentar às várias constatações já efetuadas neste Voto mais duas demonstrações fáticas da ausência de correlação entre a



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 brasileiro. 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.)



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 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



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.

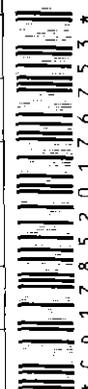
Efetuamos, portanto, essas alterações nos respectivos dispositivos.

#### 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:

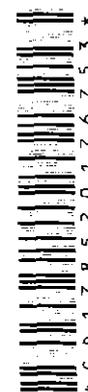
Item	Emenda(s)	Matéria
1	7, 15, 18, 24, 27, 31, 33, 40	Alteração da forma de cálculo da TLP.
2	32	Alteração da entrada em vigência da TLP.
3	2, 4, 5, 19, 21, 23, 24, 37	Aplicação da TLP de acordo com o prazo médio ponderado do financiamento, com metodologia para cada caso e modalidade aplicável definida 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 residual.



7	9, 26, 40	Continuidade da aplicação da TJLP para novos empréstimos.
8	10, 15, 20, 22, 32, 33, 34, 39	Limitação das condições de repactuação dos financiamentos 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 crédito.

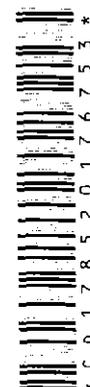


alavancagem de recursos de longo prazo, motivo pelo qual rejeitamos tais emendas.

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.

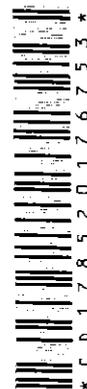
Ademais, há que se considerar, na ponta da relação do BNDES com o mutuário, que há uma determinação no mercado de crédito, baseada na Resolução CMN nº 3.516/07, para que não seja tarifada a liquidação antecipada de operações de crédito contratadas por pessoas físicas, microempresas e empresas de pequeno 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;

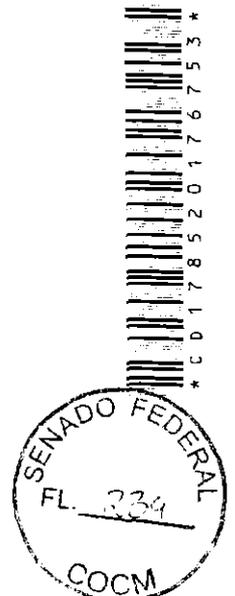
II - pela inconstitucionalidade das Emendas nºs **11, 12, 13, 14 e 16** e pela constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas a ela apresentadas;

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                      de agosto de 2017.

Deputado BETINHO GOMES  
Relator



2017-10355



**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* será a vigente na data de contratação da operação e será estabelecida de acordo com o disposto no art. 3º, 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.

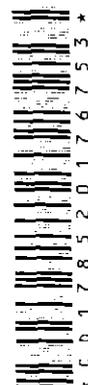
§ 3º A taxa de remuneração a que se refere o § 2º será descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% (nove centésimos por cento) ao ano.

§ 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*, 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, 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 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 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, 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 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, 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.

§ 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, 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 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 Medida Provisória, 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.

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.

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*:

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

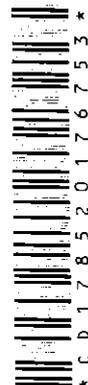
III - a TJLP, para os demais recursos.

§ 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, 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*, 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 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 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.

Art. 14. A Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, passa a vigorar com a seguinte alteração:

“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. 15. A Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, passa a vigorar com a seguinte alteração:

“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. 16. A Lei nº 10.893, de 13 de julho de 2004, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“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. 17. A Lei nº 10.849, de 23 de março de 2004, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“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. 18. Esta Medida Provisória 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. 19. 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. 20. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação oficial.

Sala da Comissão, em 01 de agosto de 2017.

  
Deputado BETINHO GOMES  
Relator

2017-10355



# 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 prefixada, estabelecida

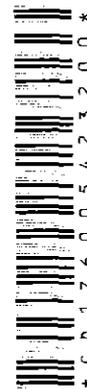


em cada operação, que será a vigente na data de contratação da operação, estabelecida de acordo com o disposto no art. 2º, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento. Prevê-se, além disso, no § 2º, que aqueles recursos, enquanto não aplicados, serão remunerados, *pro rata 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



RECEBUEIRO  
10/03/15  
80411

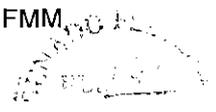
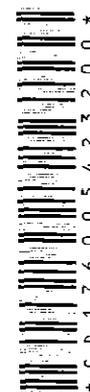
juros das Notas do Tesouro Nacional – Série B – NTN-B para o prazo de cinco anos. Adicionalmente, ao longo do mesmo prazo de cinco anos, a partir de 1º de janeiro de 2018, será aplicado um fator de ajuste anual, que convergirá linearmente para um, sendo o primeiro deles definido de maneira que a mencionada 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 Fundos<sup>1</sup> 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.

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

<sup>1</sup> 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.



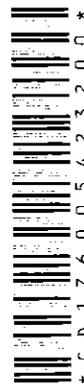
se refere o *caput* do art. 1º, limitada a 6% a.a., capitalizada a diferença. Por seu turno, o **art. 6º** ressalva dos limites de que tratam o *caput* do art. 4º e o art. 5º as demais hipóteses de transferência e recolhimento previstas nas legislações específicas dos respectivos Fundos.

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.

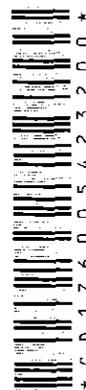
O **art. 10** autoriza a União a repactuar as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração, devendo essas repactuações considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos: (i) a TLP, para operações de financiamento 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.

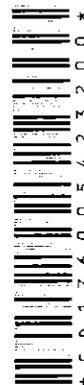


O **art. 13** acrescenta um § 3º ao art. 7º da Lei nº 8.019, de 11/04/90, de modo a atribuir ao BNDES a determinação das operações de financiamento contratadas com recursos do FAT, cujos saldos terão parcela de 5% recolhida ao Fundo em caso de insuficiência de recursos para o Programa de Seguro Desemprego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

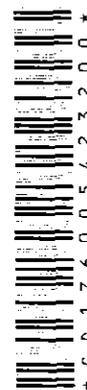
O documento emitido pelo Poder Executivo aponta, também, que, nos termos da proposta, a adoção de tais medidas de cunho operacional depende, igualmente, de regulamentação da metodologia de cálculo da nova remuneração, a TLP, pelo CMN, apenas possível após a entrada em vigor de norma com força de lei. 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.

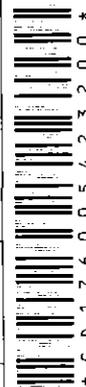
Nº	Autor	Síntese da emenda
1	Deputado Jerônimo Goergen	A Taxa de Longo Prazo (TLP) será composta pela variação projetada do IPCA para o período de doze meses, somada à metade do percentual projetado para o período de doze meses do PIB, calculado pelo Ministério do Planejamento e Orçamento. Serão suprimidas 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 Grazziotin	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.
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 decaí 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	A TLP para cada caso e modalidade aplicável será calculada de acordo com

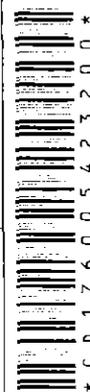


	Luciana Santos	metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.
20	Deputada Luciana Santos	Suprime o §3º do Artigo 10 da MP 777/2017, que autoriza a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento em caso de repactuação de contratos celebrados entre a União e o BNDES.
21	Deputada Luciana Santos	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 Zarattini	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 financeiro e de valores mobiliários.
30	Deputado Carlos	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



STB  
2018/05/15

	Zarattini	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	A repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo



	Lindbergh Farias	<p>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.</p> <p>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.</p>
40	Senador Lindbergh Farias	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>O CMN poderá prever exceção à vedação de contratação de operações que utilizem a TJLP como referência.</p>

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, em 12/07/17, foi realizada reunião de 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 reunião: 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.

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 do Deputado Relator, Betinho Gomes, 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, 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.



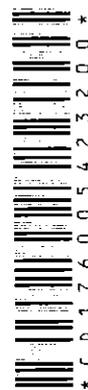
## II. 1 DOS PRESSUPOSTOS CONSTITUCIONAIS DE RELEVÂNCIA E URGÊNCIA

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”*. De fato, a MP insere-se no contexto de outras medidas governamentais que buscam reverter o quadro de aceleração da 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, Nacional alcançariam a cifra de R\$ 109 bilhões no período de 2017 a 2060. Portanto, a 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.

Por sua vez, a urgência da medida se justifica tanto pela necessidade da manutenção da dívida pública em patamares sustentáveis no curto prazo, quanto pela 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.

**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 inconstitucionalidade<sup>2</sup> das Emendas nºs 11, 12, 13, 14 e 16**, por tratarem de temas estranhos ao objeto da Medida Provisória em análise, **e pela constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas a ela apresentadas.**

<sup>2</sup> 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".



### II.3 DA COMPATIBILIDADE E ADEQUAÇÃO ORÇAMENTÁRIA E FINANCEIRA

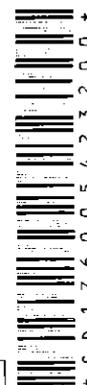
A Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017, não apresenta vícios de compatibilidade e adequação orçamentária e financeira, uma vez que não cria novas despesas para a União, nem tampouco estabelece benefícios fiscais que impliquem renúncia de receitas. Nos termos da Nota Técnica nº 19 da Consultoria 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 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.



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.
18	16	Modifica a Lei nº10.849/2004.

No que se refere às **emendas n<sup>os</sup> 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 n<sup>os</sup> 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 n<sup>os</sup> 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.

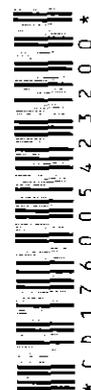
Ocorre que, atualmente, todos os contratos assinados entre a União e o BNDES contêm cláusula que autoriza o BNDES a efetuar a liquidação antecipada, total ou parcial, dos respectivos saldos devedores. É o caso, por exemplo, da Cláusula Oitava do Contrato 845/PGFN/CAF, *in verbis*:

*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 n<sup>os</sup> 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 n<sup>os</sup> 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 n<sup>os</sup> 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 n<sup>o</sup> 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 n<sup>o</sup> 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**.

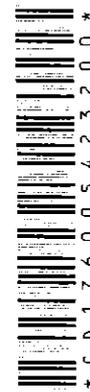
As **emendas nºs 12, 13 e 14** não estão relacionadas à TLP. Elas modificam as Leis nºs 10.893/2004 e 10.849/2004, também objetos de alteração por parte da MP a fim de adequá-las às modificações relacionadas à introdução da TLP.

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 Pesca e de Pesca 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 Pesca. 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

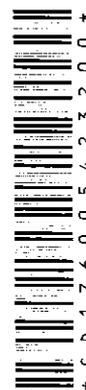


maturidade média dos empréstimos e financiamentos que atualmente utilizam a TJLP como base de remuneração. A adoção da TLP não será imediata, tendo-se estipulado um período de transição de cinco anos até que ela venha a refletir a totalidade dos juros da NTN-B.

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 nos 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

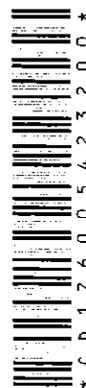


que variam de dois a quase quarenta anos, com aqueles de prazos mais longos respondendo por mais de 30% do estoque.

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.



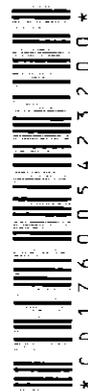


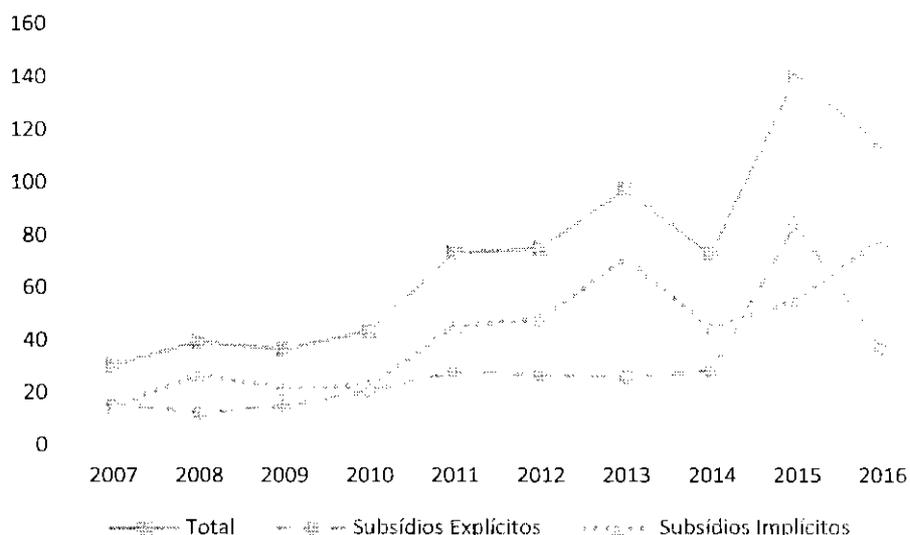
corresponde à diferença entre o custo de captação do Tesouro Nacional e o custo contratual dos empréstimos concedidos pelo governo. Diferentemente dos subsídios financeiros, os creditícios são tratados na contabilidade pública como empréstimos, sendo, portanto, de caráter implícito ou indireto. Eles 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)





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;

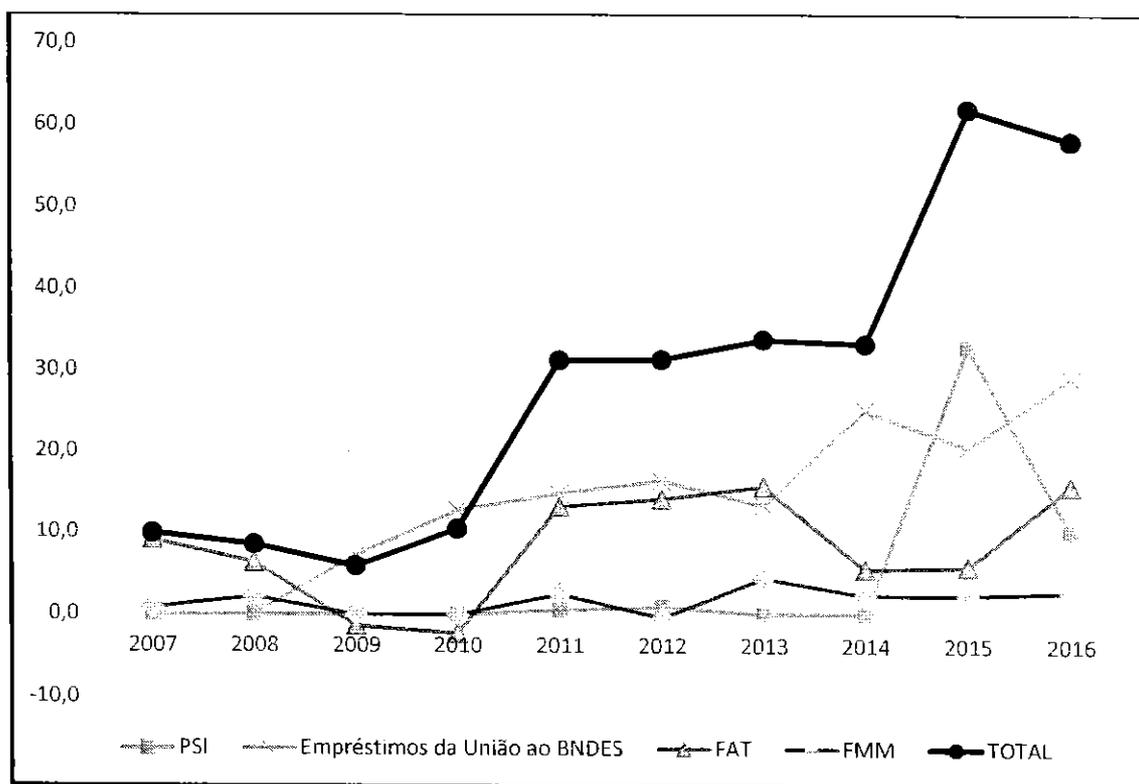
(iii) os subsídios implícitos associados ao custo de oportunidade incorrido pelo FAT – correspondentes à diferença entre a taxa Selic e a TJLP, tendo em vista que os recursos do Fundo são remunerados pela TJLP, quando eles poderiam ser remunerados à taxa Selic; e

(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)



**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
<b>TOTAL</b>		<b>284,7</b>

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.

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



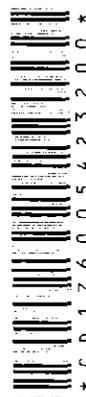
contribuintes em geral, que financiaram via pagamento de tributos a diferença entre o custo dos recursos captados no mercado pela União e emprestados ao BNDES e o custo artificialmente baixo de pagamento, pela TJLP, desses empréstimos pelo banco.

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



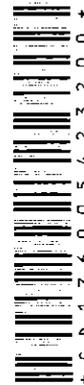
oferta dos benefícios seja disciplinada pelo Congresso no âmbito do Orçamento, com a determinação de subsídios máximos a serem alocados anualmente em setores específicos. Assim, é fundamental que haja transparência para a sociedade sobre os beneficiários, os objetivos e as condições dos empréstimos subsidiados – 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 na 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.

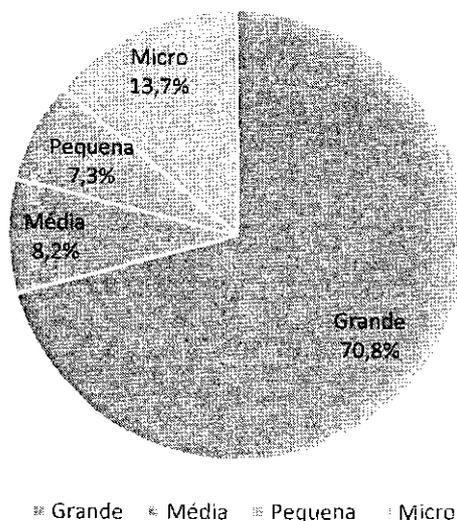
#### **II.4.2.3 – Diminuição da regressividade na concessão de crédito**

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.

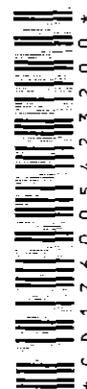


Os dados, porém, sugerem que os desembolsos do BNDES, balizados pela TJLP, destinam-se, em sua maioria, justamente para as empresas maiores. A Figura 3 mostra que, entre 2007 e o primeiro semestre deste ano, mais de 70% dos recursos emprestados pelo banco foram captados por empresas de grande porte,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

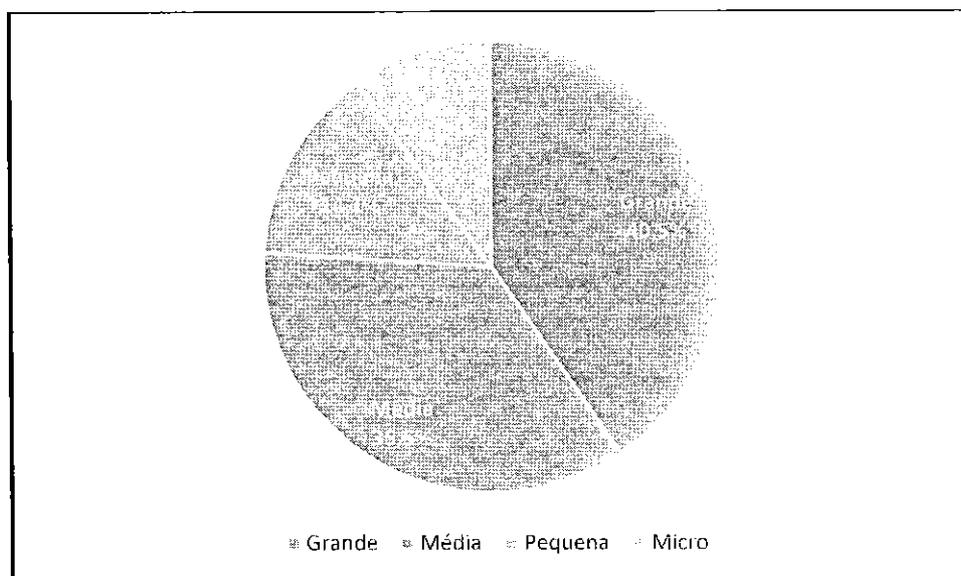
**Figura 3** – Distribuição das operações de crédito do BNDES pelo porte das empresas clientes: 2007 a 2017 (%)



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.

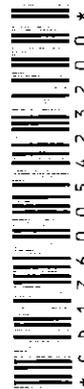


**Figura 4** – Distribuição das operações de crédito dos bancos Itaú, Santander e Bradesco pelo porte das empresas clientes: março de 2017 (%)



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.

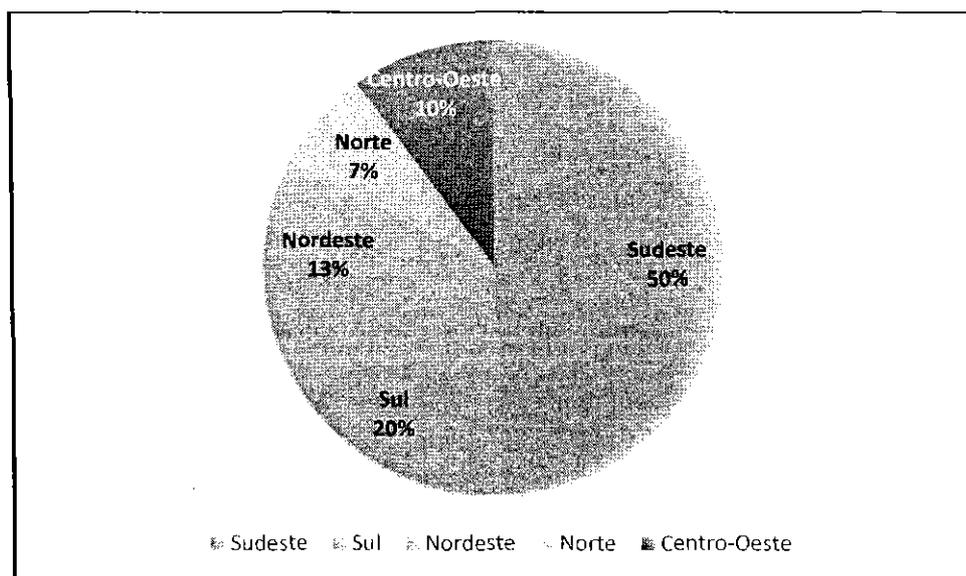
Outro elemento de reflexão provém dos dados sobre a evolução nos últimos anos da composição das fontes de financiamento do investimento no Brasil, apresentados na reunião de audiência pública promovida por esta Comissão Mista em 12/07/17. Observa-se redução da participação de recursos próprios a partir 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 (%)



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.

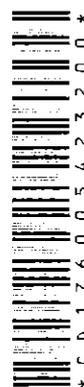
#### **II.4.2.5 – Tratamento assimétrico com relação aos Fundos Constitucionais de Financiamento**

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



RECEBIDO  
15/12/16  
ESIA

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, assim, 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 estes 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.

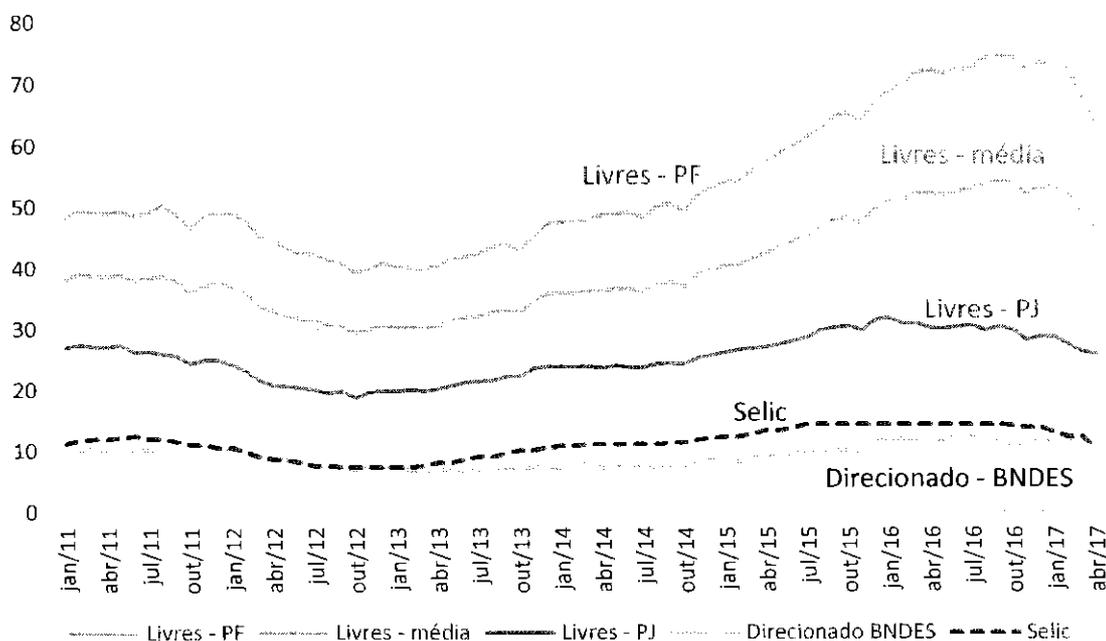
#### **II.4.2.7 – Redução dos juros da economia**

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.



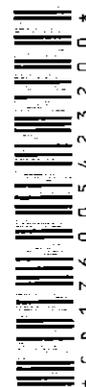
**Figura 6** – Taxas de juros do crédito do sistema financeiro (% a.a.)  
janeiro 2011 – abril 2017



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 Goldfajn<sup>3</sup> revela que, entre 2011 e 2016, o *spread* bancário – isto é, 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

<sup>3</sup> GOLDFAJN, Ilan. Painel Projeto de *Spread* Bancário. Banco Central do Brasil. Fevereiro de 2017.



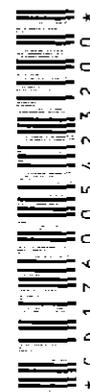
consequentemente, as taxas de juros mais elevadas – nestes mercados: em maio passado, os *spreads* médios nos segmentos livres alcançavam 53,5 p.p. para pessoas físicas e 11,1 p.p. para pessoas jurídicas, ao passo que os números correspondentes nos segmentos de crédito direcionado limitavam-se a 3,9 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 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 diminuirá as necessidades de financiamento do setor público em igual medida. Em consequência, a demanda do setor público por recursos será reduzida, 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



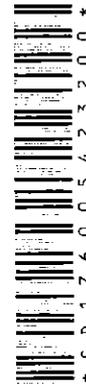
os bancos comerciais. Os primeiros passarão a captar dos fundos públicos remunerando-os a uma taxa maior, ao passo que os bancos privados passarão a captar a taxas livres mais baixas e a emprestar a taxas livres também mais baixas.

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 consequente aumento da produtividade agregada da economia brasileira, trazendo benefícios diretos para toda a sociedade.



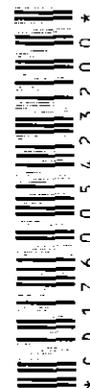
#### **II.4.2.9 – Maior eficiência da política monetária**

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 por nada menos de 69% deste mercado. 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



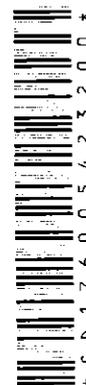
substancial da economia não responder às flutuações da taxa Selic levem à necessidade de que aquelas flutuações sejam mais pronunciadas, para que se façam sentir pela outra parte.

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.

As evidências empíricas disponíveis, porém, não apoiam esta interpretação. Em particular, Bonomo e Martins<sup>4</sup> 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

<sup>4</sup> 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.



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.

#### **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,



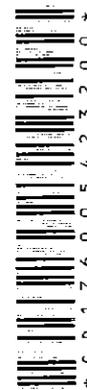
busquem entrar nesse mercado de financiamento. Não há como se estimular o desenvolvimento de outras fontes de crédito, como um mercado de capitais e um mercado de crédito para prazos mais longos.

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.



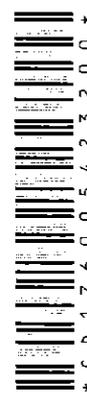
#### **II.4.2.11 – Previsibilidade**

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

#### **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".

A 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

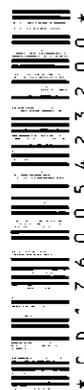


concessão de subsídios: a matéria busca, apenas, coibir o uso indiscriminado e volumoso de subsídios **implícitos**, em virtude das consequências negativas trazidas por seu emprego, as quais foram objeto da Parte II.4.2 deste Voto.

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 na Parte 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 prosclênio 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



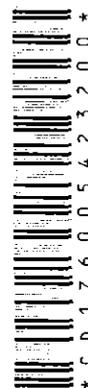
de cinco anos – será fixa, invariável, ao longo de toda a duração do financiamento. Nessas condições, a parcela real será prefixada no ato da contratação da operação de crédito. Desta forma, o tomador do empréstimo não enfrentará o risco de volatilidade do custo real de seu financiamento, sendo protegido 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 valiosa 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 – O fim do investimento?**

Nenhum temor terá sido mais manifestado durante as discussões sobre a MP nº 777/17 – não só na audiência pública realizada na Comissão Especial em 12/07/2017, como nos debates na sede do BNDES e nos numerosos artigos e entrevistas na imprensa – como o temor 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.

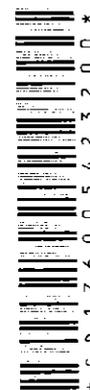


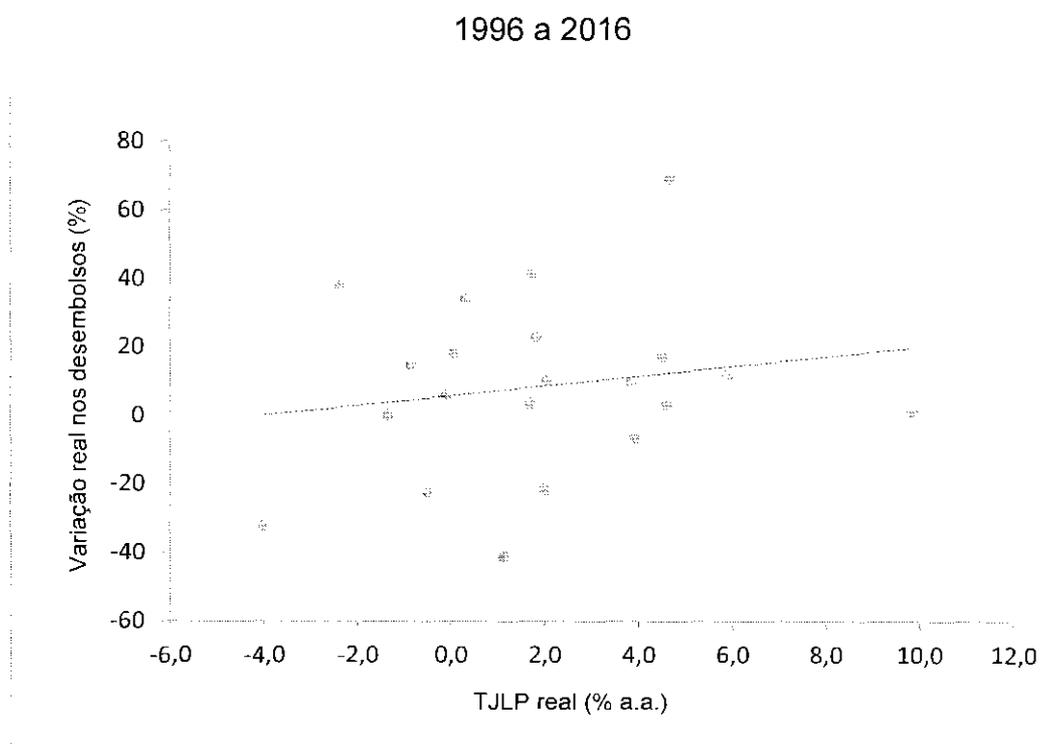
#### **II.4.4.4.1 – O nível das taxas de juros e os desembolsos do BNDES**

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 6 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:**

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.4.4.4.2 – 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 é crucial,

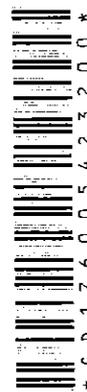


indispensável, para a realização do investimento. Nesta última situação, tem-se uma suposição de necessidade, que forçosamente se refletirá, se verdadeira, pelo menos, na correlação entre a intensidade de atuação do banco de desenvolvimento e a resposta na formação bruta de capital fixo no Brasil.

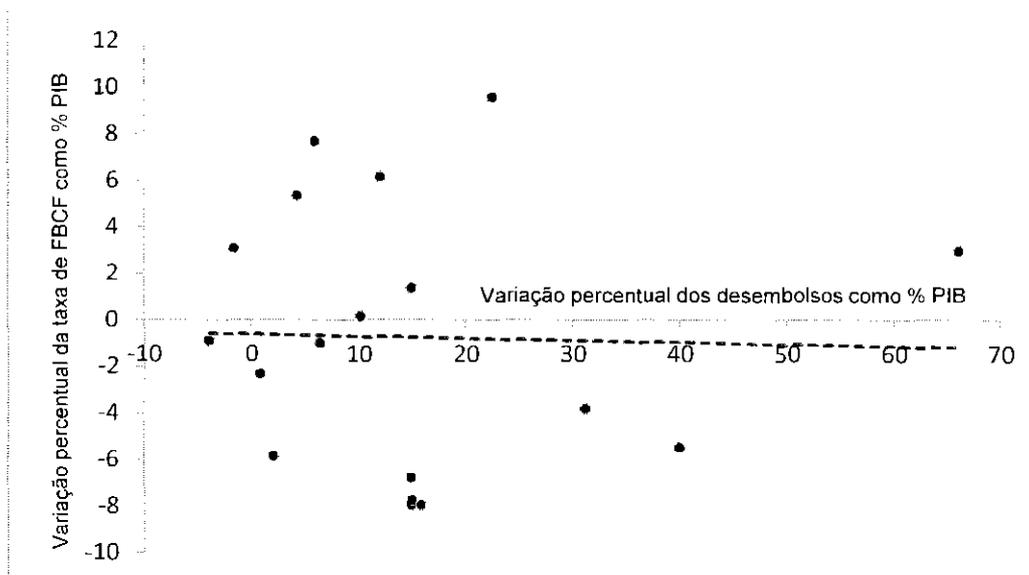
O exame das evidências empíricas, no entanto, tanto macro quanto microeconômicas, não encontra evidências dessa correlação. Em consequência, a análise das informações disponíveis não autoriza a confirmação da hipótese de que a redução dos desembolsos do BNDES provocará a queda dos investimentos.

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



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)<sup>5</sup> 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 fortemente

<sup>5</sup> 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.

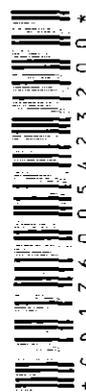


subsidiados nos últimos anos: o direcionamento de recursos custeados por toda a sociedade para os menos necessitados.

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)<sup>6</sup>, 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.

<sup>6</sup> 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)<sup>7</sup>, 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.

<sup>7</sup> 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.bnades.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7758/1/Additionality%20of%20Countercyclical%20Credit\\_P.pdf](https://web.bnades.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7758/1/Additionality%20of%20Countercyclical%20Credit_P.pdf). Consultado em 29/07/17.

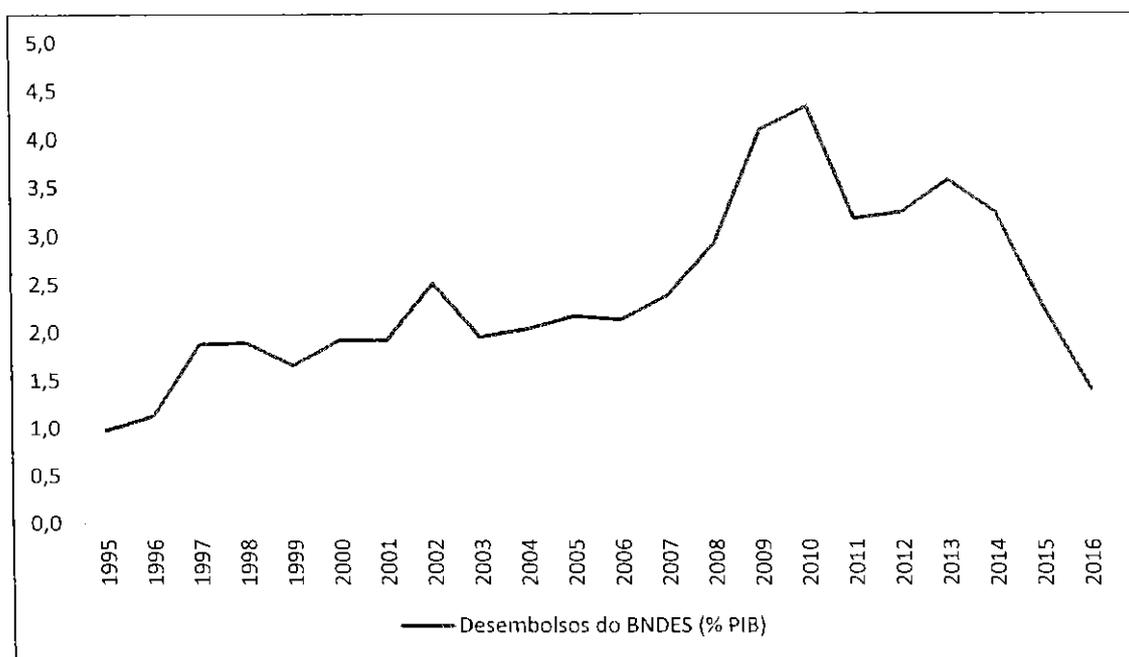


\* C D 1 7 6 0 0 5 4 4 2 3 2 0 0 \*

#### II.4.4.5 – 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)**

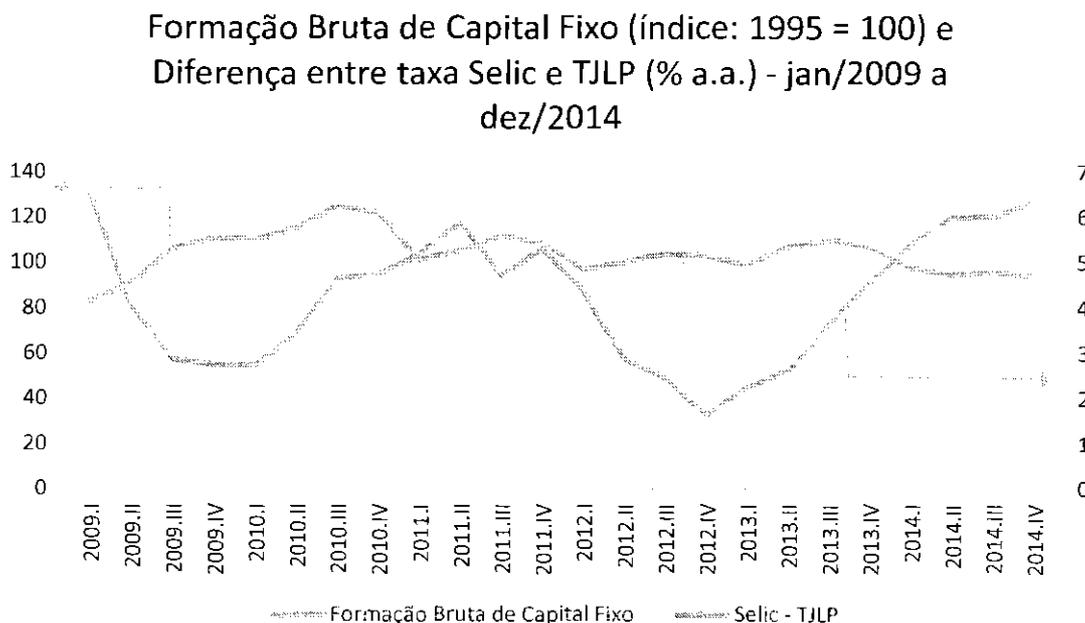


No entanto, mesmo durante esses seis anos, mesmo durante o auge da política governamental de oferta de crédito subsidiado, as evidências empíricas revelam completa insensibilidade do volume de investimentos em resposta aos subsídios associados a taxas de juros favorecidas. A hipótese de que o acesso 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 ano<sup>8</sup>.

<sup>8</sup> Desde a semana passada, esta diferença situa-se em apenas 2,25 pontos percentuais ao ano.



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



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.

#### 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 uma reunião de audiência pública de mais de quatro horas ininterruptas de duração, na qual dez 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.

Ao final de intenso entrechoque 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 na Parte 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.

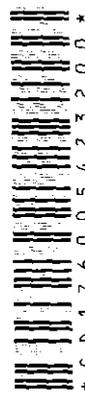


BRASIL  
REPUBLICA FEDERAL DO  
CONSTITUCIONAL DE 1988  
Câmara dos Deputados  
Brasão Nacional

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 conseqüente eliminação da concessão dos subsídios pelo BNDES não decorrem de nenhuma idiosincrasia. São conseqüência, 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.

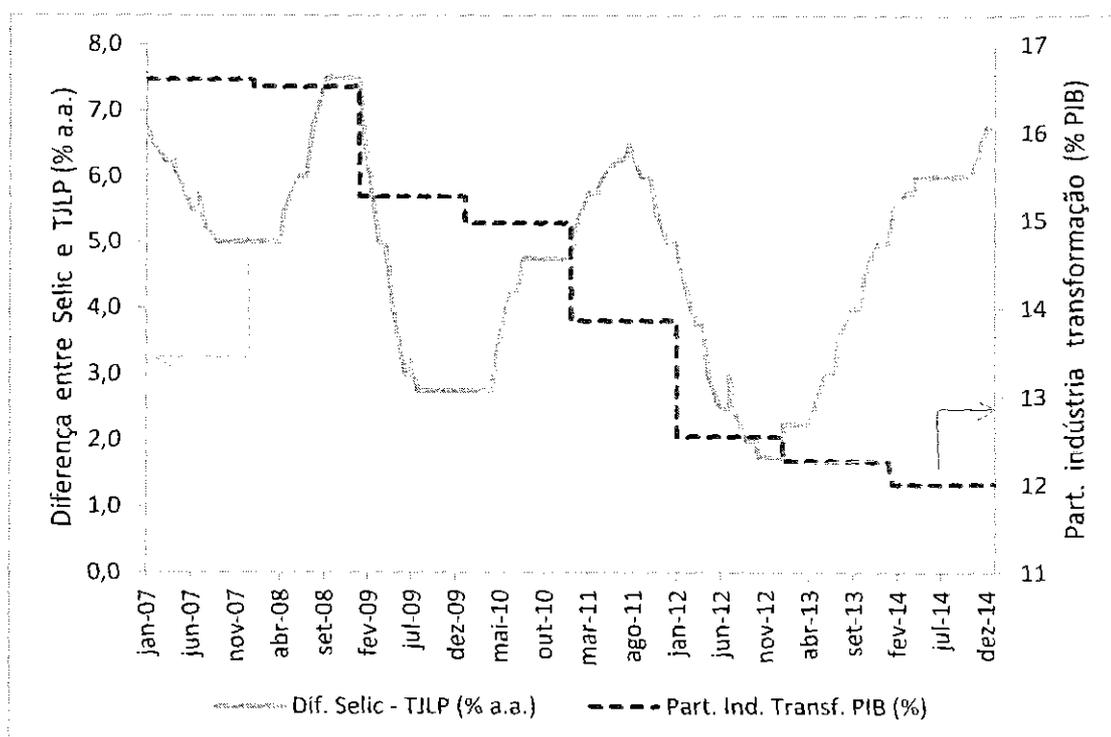
Gostaríamos de acrescentar às várias constatações já efetuadas neste Voto mais duas demonstrações fáticas da ausência de correlação entre a



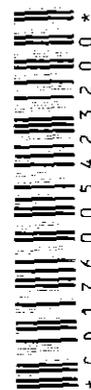
concessão de R\$ 240 bilhões em juros subsidiados a grandes empresas e o aumento – ou até mesmo a manutenção – do vigor da indústria brasileira.

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 brasileiro. 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.)



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.

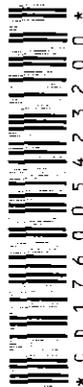
Foi-nos um abençoado privilégio ter a Relatoria de tão importante proposição. Submetemos nosso Parecer ao exame dos ilustres Pares nesta Comissão Especial, com a convicção de que procuramos merecer a elevada responsabilidade que nos foi concedida.

#### **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.

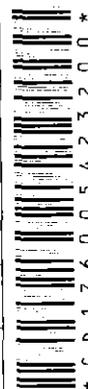
Efetuamos, portanto, essas alterações nos respectivos dispositivos.

#### 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, 39	Limitação das condições de repactuação dos financiamentos 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



\* C D 1 7 6 0 0 5 4 2 3 2 0 \*

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



BRASIL  
GOV. FEDERAL

SELIC aos Fundos, ou seja, a medida provisória já protege a remuneração do recurso do Fundo neste caso.

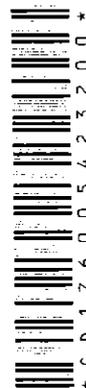
Ademais, há que se considerar, na ponta da relação do BNDES com o mutuário, que há uma determinação no mercado de crédito, baseada na Resolução CMN nº 3.516/07, para que não seja tarifada a liquidação antecipada de operações de crédito contratadas por pessoas físicas, microempresas e empresas de pequeno 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 1º de agosto de 2017.

  
Deputado **BETINHO GOMES**  
Relator



2017-10355

(  
(

(  
(





§ 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





§ 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.

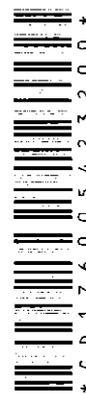
Art. 7º Ficam ressalvadas dos limites de que tratam o *caput* do art. 5º e o art. 6º desta Lei as demais hipóteses de transferência e recolhimento previstas nas legislações específicas dos respectivos Fundos.

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;

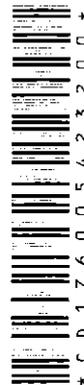
II - a taxa média referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, ou outra taxa que legalmente venha a substituí-la, para os recursos não aplicados pelo BNDES em operações de financiamento a seus tomadores, descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, 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.

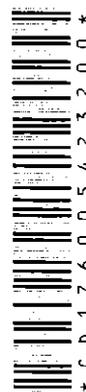
Art. 14. A Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, passa a vigorar com a seguinte alteração:

“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. 15. A Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, passa a vigorar com a seguinte alteração:



*“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. 16. A Lei nº 10.893, de 13 de julho de 2004, passa a vigorar com as seguintes alterações:

*“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. 17. A Lei nº 10.849, de 23 de março de 2004, passa a vigorar com as seguintes alterações:

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

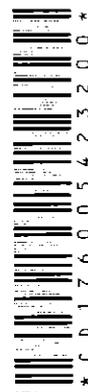
*I - aquela a que fazem jus os recursos do FMM, no caso de operações contratadas com base no referido Fundo; ou*

*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. 18. 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. 19. Ficam revogados:

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

1990:

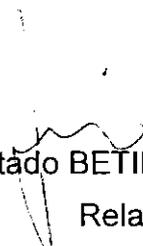
a) o art. 3º; e

b) os §§ 5º e 7º do art. 9º; e

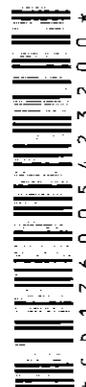
II - o art. 3º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996.

Art. 20. Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação oficial.

Sala da Comissão, em 1º de agosto de 2017.

  
Deputado BETINHO GOMES  
Relator

2017-10355



PARECER (CM) Nº 1, DE 2017

**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.

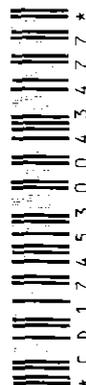
**Autor:** PODER EXECUTIVO

**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 prefixada, estabelecida

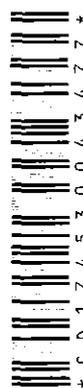


em cada operação, que será a vigente na data de contratação da operação, estabelecida de acordo com o disposto no art. 2º, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento. Prevê-se, além disso, no § 2º, que aqueles recursos, enquanto não aplicados, serão remunerados, *pro rata 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.

Excetua-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 Fundos<sup>1</sup> 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.

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

<sup>1</sup> 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 – FM

enumerados no *caput* do art. 1º.



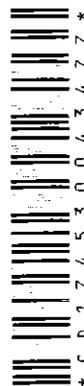
se refere o *caput* do art. 1º, limitada a 6% a.a., capitalizada a diferença. Por seu turno, o **art. 6º** ressalva dos limites de que tratam o *caput* do art. 4º e o art. 5º as demais hipóteses de transferência e recolhimento previstas nas legislações específicas dos respectivos Fundos.

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.

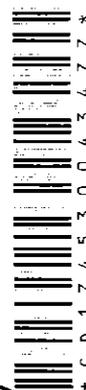
O **art. 10** autoriza a União a repactuar as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES que tenham a TJLP como remuneração, devendo essas repactuações considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos: (i) a TLP, para operações de financiamento 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.

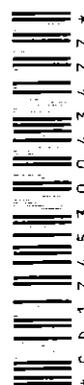


O **art. 13** acrescenta um § 3º ao art. 7º da Lei nº 8.019, de 11/04/90, de modo a atribuir ao BNDES a determinação das operações de financiamento contratadas com recursos do FAT, cujos saldos terão parcela de 5% recolhida ao Fundo em caso de insuficiência de recursos para o Programa de Seguro Desemprego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

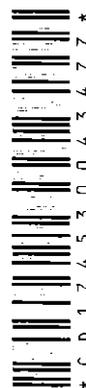


O **art. 17** estipula que a medida provisória entrou em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos em 1º de janeiro de 2018, com exceção do disposto no art. 3º, cuja produção de efeitos é imediata.

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

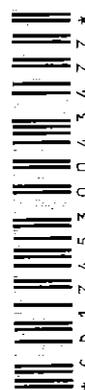


desde então, houve profunda evolução no mercado de dívida no Brasil e temos hoje uma ampla base de títulos públicos de longo prazo denominados em Real, que permite a iniciativa sob exame, que tem o objetivo de criar um balizamento metodológico para o financiamento de longo prazo no Brasil, em parâmetros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

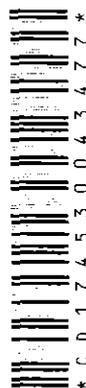
A Exposição de Motivos Interministerial aponta que a TLP, por ser baseada em parâmetros de mercado, possibilitará a securitização de créditos de longo prazo dos bancos federais oficiais, especialmente do BNDES, bem como a gestão das carteiras de recebíveis de longo prazo, por meio da contratação de operações 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.

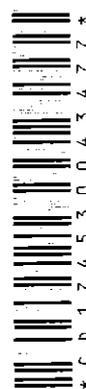
Ressalta, ademais, que, como consequência da nova remuneração que será aplicada aos empréstimos de longo prazo no País, o marco legal proposto autoriza a União a repactuar as condições contratuais



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.

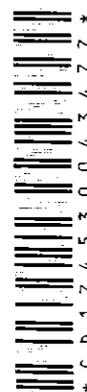
O documento emitido pelo Poder Executivo aponta, também, que, nos termos da proposta, a adoção de tais medidas de cunho operacional depende, igualmente, de regulamentação da metodologia de cálculo da nova remuneração, a TLP, pelo CMN, apenas possível após a entrada em vigor de norma com força de lei. 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

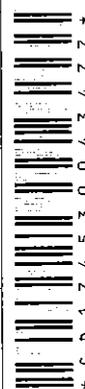


Ducci (PSB), Deputado Nelson Marquezelli (PTB), Deputado Carlos Melles (DEM), Deputado Cleber Verde (PRB) e Deputado Arnaldo Jordy (PPS).

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 Grazziotin	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.
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.



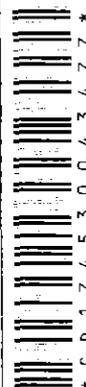
9	Senadora Vanessa Grazziotin	O CMN poderá prever exceção à vedação de contratação de operações que utilizem a TJLP como referência.
10	Senadora Vanessa Grazziotin	A repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES referenciados pelo TJLP deve se limitar 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	A TLP para cada caso e modalidade aplicável será calculada de acordo com



	Luciana Santos	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 Zarattini	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 financeiro e de valores mobiliários.
30	Deputado Carlos	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



	Zarattini	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	A repactuação das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo



	Lindbergh Farias	<p>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.</p> <p>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.</p>
40	Senador Lindbergh Farias	<p>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.</p> <p>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.</p> <p>O CMN poderá prever exceção à vedação de contratação de operações que utilizem a TJLP como referência.</p>

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.

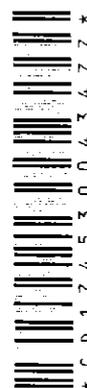
Assim, foram realizadas duas reuniões da Comissão para Audiência Pública, com a finalidade de cotejar opiniões e receber sugestões de representantes do governo, do setor produtivo e da academia a respeito da medida provisória sob exame. Participaram da 1ª Audiência Pública, em 12/07/17: Fábio Giambiagi, 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.

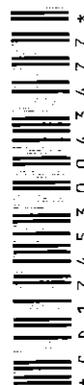
Além disso, aspectos afetos ao ordenamento jurídico vigente sobre o tema foram respeitados, não se constatando afronta aos princípios que regem a matéria. A redação da Medida Provisória atende igualmente aos preceitos da boa técnica legislativa. Portanto, a constitucionalidade, a juridicidade e a técnica 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 inconstitucionalidade<sup>2</sup> das Emendas nºs 11, 12, 13, 14 e 16**, por tratarem de temas estranhos ao objeto da Medida Provisória em análise, **e pela constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas a ela apresentadas.**

<sup>2</sup> 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”.



### 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.

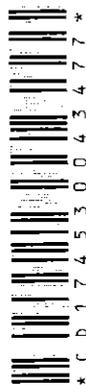
No que se refere às emendas apresentadas, da leitura das diversas justificativas, percebe-se que a preocupação expressa na maior parte delas diz respeito ao aumento do custo dos empréstimos concedidos no âmbito do BNDES. Nesse sentido, boa parte das emendas busca amenizar o impacto da TLP sobre a remuneração 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 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.





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.

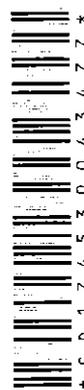
Ocorre que, atualmente, todos os contratos assinados entre a União e o BNDES contêm cláusula que autoriza o BNDES a efetuar a liquidação antecipada, total ou parcial, dos respectivos saldos devedores. É o caso, por exemplo, da Cláusula Oitava do Contrato 845/PGFN/CAF, *in verbis*:

*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 n<sup>os</sup> 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 n<sup>os</sup> 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 n<sup>os</sup> 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 n<sup>o</sup> 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 n<sup>o</sup> 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**.

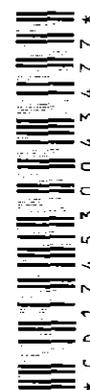
Por todo o exposto, **as Emendas nºs 1, 6, 11, 12, 13, 14, 17, e 36 encontram-se em desacordo com a legislação que rege o controle das finanças públicas**, em especial a Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar nº 101/2000) e a Lei de Diretrizes Orçamentárias. **A Medida Provisória nº 777/2017 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



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

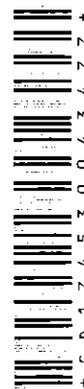


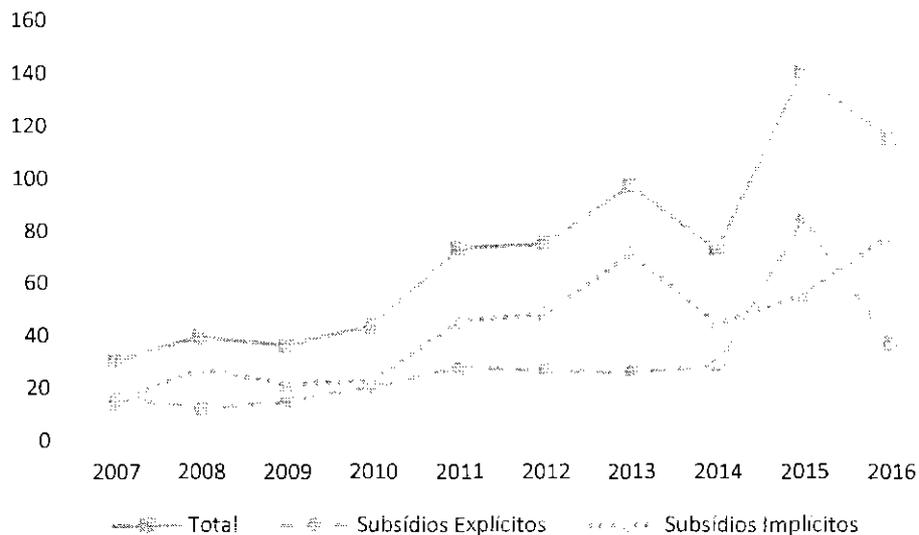
corresponde à diferença entre o custo de captação do Tesouro Nacional e o custo contratual dos empréstimos concedidos pelo governo. Diferentemente dos subsídios financeiros, os creditícios são tratados na contabilidade pública como empréstimos, sendo, portanto, de caráter implícito ou indireto. Eles 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;

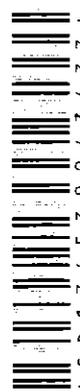
(iii) os subsídios implícitos associados ao custo de oportunidade incorrido pelo FAT – correspondentes à diferença entre a taxa Selic e a TJLP, tendo em vista que os recursos do Fundo são remunerados pela TJLP, quando eles poderiam ser remunerados à taxa Selic; e

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

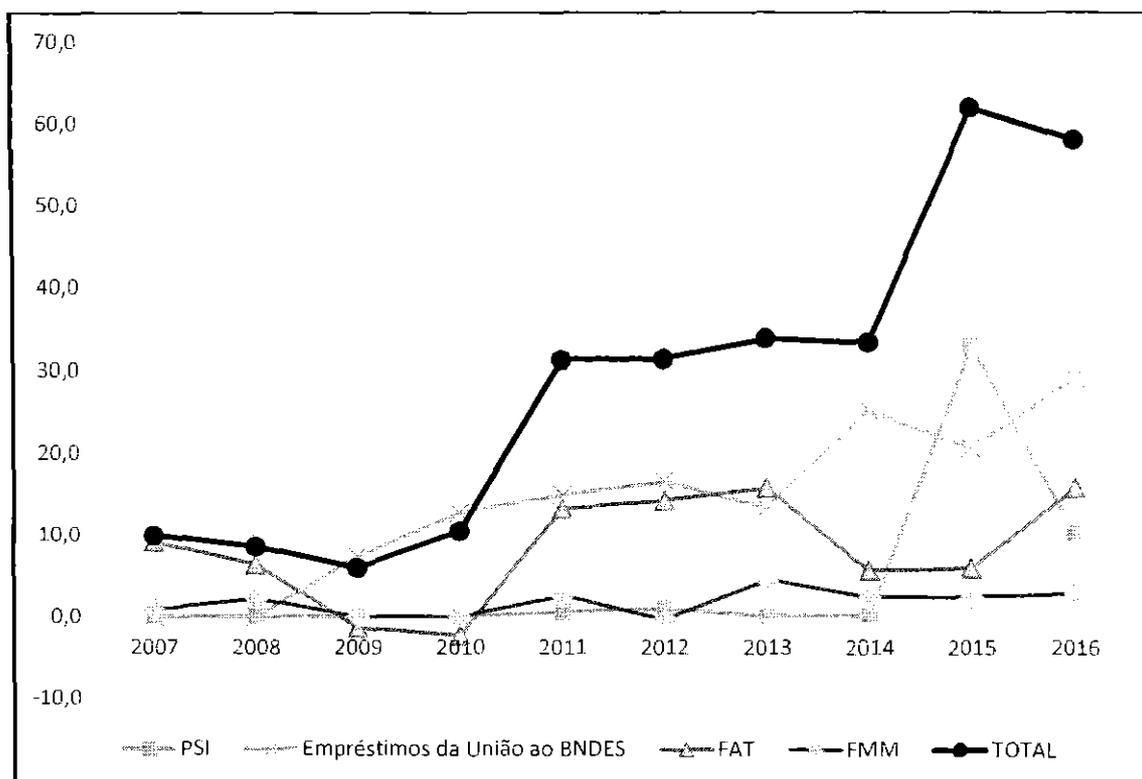


vista que os recursos do Fundo são remunerados pela TJLP, quando eles poderiam ser remunerados à taxa Selic; e

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.



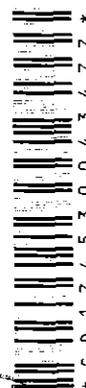
**Figura 2 - Subsídios nas operações referenciadas à TJLP: 2007 a 2016**  
(R\$ bilhões de 2016)



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
<b>TOTAL</b>		<b>284,7</b>



Fonte: MF/SEAE

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)<sup>3</sup> 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

<sup>3</sup> 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.



contribuintes em geral, que financiaram via pagamento de tributos a diferença entre o custo dos recursos captados no mercado pela União e 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.

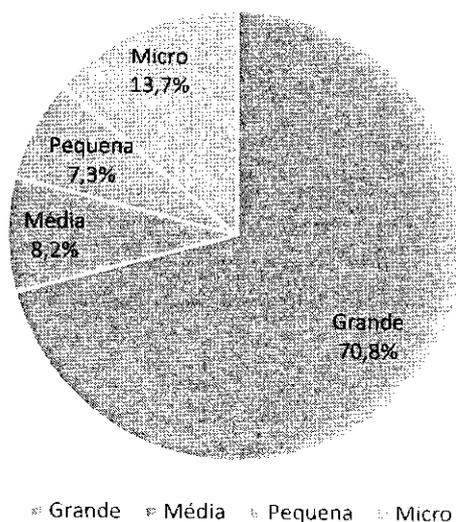
#### **II.4.2.3 – Diminuição da regressividade na concessão de crédito**

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.



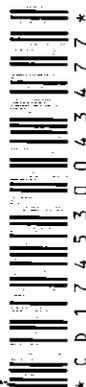
Os dados, porém, sugerem que os desembolsos do BNDES, balizados pela TJLP, destinam-se, em sua maioria, justamente para as empresas maiores. A Figura 3 mostra que, entre 2007 e o primeiro semestre deste ano, mais de 70% dos recursos emprestados pelo banco foram captados por empresas de grande porte, 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 (%)

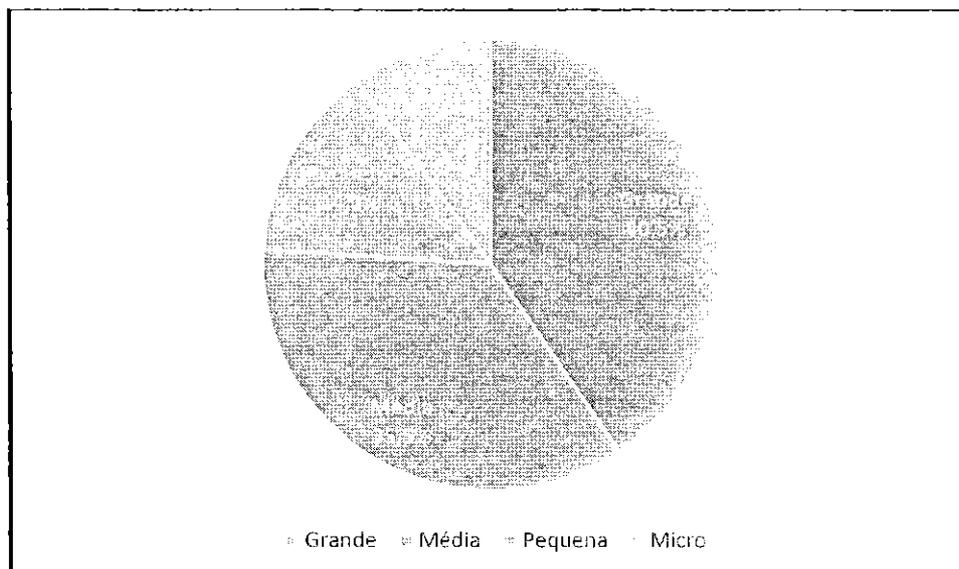


Fonte: BNDES

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

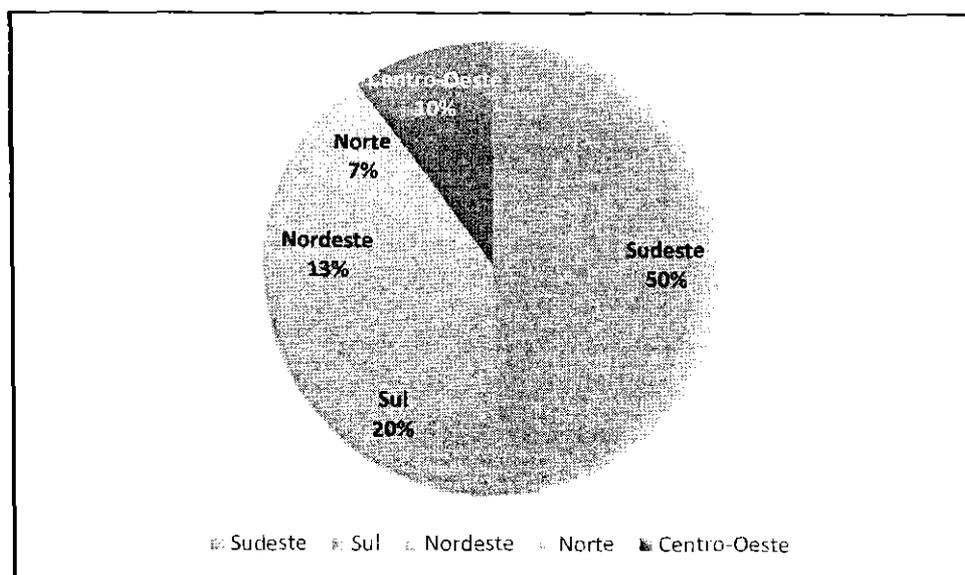


extensivo de juros subsidiados, por meio do qual os trabalhadores e a massa de médias, pequenas e microempresas financiam os acionistas dos grandes grupos.

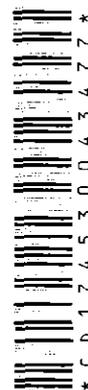
#### II.4.2.4 – Desconcentração regional na concessão de crédito

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.



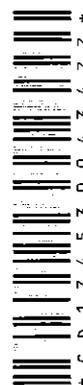
#### II.4.2.6 – Proteção ao trabalhador

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



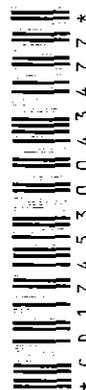
Seguro Desemprego. Estima-se que, neste ano, as receitas totais do Fundo sejam inferiores em R\$ 18 bilhões às despesas totais, déficit que deverá subir para R\$ 20 bilhões em 2018. Esse descompasso é, obviamente, coberto pelo Tesouro Nacional, vale dizer, pelas famílias e empresas. Assim, o dinheiro 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**

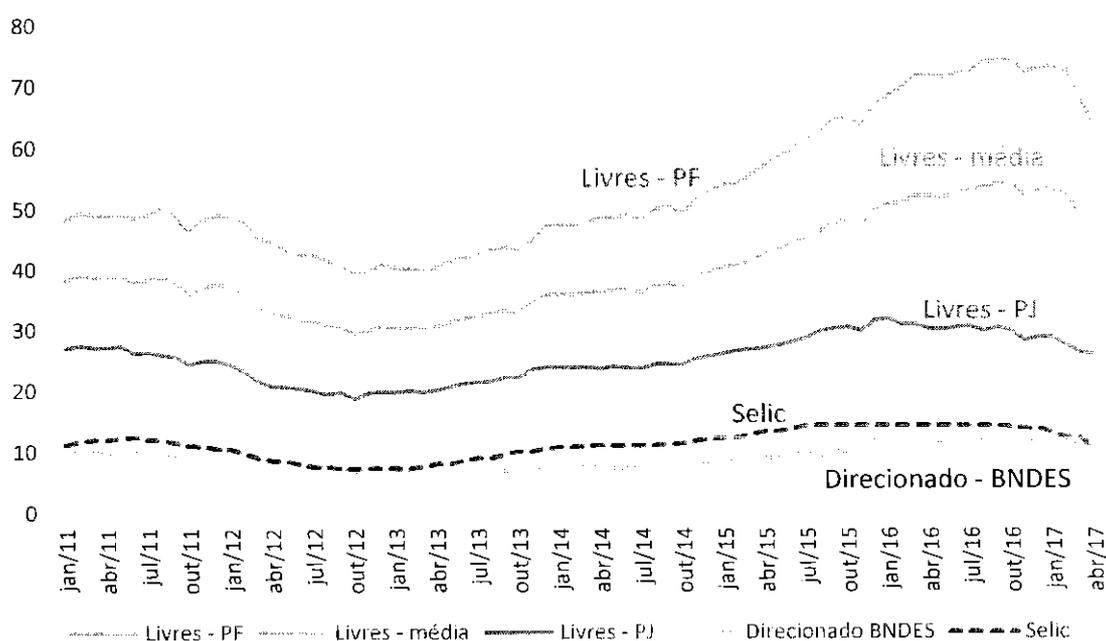
Não há dúvidas de que as taxas de juros praticadas nos mercados de crédito do Brasil são historicamente elevadas, inclusive em termos reais. A Figura 6 mostra a evolução, entre janeiro de 2011 e abril de 2017, de três taxas de juros de mercado – livres de pessoa física, livres médias e livres de pessoa 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)<sup>4</sup>

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

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



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 Goldfajn<sup>5</sup> 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 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.

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



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,



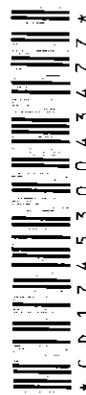
porém mais em linha com as taxas de mercado, será exigida naturalmente mais disciplina na alocação de capital. Assim, com a aplicação da TLP, o custo dos empréstimos no BNDES estará mais próximo ao de mercado, obrigando a que o custo do projeto financiado tenha de ser compatível com seu retorno. Dadas 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 jurídicas<sup>6</sup>. 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.

As evidências empíricas disponíveis, porém, não apoiam esta interpretação. Em particular, Bonomo e Martins<sup>7</sup> 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

<sup>6</sup> COSTA, Ana Carla. *op. cit.*

<sup>7</sup> 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.



2%, no caso de empresas cujo passivo seja todo ele associado a operações de crédito subsidiado.

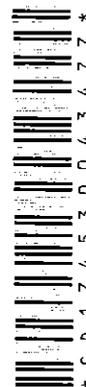
Assim, a presença de elevados volumes de crédito subsidiado no estoque global de crédito na economia diminui a potência da política monetária, isto é, os movimentos de política monetária têm de ser intensificados para terem o mesmo efeito sobre a inflação. Neste cenário, a prevalência do crédito subsidiado 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.

#### **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.



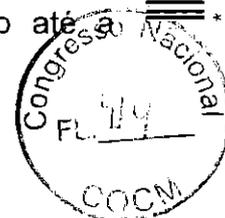
A parceria com fontes privadas beneficiará o BNDES de várias formas. A convergência de sua nova taxa-base, a TLP, para as taxas do Tesouro permitirá ao banco o acesso direto ao mercado, o que lhe facultará compartilhar riscos e prazos, além de acesso a uma ampla fonte de recursos para financiar o parque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





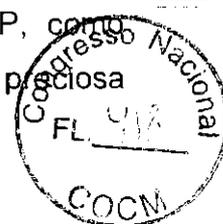
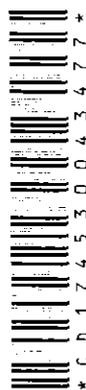
É importante ressaltar que, na vigência da MP nº 777/17 e da Lei que vier a sucedê-la, o BNDES continuará desempenhando sua função primordial de banco de desenvolvimento, mormente no financiamento e apoio a projetos cujo retorno social exceda o retorno meramente financeiro. Haverá, entretanto, diferenças 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.

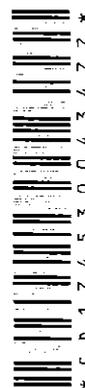
O item seguinte de nosso Voto se deterá na análise mais geral da influência do preço do crédito sobre a realização do investimento, que também abarca as considerações sobre a competitividade via custos. Neste ponto, cabe lembrar que a competição do produtor nacional com outros produtores domésticos é 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.

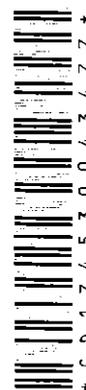
#### **II.4.4.5.1 – O nível das taxas de juros e os desembolsos do BNDES**

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.

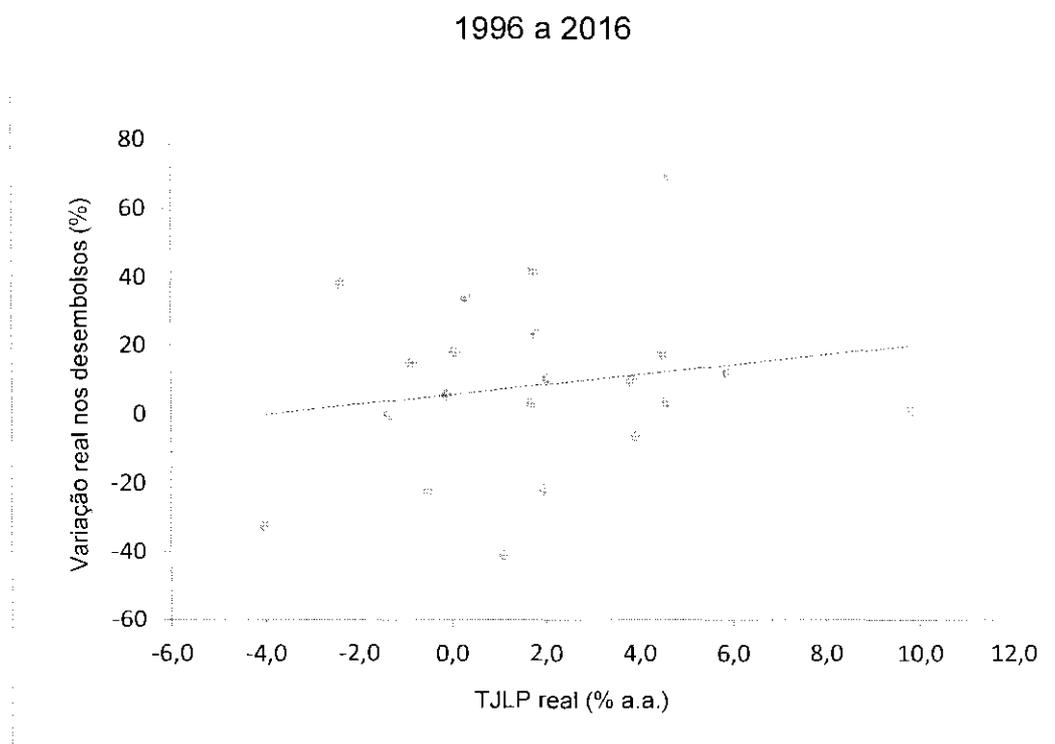


A consequência lógica desta suposição é a de que quanto mais baixas as taxas de juros no crédito subsidiado, maior a demanda por recursos, já que se parte do princípio de que os financiamentos a taxas de mercado tornariam inviáveis quaisquer projetos. Aplicado ao caso específico do BNDES, este argumento 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:**



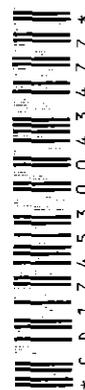
Fonte: IpeaData, BNDES

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.

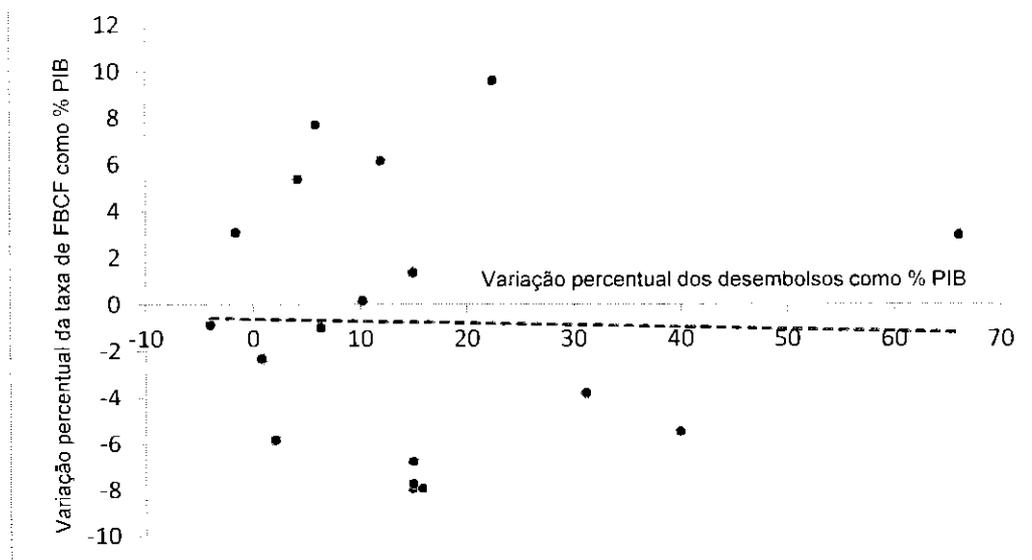
O exame das evidências empíricas, no entanto, tanto macro quanto microeconômicas, não encontra evidências dessa correlação. Em consequência, a análise das informações disponíveis não autoriza a confirmação da hipótese de que a redução dos desembolsos do BNDES provocará a queda dos investimentos.

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**

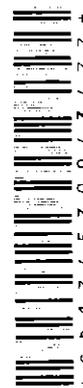


Fonte: IpeaData, IBGE, BNDES

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)<sup>8</sup> 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

<sup>8</sup> 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.

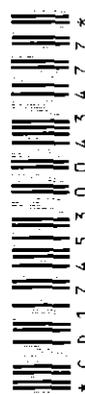




O terceiro estudo, de Machado *et al.* (2014)<sup>10</sup>, analisa o impacto dos desembolsos no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) em 2009 e 2010, utilizando estimativas econométricas com microdados ao nível de firma. Os autores concluem que a adicionalidade dos recursos concedidos – 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.

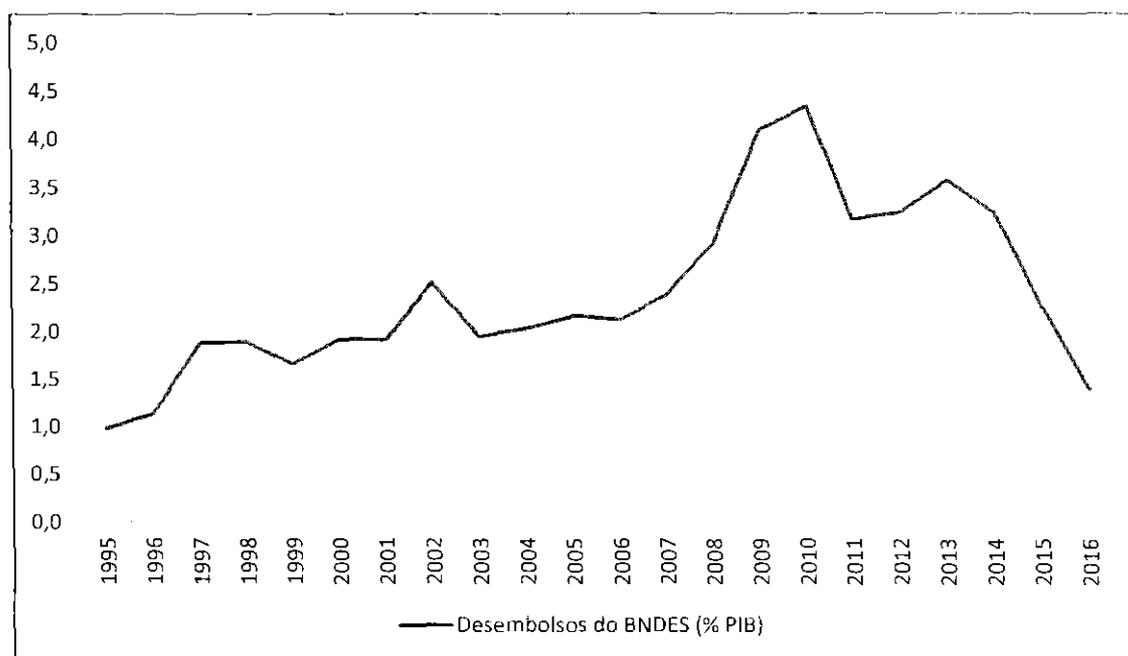
<sup>10</sup> MACHADO, Luciano *et al.* "Additionality of Countercyclical Credit: Evaluating the Impact of BNDES' PSI on the Investment of Industrial Firms". BNDES. 2014. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/7758/1/Additionality%20of%20Countercyclical%20Credit.P.pdf>. Consultado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



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

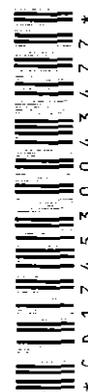
Entre 2009 e 2014, a concessão de financiamentos pelo BNDES atingiu volumes inéditos, como mostra a Figura 9.

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



Fonte: IpeaData, IBGE, BNDES

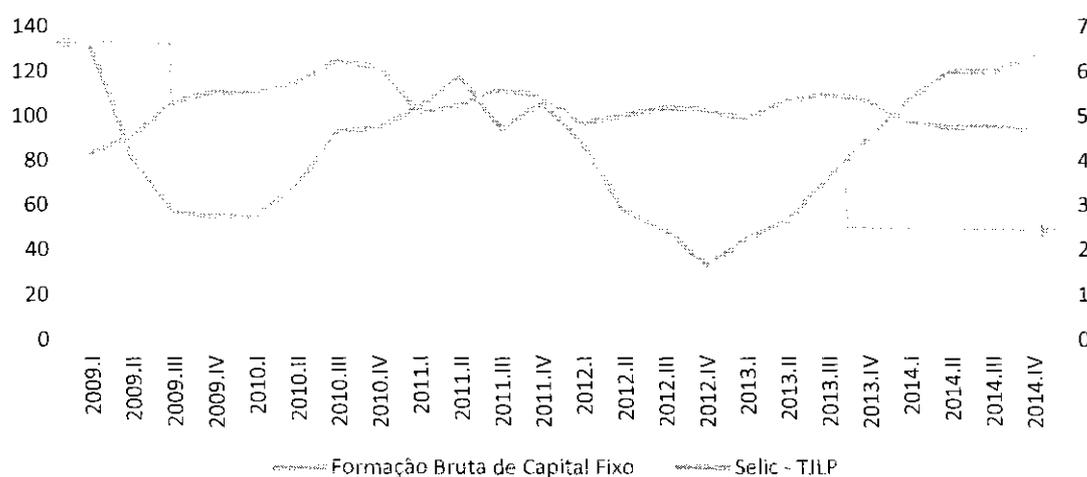
No entanto, mesmo durante esses seis anos, mesmo durante o auge da política governamental de oferta de crédito subsidiado, as evidências empíricas revelam completa insensibilidade do volume de investimentos em resposta aos subsídios associados a taxas de juros favorecidas. A hipótese de que o acesso 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 ano<sup>11</sup>.

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

Formação Bruta de Capital Fixo (índice: 1995 = 100) e  
Diferença entre taxa Selic e TJLP (% a.a.) - jan/2009 a  
dez/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.



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

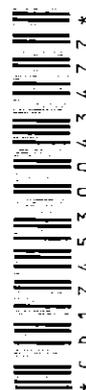
## II. 4. 5 Observações finais

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 entrosamento 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

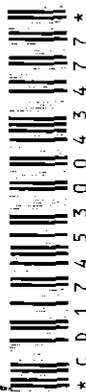


de juros para todos os brasileiros – e não apenas para os que hoje logram acesso aos empréstimos favorecidos.

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 idiosincrasia. 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



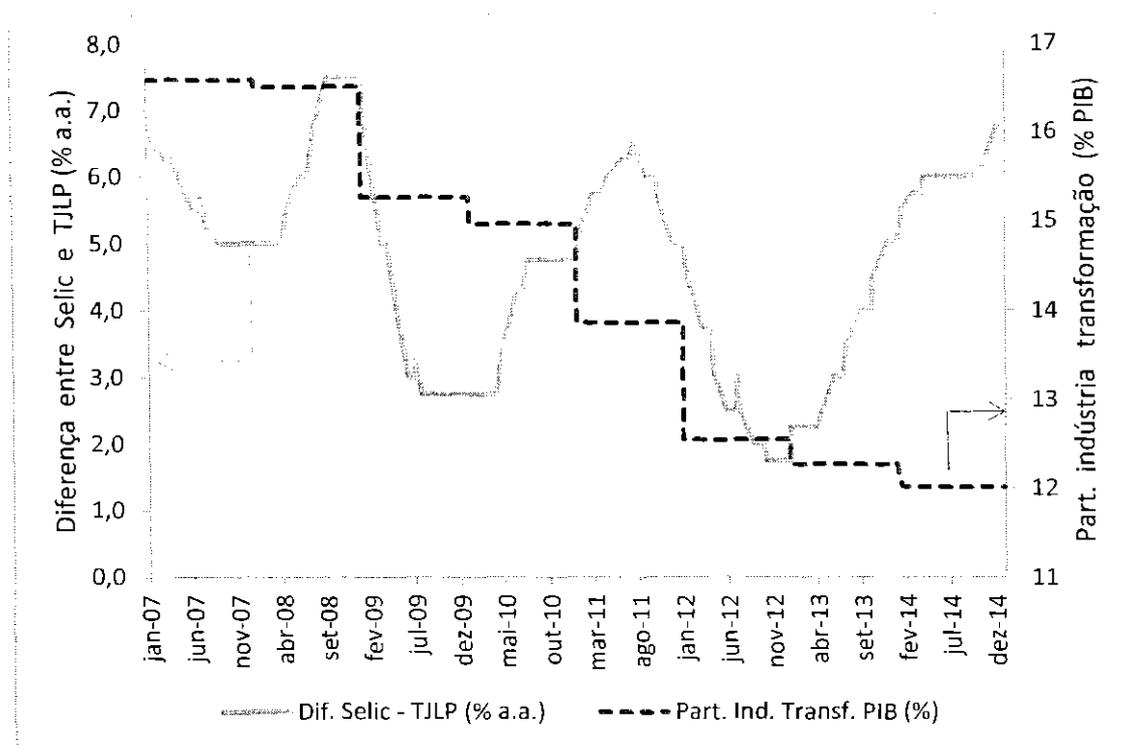
fariam se tivessem se financiado a taxas de mercado. Não há evidência empírica de que os investimentos financiados pelo BNDES tiveram, em geral, um retorno social que justificasse a destinação de recursos públicos subsidiados. Acima de tudo, não há evidência empírica de que a concessão de subsídios a 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,



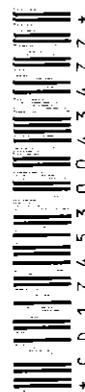
claríssimos. Não são apenas os R\$ 240 bilhões que, em dez anos, deixaram de ser aplicados na melhoria do bem-estar dos contribuintes e dos trabalhadores. São também os custos intangíveis – e igualmente nefastos – de juros elevados, crédito mais caro para quem mais precisa, maior endividamento público, 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:

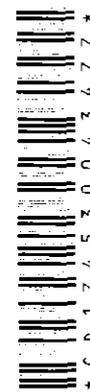
1 – Para fins de atendimento ao art. 7º da Lei Complementar nº 95, de 26/02/98, acrescentamos um artigo inicial que indicará o objeto da Lei e o respectivo âmbito de aplicação. Em consequência, procedemos à renumeração dos demais artigos;

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, 39	Limitação das condições de repactuação dos financiamentos 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.

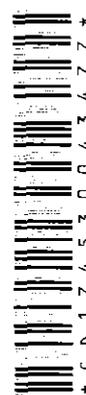


10	28, 29	Supressão das alterações propostas pela MP na Lei nº 9.365/1996.
11	35	Supressão do conteúdo da MP.

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

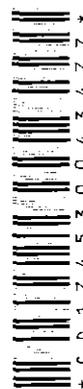


período médio de financiamento de longo prazo é de cinco anos, e considerando, principalmente, a urgência em corrigir as distorções tratadas nesta Medida Provisória, as quais têm impacto sobre o aumento da dívida pública, somos da opinião de que o prazo originalmente proposto na MP nº 777/17 é suficiente 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



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;

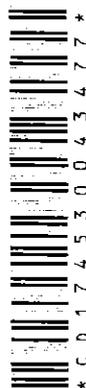
III - pela incompatibilidade e inadequação financeira e orçamentária das emendas nºs **1, 6, 10, 11, 12, 13, 14, 17 e 36**, e pela adequação e compatibilidade financeira e orçamentária da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas; e

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.

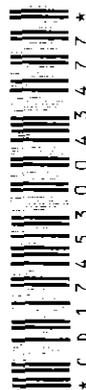
§ 3º A taxa de remuneração a que se refere o § 2º acima será descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% (nove centésimos por cento) ao ano.

§ 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.

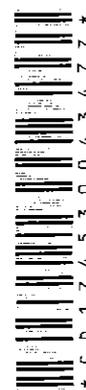
§ 2º O primeiro fator de ajuste de que trata o §1º deste artigo será tal que, quando aplicado à taxa de juros prefixada referida no *caput*, a TLP resultante para 1º de janeiro de 2018 será igual à Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP vigente para a mesma data.

§ 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.

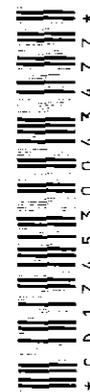
Art. 7º Ficam ressalvadas dos limites de que tratam o *caput* do art. 5º e o art. 6º desta Lei as demais hipóteses de transferência e recolhimento previstas nas legislações específicas dos respectivos Fundos.

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;

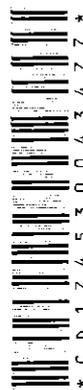
II - a taxa média referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, ou outra taxa que legalmente venha a substituí-la, para os recursos não aplicados pelo BNDES em operações de financiamento a seus tomadores, descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, 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)”*

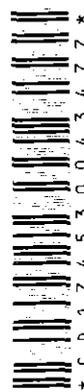
Art. 18. A Lei nº 10.849, de 23 de março de 2004, passa a vigorar com a seguinte redação:

*“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\_



## VOTO EM SEPARADO

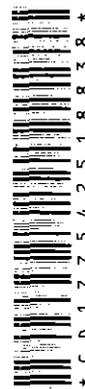
Perante a COMISSÃO MISTA DA MEDIDA PROVISÓRIA Nº 777, DE 2017, que institui a Taxa de Longo Prazo - TLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante e dá outras providências.

### I – RELATÓRIO

Em exame nesta Comissão Mista a Medida Provisória (MPV) nº 777, de 2017, que 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.

O art. 1º da MPV, em seu *caput*, estabelece que a remuneração, a partir de 1º de janeiro de 2018, dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) passa a ser a nova Taxa de Longo Prazo (TLP), em vez da atual Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), nos casos de financiamento pelas instituições financeiras federais. A TLP será 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 por uma taxa de juros prefixada.

Nos parágrafos seguintes, define que os recursos dos Fundos acima mencionados 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; que tal taxa de remuneração será descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% ao ano; que, na hipótese de ser verificado inadimplemento



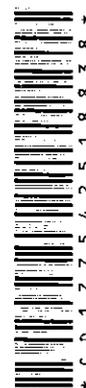
parcela da operação de financiamento contratada, a instituição financeira deverá remunerar os recursos, *pro rata die*, pelos mesmos critérios previstos para os recursos aplicados na forma do *caput*, pelo prazo de até sessenta dias, contado da data de vencimento contratada, conforme o esquema de pagamento contratado; que 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; e, por fim, 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.

Em seu art. 2º, a MPV prevê que a taxa de juros prefixada 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.

O § 1º do art. 2º estabelece que, à taxa de juros mencionada no *caput*, 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. Já o § 2º determina que o primeiro fator de ajuste será definido de maneira que a taxa de juros prefixada de que trata o *caput*, 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 define que a TLP e o seu fator de ajuste serão calculados 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.

Por sua vez, o art. 4º determina o recolhimento ao FAT da remuneração dos recursos aplicados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), semestralmente, até o décimo dia útil do mês subsequente ao seu encerramento, no valor correspondente à TLP, limitada a seis por cento ao ano, capitalizada a diferença que não for devolvida.



O § 1º do supracitado art. 4º prevê 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 não aplicados e remunerados pela Selic. O § 2º prevê o envio dos extratos das movimentações diárias dos recursos pelo BNDES, mensalmente, ao Conselho Deliberativo do FAT (Codefat).

Os arts. 5º e 6º tratam do recolhimento da remuneração dos recursos ao Fundo de Participação PIS-Pasep pelo BNDES, nos prazos legais, com base na TLP, ressalvadas as demais hipóteses de transferência e recolhimento já estabelecidas na legislação.

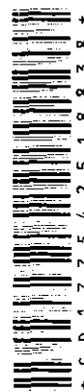
O art. 7º estabelece a segregação dos recursos pelas instituições financeiras federais por modalidade de remuneração.

O art. 8º dispõe sobre 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, que permanece regida pela Lei nº 9.365, de 1996. Afirma, ainda, que 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 nova forma de remuneração prevista nos arts. 1º e 2º, baseada na TLP.

Já o art. 9º determina que ficarão sujeitos à nova forma de remuneração 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, cujos critérios de aplicação serão estabelecidos pelo Codefat.

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, com o objetivo de adequar a remuneração dos referidos financiamentos ao disposto na Medida Provisória.

Para atender ao disposto no *caput* do art. 10, a MPV prevê no § 1º que as referidas repactuações deverão considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos de que trata o *caput*: 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



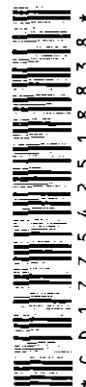
Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, ou outra taxa que legalmente venha a substituí-la, para os recursos não aplicados pelo BNDES em operações de financiamento a seus tomadores, descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% ao ano; e iii) a TJLP, para os demais recursos. No § 2º, estabelece que o BNDES encaminhará ao Ministério da Fazenda os extratos das movimentações diárias dos recursos oriundos dos financiamentos e os relatórios gerenciais dos recursos aplicados, com periodicidade e demais especificações definidas em conjunto pelas referidas instituições. No § 3º, autoriza a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento previstos nos contratos celebrados entre a União e o BNDES.

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 *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. Nos casos das hipóteses II a V, os recursos dos Fundos serão remunerados pela TJLP. Além das ressalvas nos casos I a V mencionados, conforme prevê o § 2º, a vedação disposta no art. 11 não afasta a aplicação da TJLP nas finalidades previstas em legislação específica.

Ademais, o art. 12 admite que 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.

Para se coadunar com a legislação vigente, o art. 13 da MPV altera o art. 7º da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990; o art. 14 altera o art. 2º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996; e o art. 15 altera o art. 35 da Lei nº 10.893, de 13 de julho de 2004.

A seu turno, o art. 16 altera o art. 7º da Lei nº 10.849, de 23 de março de 2004, para equalizar as taxas dos financiamentos realizados no



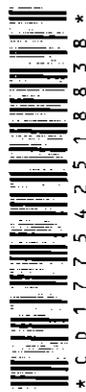
âmbito do Profrota Pesqueira, tendo como parâmetro de remuneração: i) a que fazem jus os recursos do FMM, no caso de operações contratadas com base no referido Fundo; ou ii) aquela de que trata o art. 2º da Lei nº 10.177, de 12 de janeiro de 2001, no caso de operações contratadas com base em recursos dos Fundos Constitucionais de Financiamento do Norte e Nordeste.

O art. 17 traz a cláusula de vigência, que prevê que a MPV entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos imediatos quanto ao art. 3º, que trata da metodologia da TLP, e em 2018, quanto aos demais dispositivos.

Por fim, o art. 18 revoga o art. 3º e os §§ 5º e 7º do art. 9º da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, e o art. 3º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996.

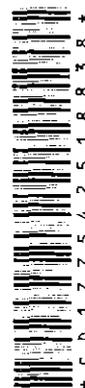
A Exposição de Motivos Interministerial (EMI) justifica as medidas propostas pelo fato de os efeitos positivos dos esforços recentes do Governo Federal para corrigir a trajetória de deterioração dos resultados fiscais não se concretizarem imediatamente. Encerrado o prazo regimental, foram apresentadas 40 (quarenta) emendas à Medida Provisória, de autoria dos Senhores Parlamentares: Deputado Federal Jerônimo Goergen (01); Senadora Vanessa Grazziotin (02 a 11); Senador Flexa Ribeiro (12 a 14); Senador Acir Gurgacz (15); Deputado Federal Pedro Fernandes (16); Deputado Federal Sergio Vidigal (17 e 18); Deputada Federal Luciana Santos (19 a 24); Deputado Federal Carlos Zarattini (25 a 31); Deputado Federal Alfredo Kaefer (32 a 35); Senadora Gleisi Hoffmann (36 a 38), e Senador Lindbergh Farias (39 a 40).

- A Emenda nº 01 vincula a TLP à metade da expectativa de variação do PIB e revoga o fator de ajuste da convergência da TLP à TJLP.
- A Emenda nº 02 vincula a TLP ao prazo médio ponderado do financiamento e à estrutura a termo das NTN-B dos vários períodos emitidos em vez de à NTN-B de cinco anos.
- A Emenda nº 03 incorpora cláusula de compensação financeira ao credor nos contratos referenciados em



TLP, para evitar a prerrogativa de pagamento antecipado pelo devedor.

- A Emenda nº 04 vincula a TLP à NTN-B dos prazos de um, dois, três, cinco, sete e dez anos.
- A Emenda nº 05 vincula a metodologia de cálculo da TLP com cada prazo e modalidade aplicável.
- A Emenda nº 06 altera o fator de ajuste da convergência da TLP à TJLP para o prazo de dez anos em vez dos cinco anos propostos pela MPV.
- A Emenda nº 07 propõe que operações de apoio financeiro com prazo médio inferior a cinco anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA.
- A Emenda nº 08 aumenta o redutor que o Ministério da Fazenda poderá conceder para 5% a.a., que poderá ser aplicado para todas as operações de apoio financeiro contratadas no período de sua vigência.
- A Emenda nº 09 aumenta o rol das operações que poderão continuar a usar a TJLP, conforme o enquadramento do Conselho Monetário Nacional.
- A Emenda nº 10 altera a autorização para que a União repactue as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES, que tenham a TJLP como remuneração, desde que esses financiamentos já não estejam programados ou aplicados como fonte de recursos em operações de crédito do BNDES.
- A Emenda nº 11 institui a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD).
- A Emenda nº 12 vincula os valores a serem ressarcidos a empresas brasileiras de navegação à Selic.



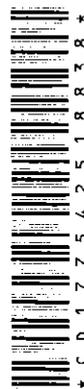
*[Handwritten signature]*

- A Emenda nº 13 trata da decadência ao direito ao produto do Adicional ao Frete para a Renovação da Marinha Mercante (AFRMM) no caso de não utilização dos valores no prazo de cinco anos.
- A Emenda nº 14 remunera pela Selic a Conta Vinculada do AFRMM.
- A Emenda nº 15 vincula a TLP ao prêmio de risco EMBI+, apurado e divulgado pelo J.P. Morgan, em vez do risco da NTN-B de cinco anos.
- A Emenda nº 16 prevê que a equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesca dependerá de dotações orçamentárias e que será enviado ao Congresso Nacional relatório semestral das operações de financiamentos.
- A Emenda nº 17 prevê o cálculo da TLP a partir da estrutura a termo de cinquenta por cento da taxa de juros das NTN-Bs para o prazo de cinco anos.
- A Emenda nº 18 vincula a TLP ao IPCA e a um prêmio de risco em vez da NTN-B de cinco anos.
- A Emenda nº 19 também vincula a TLP para cada prazo e modalidade aplicável.
- A Emenda nº 20 suprime a autorização para a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento previstos nos contratos celebrados entre a União e o BNDES.
- A Emenda nº 21 também vincula a taxa prefixada que compõe a TLP ao prazo médio ponderado do financiamento.
- A Emenda nº 22 repete a Emenda nº 10.

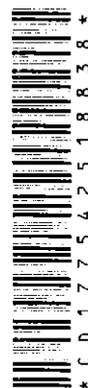


*[Handwritten signature]*

- A Emenda nº 23 também vincula a TLP ao prazo médio ponderado de vencimento do financiamento.
- A Emenda nº 24 vincula a TLP ao prazo médio ponderado de vencimento das parcelas de principal na data de contratação, obriga a contratação com a TLP vigente de prazo igual ou mais próximo do prazo médio ponderado de vencimento do contrato e retira o IPCA previsto para o cálculo da TLP em operações com prazo inferior a cinco anos.
- A Emenda nº 25 suprime a revogação dos §§ 5º e 7º do art. 9º, da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, que tratam da remuneração de depósitos especiais do FAT.
- A Emenda nº 26 suprime o art. 11 da MPV, que veda, a partir de 1º de janeiro de 2018, a contratação de operações que tenham a TJLP como referência.
- A Emenda nº 27 suprime o art. 3º da MPV, que trata do cálculo da TLP pelo CMN.
- Emenda nº 28 suprime o art. 14 da MPV, que trata da metodologia de cálculo da TJLP pelo CMN.
- A Emenda nº 29 suprime o inciso II do art. 18 da MPV, que revoga o art. 3º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, que trata da utilização da TJLP nos mercados financeiro e de valores mobiliários.
- A Emenda nº 30 suprime a alínea “a” do inciso I do art. 18 da MPV, que revoga o art. 3º da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, que trata da remuneração dos recursos do FAT.
- A Emenda nº 31 suprime o art. 1º da MPV.
- A Emenda nº 32 concede mais prazo para implementação da MPV.



- A Emenda nº 33 vincula a TLP à Selic e concede um prazo de dez anos para a vigência plena do fator de ajuste.
- A Emenda nº 34 também concede um prazo de dez anos para a vigência plena do fator de ajuste.
- A Emenda nº 35 suprime do art. 1º ao 17 da MPV.
- A Emenda nº 36 ajusta o fator da TLP para a metade e ainda concede um prazo de dez anos.
- A Emenda nº 37 vincula a taxa prefixada da TLP ao prazo médio ponderado de vencimento do financiamento a partir da estrutura a termo da taxa de juros das NTN-Bs para os prazos de um, dois, três, cinco, sete e dez anos.
- A Emenda nº 38 tem o mesmo objetivo da Emenda nº 3 de incorporar cláusula de compensação financeira ao credor nos contratos referenciados em TLP, para evitar a prerrogativa de pagamento antecipado pelo devedor.
- A Emenda nº 39 tem o mesmo objetivo da Emenda nº 10, que altera a autorização para que a União repactue as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES, que tenham a TJLP como remuneração, desde que esses financiamentos já não estejam programados ou aplicados como fonte de recursos em operações de crédito do BNDES.
- A Emenda nº 40 propõe que operações de apoio financeiro com prazo médio inferior a cinco anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA; vincula o financiamento com a TLP à NTN-B dos prazos de um, dois, três, cinco, sete e dez anos; e altera o redutor a ser proposto pelo Ministério da Fazenda, limitando a 5% ao ano.



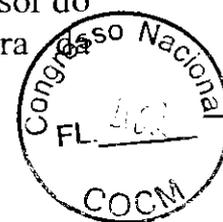
Em 7 de junho de 2017, foi eleito o Senador Lindbergh Farias presidente da Comissão Mista e, no dia 29 do mesmo mês, foi designado o Deputado Betinho Gomes para a relatoria da Comissão.

Em 20 de junho de 2017, foi prorrogado por sessenta dias o prazo de vigência da Medida Provisória pelo Ato do Presidente da Mesa do Congresso Nacional nº 34, de 2017, nos termos do art. 10, § 1º, da Resolução nº 1/2002-CN.

Em 5 de julho de 2017, foi aprovado o Requerimento nº 1, do Deputado Betinho Gomes, propondo a realização de audiências públicas para debater a matéria.

Em 12 de julho de 2017, foi realizada audiência pública com a presença dos seguintes convidados: Fábio Giambiagi, Superintendente da Área de Planejamento e Pesquisa do Banco Nacional do Desenvolvimento - BNDES; Antônio Corrêa de Lacerda, Coordenador do Programa de Estudos Pós-Graduados em Economia Política da PUC-SP; Ernani Teixeira Torres Filho, Professor de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ; Mario Bernardini, Diretor Executivo de Competitividade e Economia Estatística da ABIMAQ; Fernando Figueiredo, Presidente-Executivo da Associação Brasileira da Indústria Química - Abiquim; João Manoel Pinho de Mello, Chefe da Assessoria Especial de Reformas Microeconômicas do Ministério da Fazenda; Tiago Couto Berriel, Diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central; Ana Carla Abrão Costa, Sócia da Oliver Wyman Consultoria; Beny Parnes, Economista-Chefe e Diretor da SPX Investimentos e representante dos acionistas minoritários do Conselho de Administração do Banco do Brasil; e Vinicius Carrasco, Professor da PUC-RJ.

Participaram da 2ª Audiência Pública, no dia 8 de agosto: 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



Indústria de Máquinas e Equipamentos – ABIMAQ (representante da Confederação Nacional da Indústria – CNI); Felipe Rezende, Professor de Economia da Hobart and William Smith College (EUA); e Otávio Ribeiro Damaso, Diretor de Regulação do Banco Central do Brasil.

Por fim, em 9 de agosto de 2017, o Deputado Betinho Gomes apresentou relatório para votação na Comissão Mista.

## II – ANÁLISE

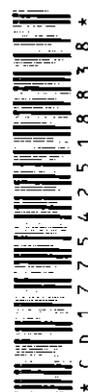
A esta Comissão Mista incumbe a tarefa de apreciar a matéria quanto ao exame da admissibilidade da constitucionalidade, juridicidade e técnica legislativa; da admissibilidade financeira e orçamentária; e quanto ao mérito, conforme especificado na Resolução nº 01, de 2002, do Congresso Nacional.

### II.1 – Admissibilidade

Preliminarmente, conforme exposto acima, cumpre-nos exame da admissibilidade da constitucionalidade e juridicidade da matéria. Nesse aspecto, conforme especificado por comando cristalino do art. 62 da Constituição Federal de 1988, medidas provisórias devem apenas ser editadas em caso de relevância e urgência, ou seja, devem ter caráter de excepcionalidade e não de uso irrestrito. Caso contrário, o Poder Executivo estaria assumindo papel inequívoco de legislador, de reserva mormente parlamentar, e haveria clara subversão de cláusula pétrea basilar do Direito pátrio, o princípio da Separação dos Poderes, também expresso em sua literalidade pelo inciso III do § 4º do art. 60 da “Constituição Cidadã”.

Sob a ótica de tal análise prévia, já não sobrevive a MPV nº 777, de 2017, que nitidamente não atende ao requisito de urgência, conforme explicaremos a seguir.

Ora, urgência é sinônimo de iminência, daquilo que demanda necessidade imediata de agir. Não obstante, a MPV em voga define que a nova taxa de juros, TLP, apenas terá vigência no dia primeiro de janeiro de 2018, ou seja, mais de oito meses após sua edição. Ademais, tal taxa demorará ainda mais cinco anos, de gradual conversão, até que seus valores sejam definidos de acordo com o novo cálculo proposto. A própria Exposição de Motivos da MPV afirma, em seu § 9º, que a proposta é uma “transição



suave”. Sendo assim, pergunto: Como é possível ter urgência e necessidade de aplicação imediata algo que só começará a valer de fato quase um ano depois, que demorará mais cinco para atingir seu propósito inicial, e que ainda propõe uma transição suave?

No estudo de lógica matemática, um argumento consiste em uma sequência de premissas capaz de levar a uma conclusão. Se considerarmos válidas as premissas de que: (i) todas medidas provisórias devem ser urgentes; (ii) urgência está intrinsecamente relacionada a imediatez, o que é oposto do que se entende por período de transição suave; e (iii) a MPV em análise não tem aplicação imediata, resta clara a conclusão de que a MPV nº 777 não é urgente. Afinal, trata-se de teratologia lógica nítida, proposta supostamente de forma urgente, cuja ação demorará tanto para se tornar efetiva.

Inclusive, o Supremo Tribunal Federal (STF) já se manifestou quanto ao tema. No julgamento da Ação Direta de Inconstitucionalidade (ADI) 2.213-MC, o relator Ministro Celso de Mello afirmou que “[...] a crescente apropriação institucional do poder de legislar, por parte dos sucessivos Presidentes da República, tem despertado graves preocupações de ordem jurídica, em razão do fato de a utilização excessiva das medidas provisórias causar profundas distorções que se projetam no plano das relações políticas entre os Poderes Executivo e Legislativo. Nada pode justificar a utilização abusiva de medidas provisórias, sob pena de o Executivo, quando ausentes razões constitucionais de urgência, necessidade e relevância material, investir-se, ilegitimamente, na mais relevante função institucional que pertence ao Congresso Nacional, vindo a converter-se, no âmbito da comunidade estatal, em instância hegemônica de poder, afetando, desse modo, com grave prejuízo para o regime das liberdades públicas e sérios reflexos sobre o sistema de *checks and balances*, a relação de equilíbrio que necessariamente deve existir entre os Poderes da República. A edição de medidas provisórias, pelo presidente da República, para legitimar-se juridicamente, depende, dentre outros requisitos, da estrita observância dos pressupostos constitucionais da urgência e da relevância (CF, art. 62, caput). Os pressupostos da urgência e da relevância, embora conceitos jurídicos relativamente indeterminados e fluidos, mesmo expondo-se, inicialmente, à avaliação discricionária do presidente da República, estão sujeitos, ainda que excepcionalmente, ao controle do Poder Judiciário, porque compõem a própria estrutura constitucional que disciplina as medidas provisórias, qualificando-se como requisitos legitimadores e juridicamente condicionantes do exercício, pelo chefe do Poder Executivo, da competência normativa primária que lhe foi outorgada, extraordinariamente, pela CF.”



Portanto, é indubitável que há vício constitucional intrínseco à MPV em voga, que já nasceu eivada de inconstitucionalidade, não atendendo, assim, aos requisitos constitucionais exigidos para sua edição. Sendo assim, cumpre ao Congresso Nacional fazer valer seu dever constitucional e rejeitar a matéria, a fim de preservar princípios democráticos que são verdadeiros pilares do ordenamento jurídico brasileiro, tal qual o já explicitado Princípio da Separação dos Poderes.

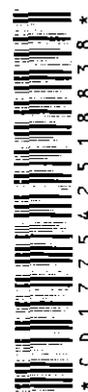
## II.2 – Da Adequação Financeira e Orçamentária

O segundo crivo pelo qual deve passar uma Medida Provisória diz respeito à sua adequação financeira e orçamentária.

Quanto ao tema, a Resolução do Congresso Nacional nº 1, de 2002, estabelece, em seu art. 5º, § 1º, que “o exame de compatibilidade e adequação orçamentária e financeira das medidas provisórias abrange a análise da repercussão sobre a receita ou a despesa pública da União e da implicação quanto ao atendimento das normas orçamentárias e financeiras vigentes, em especial a conformidade com a Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a lei do plano plurianual, a lei de diretrizes orçamentárias e a lei orçamentária da União”.

Equalização da taxa de juros consiste em espécie de subsídio governamental dado aos produtores brasileiros, por meio do qual o governo cobre a diferença entre a taxa de juros praticada no mercado financeiro e a taxa efetivamente paga pelo produtor. Todavia, não há na EMI nº 36, de 2017, qualquer justificativa e menção à previsão orçamentária para a equalização de juros autorizada pelo art. 16 da MPV, o que contraria, a nosso ver, a Lei Complementar nº 101, de 2000. De fato, a chamada Lei de Responsabilidade Fiscal exige que quaisquer ações governamentais que aumentam despesa sejam acompanhadas de estimativa do impacto orçamentário-financeiro no exercício em que deva entrar em vigor e nos dois subsequentes; além de declaração do ordenador da despesa de que o aumento tem adequação orçamentária e financeira com a lei orçamentária anual e compatibilidade com o plano plurianual e com a lei de diretrizes orçamentárias.

Ao tentar sanar a falha exposta, a Emenda nº 16 do Deputado Pedro Fernandes afirma que a equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueira dependerá de dotações



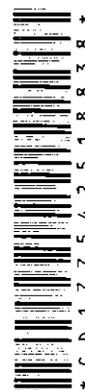
orçamentárias específicas alocadas no Orçamento Geral da União e que será enviado ao Congresso Nacional relatório semestral das operações de financiamentos. Não obstante, tal Emenda foi rejeitada no parecer apresentado pelo relator da MPV, sob o argumento de que seria inconstitucional, por tratar de assunto alheio ao objeto da MPV. Ora, como pode ser estranho à proposição tema que trate exatamente acerca do que trata artigo original da norma? Se tal premissa for verdadeira, também é a de que o art. 16 da MPV nº 777 extrapola a matéria da medida, que versa acerca de mais de um tema, o que, no mínimo, fere a boa técnica legislativa.

Sendo assim, percebe-se que, além dos problemas de constitucionalidade anteriormente discutidos, a MPV em análise também possui inadequações financeiras e orçamentárias, por ferir diretamente a Lei de Responsabilidade Fiscal.

### II.3 – Do Mérito

Acerca do mérito, novamente não resistem os argumentos do Governo. Afinal, a premissa precípua da necessidade da MPV já possui inconsistências inerentes. Segundo a EMI que justificou a apresentação da norma, o que se espera da MPV, com a criação da TLP, é a 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.

Todavia, o mesmo Governo que propôs a MPV é o Governo que afirma que as taxas de juros da economia continuarão a cair substancialmente nos próximos anos, conforme inúmeras declarações do Ministro da Fazenda, Henrique Meirelles, e do Presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, ambos subscritores da EMI supracitada. Ademais, o Presidente da República, Michel Temer, disse no Encontro Nacional de Comércio Exterior (Enaex), realizado no dia 9 de agosto no Rio de Janeiro, que a Taxa Selic deverá estar em 7,5% a.a. até o fim de 2017. Sendo assim, considerando que o argumento do próprio Governo é válido, antes mesmo da entrada em vigor da TLP, prevista apenas para janeiro de 2018 e ainda com um prazo de cinco anos para integral implementação, a taxa básica de juros da economia praticamente já equivalerá à praticada pela atual TJLP, o que demonstra a desnecessidade e, novamente, a total falta de urgência da MPV proposta.



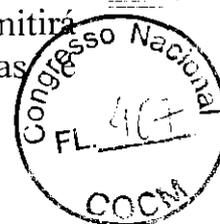
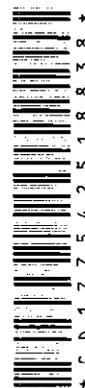
Outra questão inevitável diz respeito ao impacto negativo da Medida Provisória na economia. Não à toa a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) se posicionou veementemente contra a matéria. De acordo com pesquisa realizada pela entidade, a criação da TLP provocará redução significativa na intenção de investimento. Das empresas entrevistadas, 66% deixariam de investir com crédito do BNDES nos próximos dois anos, caso as propostas da MPV nº 777 sejam implementadas.

Além da Fiesp, se manifestaram contrariamente à proposição a Confederação Nacional da Indústria (CNI), a Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (Abimaq), a Associação Brasileira da Indústria Química (Abiquim), a Associação Brasileira da Indústria Elétrica e Eletrônica (Abinee), a Associação Brasileira da Infraestrutura e Indústrias de Base (Abdib), enfim, todo o setor produtivo.

Caso a proposta passe no Congresso Nacional, o BNDES, cujo principal escopo é financiar o desenvolvimento do Brasil, passará a praticar taxas similares à do mercado, perdendo a razão de sua existência, o que seria desastroso para nosso país. Afinal, especialmente em tempos de crise, faz-se de suma importância o investimento do BNDES e de bancos públicos no desenvolvimento nacional, uma vez que os ganhos econômicos propiciados por tais financiamentos são muito superiores em termos de crescimento, geração de emprego e renda do que os eventuais custos fiscais dos subsídios praticados. Não obstante, infelizmente, os defensores da TLP sempre ignoram completamente o enorme efeito multiplicador dos investimentos propiciados pelo BNDES e seus impactos tanto na indústria quanto no consumo, impactos inclusive fiscais, uma vez que o crescimento econômico e industrial gera mais receitas para o governo.

Para se ter uma ideia, o Brasil é um dos países com as menores taxas de investimento do mundo, apenas 15,6% do PIB, sendo que o BNDES representa montante significativo disso. Entre 1996 e 2016, os desembolsos do banco representaram 2,5% de todo o PIB e 13,1% da formação bruta de capital fixo do país, que mede o quanto as empresas aumentaram os seus bens de capital, ou seja, aqueles bens que servem para produzir outros bens. São basicamente máquinas, equipamentos e material de construção. Tal indicador é importante porque mede se a capacidade de produção do país está crescendo e também se os empresários estão confiantes no futuro.

Ademais, a ideia de que o fim dos subsídios do BNDES permitirá que o mercado privado assumira o financiamento das empresas



completamente equivocada, uma vez que não existe mercado de crédito desenvolvido em nosso país. Sendo assim, na prática, o que ocorrerá, em caso de aprovação da TLP, será alta ainda maior nos juros cobrados no financiamento privado, o que continuará a promover verdadeira desindustrialização e retrocesso econômico no Brasil. A queda do Produto Interno Bruto (PIB) e do investimento em nosso país vem caindo vertiginosamente nos últimos anos. As estratégias utilizadas pelo atual Governo claramente não estão obtendo sucesso na recuperação da economia. Para complicar ainda mais o cenário, a criação da TLP significa um desestímulo ainda maior ao investimento, desemprego generalizado e a total impossibilidade de recuperação da economia. Portanto, os únicos vitoriosos com o fim dos estímulos do BNDES são os bancos privados.

Outro ponto em que peca a MPV diz respeito ao fato de esta tornar o preço do crédito do BNDES pró-cíclico, eliminando a possibilidade de ser usado em situações de crise, como ocorrido em 2008, quando sua ação gerou enormes efeitos positivos para a economia brasileira. De tal modo, o Brasil deixa de ter importante instrumento no incentivo à economia em momentos recessivos, já que o novo método de cálculo proposto pela TLP apenas reproduz as características conjunturais do mercado.

Ainda, considerando que os principais países do mundo estimulam seu setor produtivo e industrial, com o fim da TJLP o Brasil se posiciona na contramão do mercado internacional, o que torna impossível a competição das empresas nacionais em tal esfera. Na Alemanha, por exemplo, o KfW, maior banco de desenvolvimento do país, dispõe de diversos instrumentos que o permite operar com condições diferenciadas. O KfW capta em mercados maduros (com taxas de juros historicamente baixas e estáveis), contando com aval do Tesouro alemão em suas operações. Diferentemente do Brasil, possui imunidade tributária total e não está obrigado a seguir o Acordo de Basiléia (o que lhe confere flexibilidade adicional).

Em suma, ante todo o exposto, podemos concluir que o financiamento público de longo prazo é crucial para apoiar o investimento na produção e infraestrutura no Brasil e que não existe substituto de curto prazo eficaz para o seu papel na economia nacional. Assim, linhas de financiamento nos moldes da TJLP são fundamentais para viabilizar investimentos a taxas compatíveis com a rentabilidade esperada dos empreendimentos e garantir alguma segurança jurídica e econômica de médio e longo prazo para os investidores.



## II.4 A falácia da questão fiscal

Nas considerações quanto aos pressupostos constitucionais de relevância e urgência, o relator aceita os argumentos da exposição de motivos da MP, essencialmente focados nas supostas implicações fiscais positivas da MP:

- MP "*busca a reversão do déficit primário de mais de 2,5% do PIB para um superávit primário suficiente para estabilizar a dívida*";

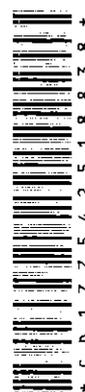
- MP "*insere-se no quadro de outras reformas que buscam reverter a aceleração da dívida pública*";

- A medida "*é indispensável para melhoria dos resultados fiscais*".

Como evidência dos problemas fiscais decorrentes do atual arranjo institucional que a MP se propõe a desfazer, na seção "Impacto sobre as contas públicas", especialmente figura e tabela nas páginas 32 e 33, o custo fiscal da TJLP-BNDES alcançaria a cifra de R\$ 284,7 bilhões de subsídios entre os anos de 2007 e 2016.

Chama a atenção que na análise do impacto fiscal nenhuma menção é feita aos benefícios fiscais da estrutura que se procura desmontar. Estamos diante de inegável desbalanceamento na apreciação da matéria. Entretanto, a necessidade de pesar custos com benefícios fiscais é elementar para que se confirme ou não se o impacto fiscal da estrutura TJLP-BNDES é tal que sua supressão possa beneficiar as contas públicas.

Note-se que estamos abstraindo de todas considerações não fiscais nesse momento. Não estamos entrando no mérito de que, ainda que o sistema tivesse impacto fiscal negativo, sua contribuição em outras dimensões, para o crescimento econômico, aumento de produtividade, entre outros, poderia compensar um eventual impacto fiscal negativo. A crítica não é de que o relator não faça essa análise, mas que do ponto de vista estritamente fiscal, sua análise é incompleta.



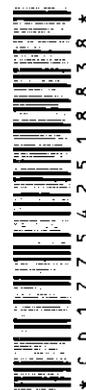
O impacto fiscal de uma política ou de um arranjo institucional pode ser negativo ou positivo. Se de fato o impacto fiscal do arranjo TJLP-BNDES é negativo como pressupõe o relator, os custos são maiores que os benefícios fiscais, ou seja, o sistema apresenta um custo fiscal líquido positivo. De outro modo, o impacto fiscal seria positivo (custos menores que benefícios fiscais) e teríamos um custo fiscal líquido negativo.

A partir da definição de termos apresentada, deve ser dito que o relator comete o seguinte erro: assume que o impacto fiscal do arranjo TJLP-BNDES é negativo, sem demonstrá-lo, uma vez que considera apenas o custo fiscal do arranjo TJLP-BNDES e desconsidera seus benefícios fiscais. Como iremos demonstrar, ao considerarmos os benefícios fiscais derivados do arranjo TJLP-BNDES, ficará claro que seu impacto fiscal é positivo ou que seu custo fiscal líquido é negativo.

Antes de apresentarmos essa proposição, vale explorar uma outra crítica ao voto do relator, pois ela ajuda a entender o que está por trás da agenda da qual a MP 777 faz parte. A crítica refere-se à apreciação limitada dos determinantes da dívida bruta, sugerindo que o BNDES e a TJLP são os grandes responsáveis pelo crescimento recente da dívida bruta. Ou seja, mesmo que o impacto fiscal do arranjo TJLP-BNDES fosse negativo, seria importante compará-lo com outros fatores que contribuem para explicação da dinâmica da dívida pública.

Não há dúvida que a preocupação do relator está com os subsídios associados à TJLP e ao BNDES, em particular com os subsídios implícitos, pois esses últimos "afetam o montante da dívida bruta do setor público, mas não o resultado primário" (p. 31) e, referindo-se implicitamente à dívida bruta "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" (p. 35).

Fosse realmente o propósito do relator advogar a MP 777 pelos seus efeitos sobre a trajetória da dívida bruta, não deveria estar no bojo da sua discussão considerações sobre o impacto fiscal das operações compromissadas do Banco Central? Não deveria haver alguma consideração sobre qual é a contribuição do que o relator chama de subsídios implícitos associados ao BNDES, vis-à-vis, o custo das operações compromissadas sobre a taxa de juros implícita do Setor Público?



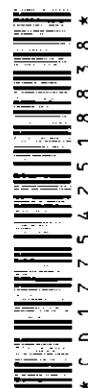
Todavia, como observa o professor Pedro Paulo Zahluth Bastos do Instituto de Economia da UNICAMP:

*"Embora aumentem a dívida pública bruta, as operações compromissadas do Banco Central não são criticadas pelos economistas vinculados direta ou indiretamente aos bancos comerciais e outras organizações financeiras privadas que costumam criticar o aumento da dívida pública bruta. Aliás, eles costumam criticar propostas para substituí-las por alternativas muito menos custosas (para as contas públicas) e igualmente eficazes, como a regulação da indústria de fundos financeiros para alongar o prazo da demanda de títulos públicos (Lopreato, 2014); ou a proposta do economista-chefe para a América Latina da Standard & Poor, Joaquin Cottani (2015), de "conversão em reservas de liquidez mínimas remuneradas à taxa inferior àquela do mercado parte do estoque de 'repôs' que hoje fazem os bancos com o BCB". Se um objetivo declarado da política de austeridade fiscal realizada no Brasil em 2014 era manter a avaliação favorável (grau de investimento) perante as agências de classificação de risco, por que não atender ao conselho do economista que chefia a avaliação da economia brasileira na principal das agências?" (BASTOS, P.P.Z., 2016, Crescimento da dívida pública e política monetária no Brasil (1991 - 2014), p. 27).*

Se "a MP se insere no quadro de outras reformas que buscam reverter a aceleração da dívida pública" como diz o relator, qual dessas reformas trata de explorar "alternativas muito menos custosas (para as contas públicas) e igualmente eficazes" às operações compromissadas?

Os erros do relator não revelam apenas sua tendenciosidade, mas indicam a real natureza do que se pretende com a MP 777: aproveitar a crise para tocar uma agenda de reformas cuja origem independe totalmente da atual crise. A crise é apenas uma oportunidade de forçar que essa agenda de supostas "reformas necessárias". Pretendem convencer o enfermo em estado grave, que o amargor do remédio é garantia da sua eficácia.

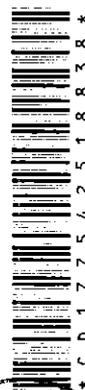
Na verdade, as reformas estão na agenda do sistema financeiro e de seus intelectuais orgânicos faz tempo e há indícios claros de falta de compromisso mesmo com os objetivos declarados na MP 777, sem entrar no mérito da importância real desses objetivos.



Nesse sentido, confirmando que a reforma propugnada pela MP 777 nada tem a ver com a atual crise, mesmo no seu diagnóstico oficial de crise fiscal motivada pela gastança desenfreada, deve ser mencionado o fato de que a MP 777 é simples operacionalização de parte da reforma defendida pelo economista do setor financeiro Persio Arida em texto publicado pela Casa das Garças em maio de 2005 (Texto para Discussão n. 8, Mecanismo Compulsórios e Mercado de Capitais: proposta de política econômica).

Nesse artigo Pécisio Arida propõe quatro reformas nos mecanismos de poupança compulsória da Caixa Econômica e do BNDES: na precificação do crédito, governança, gestão estatal e eliminação de distorções alocativas. Voltaremos ao tema das outras reformas mais à frente, mas sobre a precificação a semelhança com a proposta da TLP é completa. Arida propõe "*determinar a TJLP de acordo com o sinal enviado pelo mercado sobre a taxa de juros de longo prazo em reais vigente em títulos do Tesouro Nacional*". À época, por seja por considerações de quais eram os títulos do Tesouro que estavam disponíveis no mercado, seja por detalhes apurados mais recentemente, quanto ao prazo médio do financiamento do BNDES, Arida propunha títulos de 10 anos, em contraste com os 5 anos estipulados pela TLP, e indexados ao IGPM, em contraste com o IPCA definido na TLP. Trata-se da mesma proposta com adaptação de detalhes. O artigo de Arida advoga várias vantagens da proposta de precificação, mas, pasmem, ao contrário do voto do relator e dos defensores na imprensa e nas audiências públicas da MP 777, em nenhum momento destaca seu impacto fiscal. Sem dúvida que aqui reside uma das razões fundamentais pelas quais o artigo de Arida, que lhe garantiria a paternidade da TLP, foi mantido distante do debate pelos defensores da MP 777: o artigo contém um componente de honestidade intelectual que é inconveniente e inoportuno para os defensores da TLP. Voltaremos a outros exemplos de honestidade intelectual no artigo de Arida que não encontram eco no voto do relator, bem como nos artigos e pronunciamentos dos defensores da TLP.

Outro fator inconveniente do artigo original de Persio Arida é que nele podemos contemplar a reforma completa que os defensores da MP 777 querem realizar nos esquemas de poupança compulsória. Os reformadores atuais, por uma questão de estratégia e de forma totalmente não transparente, apenas querem nos apresentar uma primeira parte do que está em jogo. E não se constroem de afirmar como aparece no voto do relator, que a reforma "não traz nenhum dispositivo que possa diminuir a relevância da atuação do BNDES ou ameaçar seu papel como banco de desenvolvimento" (p. 53).



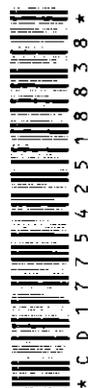
O que fica escondido na argumentação em defesa da MP 777, é transparente no artigo de Arida. Além da precificação por taxas de mercado, a proposta de Arida prevê também mudanças na gestão do FAT. Ao invés de confiar na administração dos recursos dos fundos pelo BNDES, Arida sugere "leilões em que instituições financeiras privadas competiriam pela aplicação dos recursos do FAT ou do FGTS em setores ou atividades pré-selecionados. Essas modificações atenuariam os efeitos do monopólio exercido pela CEF e pelo BNDES e reduziriam o escopo de pressão dos grupos de interesse". Finalmente, Arida defende, em nome de atenuar "distorções alocativas causadas pelos mecanismos de financiamento compulsório", "zerar a alíquota do PIS" com o propósito de "cessar novos aportes de recursos para o FAT". Não há dúvida de qual é o horizonte de longo prazo dos proponentes da MP 777: desmontar o FAT e o BNDES.

Retomemos a consideração de custos e benefícios fiscais da TJLP-BNDES. Lembre-se que o custo fiscal associado a TJLP-BNDES, segundo o relator, é de R\$ 284 bilhões.

Em primeiro lugar, a análise dos custos fiscais superestima os custos do sistema. Em audiências públicas e artigos de jornal José Roberto Afonso, Felipe Salto, e o Senador José Serra, convicentemente argumentaram que dada a ordenação jurídica do país, mais especificamente, a Constituição Federal, não faz sentido calcular o subsídio associado ao FAT uma vez que os recursos repassados ao BNDES não têm aplicação alternativa. Para ficar claro, a MP 777 não propõe, e nem poderia propor, uma alteração na Constituição. Esse raciocínio não envolve nenhuma revolução da "teoria econômica", como chegaram a argumentar na audiência pública no Rio de Janeiro, mas apenas a consideração maisomezinha de que a análise econômica precisa ser feita considerando as restrições legais vigentes em cada país.

Recalculando o custo fiscal, chegamos ao valor de R\$ 202,4 bilhões de subsídios (284,7-82,4) em dez anos.

Se esse é o montante que corresponde ao custo fiscal, qual é o benefício fiscal correspondente do arranjo institucional TJLP-BNDES? Qualquer parlamentar ou cidadão interessado ficará intrigado em descobrir que não há menção ao benefício fiscal do BNDES nos inúmeros artigos na imprensa, bem como nas apresentações em audiências públicas, dos defensores da TLP, a despeito de toda prioridade dada por eles à questão fiscal. Nesse sentido, dado a convergência do relator com o grupo que

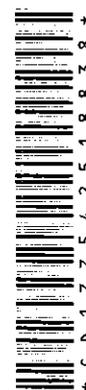


defende a TLP, não é um acidente que ele não tenha feito nenhuma consideração a respeito.

O BNDES paga impostos e distribui dividendos para seu acionista único que é a União. Não são todos bancos de desenvolvimento que pagam impostos ou distribuem dividendos para seu controlador, vide o caso do KfW, o banco de desenvolvimento da Alemanha. Note-se adicionalmente que a consideração desses itens não envolve qualquer hipótese ou modelo, mas a mesma contabilidade com que se calculou o custo fiscal. As informações são de fácil acesso. No caso específico do relator não há desculpa para não ter considerado essas informações uma vez que constam do "livro verde" do BNDES (tabela 2.7, página 63) com o qual foi apresentado publicamente pelo presidente do BNDES, Paulo Rabello de Castro na audiência pública no Rio de Janeiro. Segundo informação divulgada pelo próprio relator, isso aconteceu antes dele se debruçar sobre a tarefa de escrever seu voto. Deve-se também destacar que na segunda audiência em Brasília o tema foi tratado pelo representante da AFBNDES.

Dada a ausência de um tratamento do tema é de se perguntar: qual é a heresia ou erro de apontar que os benefícios fiscais devem ser considerados numa análise do impacto fiscal do BNDES? Afinal de contas o BNDES paga impostos e distribui dividendos para seu acionista único que é a União. Como veremos mais adiante, não são todos bancos de desenvolvimento que pagam impostos ou distribuem dividendos para seu controlador, vide o caso do KfW, o banco de desenvolvimento da Alemanha. Note-se adicionalmente que a consideração desses itens não envolve qualquer hipótese ou modelo, mas a mesma contabilidade com que se calculou o custo fiscal. As informações são de fácil acesso. No caso específico do relator não há desculpa para não ter considerado essas informações uma vez que constam do "livro verde" do BNDES (tabela 2.7, página 63) com o qual foi apresentado publicamente pelo presidente do BNDES, Paulo Rabello de Castro na audiência pública no Rio de Janeiro. Segundo informação divulgada pelo próprio relator, isso aconteceu antes dele se debruçar sobre a tarefa de escrever seu voto. Deve-se também destacar que na segunda audiência em Brasília o tema foi tratado pelo representante da AFBNDES.

Atualizados a valores de 2016, total pago pelo BNDES de 2007 a 2016 correspondeu a R\$ 153,2 bilhões em reais de 2016. Note-se que isso corresponde a mais da metade do custo fiscal apontado pelo relator.



Apenas as duas considerações acima, retirar do custo fiscal o FAT e incluir os benefícios fiscais na forma de dividendos e tributo pagos pelo BNDES, chegamos a um custo fiscal quase 6 vezes menor do que o sugerido pelo voto do relator. Ao invés dos R\$ 284,7 bilhões o custo fiscal reduz-se a R\$ 49,2 bilhões em dez anos. Podemos apreciar esse número, total de subsídio ao investimento, num país com baixíssima taxa de investimento, tomando como referência alguns números apresentados pelo próprio relator.

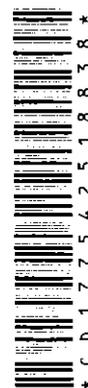
Todavia, uma análise mais profunda do impacto fiscal do BNDES tem que avançar no terreno das hipóteses econômicas, para além do debate meramente contábil. Os investimentos financiados pelo BNDES geram pagamentos de impostos do setor privado ligado ao atendimento dos investimentos. Se incluirmos na conta esses impostos, sob hipóteses extremamente conservadoras, veremos que a operação do BNDES gera um benefício fiscal líquido.

A memória de cálculo é apresentada no apêndice do voto.

Segue uma explicação das principais hipóteses assumidas. Partindo-se dos desembolsos do BNDES, contabilizou-se apenas a proporção desses que tem como finalidade financiar investimentos (formação bruta de capital fixo) pois é a única destinação do desembolso para que temos os parâmetros necessários para uma análise mais detida. Ou seja, excluiu-se todo desembolso do BNDES que está voltado para financiamento de exportações, apoio a administração pública, fusão/aquisição, capital de giro, internacionalização e mercado de capitais. A média ponderada da participação do desembolso com destino para investimento nos 10 anos considerados foi de quase 80% (0,78).

Para evitar dupla contagem do pagamento de impostos, os desembolsos para financiamento de investimentos foram transformados a preços básicos, o que implica numa redução de quase 20% do valor dos desembolsos para o investimento.

Desse montante considerou-se apenas a parte do investimento que não teria ocorrido não fosse a ação do BNDES. Assumiu-se que um coeficiente de adicionalidade de menos de um quarto (1/4), ou seja, fez-se a hipótese conservadora de que para cada R\$ 1,00 de desembolso para investimento produtivo do BNDES, menos de R\$ 0,25 são de investimentos que não ocorreriam sem o apoio do banco. Para dar alguma referência de como é baixo o índice utilizado, em um dos estudos citados no voto



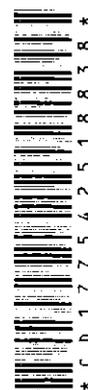
relator, que será examinado mais adiante, o menor valor encontrado para o coeficiente de adicionalidade, especificamente no caso do PSI (Programa de sustentação do Investimento), foi de 0,58 em 2010.

Finalmente, usou-se uma alíquota de imposto de apenas 25%, menor que a carga tributária de 35%, considerando-se as especificidades do setor produtor de bens de capital, ou seja, considerou-se a carga tributária incidente sobre bens de capital.

Sob essas hipóteses, mostra-se que, apenas no "setor de produção de bens de capital", o apoio do BNDES gerou, nos últimos 10 anos, quase R\$ 70 bilhões a valores de 2016. Computando esse valor no impacto fiscal total do BNDES chegamos a um benefício líquido de R\$ 20,6 bilhões nos últimos 10 anos.

Outra consideração é necessária para que se entenda o significado do resultado a que chegamos. Não foi considerado até o momento qualquer análise do impacto do investimento na renda da economia, o chamado efeito multiplicador. Se incluirmos uma análise do impacto do investimento sobre a renda, o chamado efeito multiplicador, mesmo que a MP tivesse poder de fazer uma revisão da Constituição, e o FAT fosse sujeito a usos alternativos, o BNDES continuaria não gerando um custo fiscal líquido positivo. Basta um multiplicador de 0,64 – certamente o multiplicador do gasto autônomo brasileiro é maior que isso, uma vez que esse valor só seria possível se a propensão a importar fosse maior que a propensão a consumir e o valor usual que se atribui ao multiplicador é algo como pelo menos 1,3 – para que mesmo considerando o "custo fiscal" do FAT, o custo fiscal líquido do sistema TJLP-BNDES seja nulo.

Para concluir essa seção, é importante enfatizar o que foi dito no seu início. A questão fiscal envolvida na MP 777 é mais do que uma simples prioridade conceitual. De fato, ela ganhou o papel de fundamento para a admissibilidade da MP. Os dois parágrafos no voto do relator que justificam a relevância e urgência da MP estão exclusivamente calcados na questão do impacto da MP sobre a dívida pública. Isso ajuda em grande medida a entender a relutância em considerar mesmo a mais elementar medida de benefício fiscal do arranjo TJLP-BNDES. Os resultados apresentados nessa seção não apenas desfazem o argumento mais importante apresentado pelo relator em defesa da MP 777, como reforçam as considerações apresentadas anteriormente de que a MP 777 não atende aos critérios de urgência e relevância. A exposição de motivos da MP e os argumentos do relator



amarraram as justificativas de admissibilidade ao julgamento de mérito sobre o impacto da MP sobre a dívida pública, ao demonstrar que o impacto fiscal do arranjo TJLP-BNDES não ocorre na direção imaginada pelo relator, caem parte da sua defesa de mérito e completamente sua justificativa para admissibilidade.

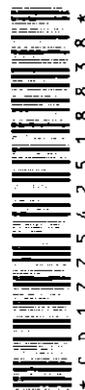
## **II.5 A questão da transparência**

O relator considera que "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." (p. 35). Duas coisas são misturadas aqui. De um lado a questão da determinação quantitativa do subsídio e de outro a questão da transparência quanto à utilização do subsídio.

Duas observações sobre essa visão.

Em primeiro lugar, o montante do subsídio implícito dado pela diferença entre Selic e TJLP é hoje prerrogativa de um lado do Conselho Monetário Nacional, CMN, que determina a TJLP e é formado pelo Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil e de outro lado pelo Comitê de Política Monetária (Copom) que determina a Selic e é formado pelo Presidente e demais membros da Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil. É difícil entender a assimetria de tratamento que se concede à Selic e à TJLP. Critica-se a última por ser discricionária, esquecendo-se de mencionar que com mais razão pode ser dito que a primeira é discricionária.

Em controle das duas taxas a autoridades econômicas governamentais tem um poder de coordenação da política monetária e creditícia que recentemente vem sendo buscada em países do primeiro mundo como comentou o professor Felipe Rezende na terceira audiência pública. Curiosamente, o arranjo institucional brasileiro é criticado por comprometer o poder da política monetária.



A visão de que a quantidade de subsídio derivada da é algo que deve ser determinado no Congresso perde força quando demonstra-se que o resultado líquido do subsídio não drena recursos do orçamento, mas adiciona recursos a ele como vimos na seção anterior.

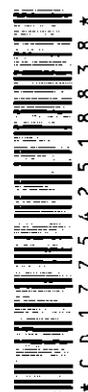
Um banco de desenvolvimento tem que ser capaz de gerar "rendas" que estimulem ações do setor empresarial que sejam consideradas desejáveis ao país à luz de uma estratégia de desenvolvimento. Bancos de desenvolvimento precisam ser capazes de gerar essas rendas e serem sustentáveis financeiramente. Os arranjos que permitem isso variam muito entre países e na história de cada país.

O seguinte panorama extraído de uma nota técnica do BNDES ilustra a diversidade das configurações institucionais dos Bancos de desenvolvimento (Nota técnica APE/DEPEQ – outubro de 2015):

"A variedade de estruturas institucionais dentre os BDs no mundo é notável. Alguns BDs, como o italiano e o francês, são gestores de depósitos de poupança e, por isso, possuem fontes de financiamento estável e que, necessariamente, precisam de garantia do governo.

No caso alemão, o BD tem tanto benefícios diretos quanto indiretos. Além de não pagar impostos nem dividendos, os seus títulos emitidos têm garantia soberana, o que reduz seu custo de captação. Como benefício direto, o BD recebe recursos do orçamento para programas específicos.

O BD japonês, além de ser enquadrado constitucionalmente como companhia de interesse público e, por isso, ser isento de impostos, possui garantia estatal explícita nas suas obrigações e recebe recursos fiscais para a sua operação. O *China Development Bank* emite a maioria de seus títulos para os bancos locais e, nesse caso, existe garantia estatal.



Ademais, por serem instituições públicas, em momentos de dificuldades ou expansão das atividades, o Estado pode optar por aumentar o capital do banco, configurando um benefício direto ao BD. Isso aconteceu recentemente com o banco chinês, que teve um aumento de capital de US\$ 48 bilhões do Banco Central para expandir suas atividades.

Outro ponto a destacar é que mesmo que os BDs não recebam diretamente recursos fiscais, muitas vezes estes acessam uma variedade de fundos institucionais. Isso é marcante na Espanha e na Coréia do Sul."

No Brasil o arranjo institucional envolve a poupança compulsória (FAT) e uma precificação administrada do crédito de longo prazo (TJLP). É a solução que o país encontrou para suas especificidades, entre elas, o passado de inflação alta e de taxas de juros excepcionalmente altas desde a estabilização. A MP 777 se propõe a desmontar um dos pilares do modelo brasileiro, a precificação administrada, e não coloca nada no lugar. Mais precisamente, pretende substituir a fonte de concessão de renda do BNDES, dada pelo diferencial entre TJLP e Selic, por alocações orçamentárias que deveriam ser aprovados pelo Congresso Nacional. Segundo os defensores da TLP isso seria mais transparente.

A primeira questão que pode ser colocada sobre esse argumento é que em outros países que possuem Bancos de desenvolvimento e nos quais não há reputação de falta de transparência, como é o caso da Alemanha, seu arranjo institucional, como apresentado acima, é tal que seu Banco de Desenvolvimento, o KfW, possui fontes asseguradas de renda independente do Congresso Nacional alemão. A MP 777 carece de modelos internacionais quando adota seu posicionamento radical de submeter ao Congresso a decisão quanto a alocação e montante de subsídio segundo as regras do orçamento.

No entanto o relator afirma que :

"A proposição em exame busca apenas eliminar o mecanismo incomum de concessão de empréstimos pelas instituições financeiras oficiais





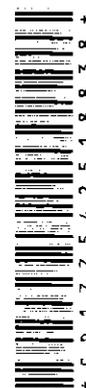
empresas ao mercado de crédito. Na primeira vez que o sistema precisou dos recursos do Fundo, por questões de contingenciamento orçamentário, esses não estavam disponíveis. O sistema alimentou o Fundo com prêmios, quando ia bem, quando da época de vacas magras precisou-se do suporte do fundo, dele nada foi obtido. Para o BNDES voltar a trabalhar com fundo de garantias para MPMEs levou-se anos. O estrago de reputação ainda está presente.

Quanto à transparência da atual forma de apoio, note-se que as destinações de recursos públicos ao BNDES estão definidas na Constituição e os aportes do Tesouro ao BNDES foram concedidos na forma de lei. Ou seja, as duas principais fontes de *funding* do BNDES foram debatidas no Congresso Nacional. Trimestralmente o BNDES apresenta um Boletim detalhado com informações sobre a aplicação dos recursos dos aportes do Tesouro. Finalmente, sobre o montante do subsídio concedido, o relatório do deputado Betinho Gomes que aponta para os R\$ 284, 7 bilhões, examinado na seção anterior, é mais um testemunho de que não há nenhum mistério envolvido em sua determinação.

Num estudo sobre práticas de transparência internacional, conclui assim uma nota técnica do BNDES (Nota técnica APE/DEPEQ – outubro de 2015):

"Quando analisadas as práticas internacionais de transparência dentre os BDs, verifica-se que o BNDES está na vanguarda nas suas atividades, inclusive no segmento de exportações. Todas as informações que não são legalmente protegidas são disponibilizadas espontaneamente para a sociedade, através de ferramentas online e relatórios periódicos. Ainda, o BNDES está exposto, assim como outros BDs, à legislação de confidencialidade e sigilo bancário, o que limita o raio de ação da instituição para prover algumas informações.

## II.6 A falsa promessa da diminuição da regressividade na concessão de crédito



E aqui é preciso abordar uma falácia que tem ganhado espaço: de que o BNDES só empresta dinheiro a grandes empresas e uma maior participação do setor privado levaria a uma "democratização" do crédito no Brasil. Apresentou-se um gráfico em uma das audiências que foi amplamente circulado em mídia social que apontava uma participação de 80% de apoio do BNDES à grandes empresas, comparado a um apoio de 36% do Bradesco à grandes empresas.

Em primeiro lugar, isso somente poderia ter algum significado se os bancos privados conseguissem fazer operações semelhantes às do BNDES, alcançando empresas de menor porte. Esse claramente não é o caso. O BNDES apoia por exemplo infraestrutura e exportação, atividades que por características estruturais tendem a ser dominadas quase que exclusivamente por grandes empresas. Esses setores são apoiados pelo BNDES historicamente pois são considerados vitais para o desenvolvimento econômico. Se o governo entender que esse não é o caso e determinar que o BNDES não apoie esses setores, o Banco vai ter que se submeter e deixar de apoiá-los. Mas o entendimento até hoje é de que esses setores são meritórios. Excluindo as operações de exportação e infraestrutura os desembolsos do BNDES de 2011 a 2016 mostram uma divisão entre grandes e as MPMEs (médias, pequenas e micro empresas) está na casa dos 50%.

E aqui também é importante entender que empresas de menor porte recorrem ao sistema de crédito em geral com demanda de capital de giro e menos de investimento.

A estatística usada na comparação do BNDES com outros bancos privados também ignora que o BNDES está concentrado no longo prazo e em investimentos, enquanto os bancos comerciais estão focados no financiamento de capital de giro. De fato, usando a mesma base de dados que serviu para fazer a comparação do BNDES com bancos privados indica que praticamente é inexistente nos bancos privados empréstimos de mais de cinco anos de



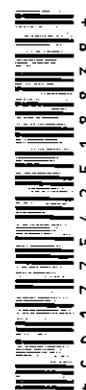
maturidade. Isso não deveria ser uma surpresa, uma vez que essa é a base do argumento pela TLP em relação à potência da política monetária.

Em segundo lugar, nas comparações que tem sido feitas foram desconsiderados os apoio do BNDES via operações indiretas. Ao não considerar essas operações, que ocorrem com funding do BNDES e sob orientação de suas políticas operacionais, mas sob administração de risco dos bancos comerciais, subestima-se o apoio do BNDES à MPMEs e superestima-se o apoio de bancos comerciais. As operações indiretas correspondem a quase metade dos desembolsos do BNDES e cerca de dois terços desses desembolsos são destinados a MPMEs.

Em terceiro lugar, as comparações apresentadas excluem da carteira dos bancos privados suas operações com pessoas jurídicas no exterior. No caso do Bradesco, que foi utilizado para comparação, a maior proporção de sua carteira, 36%, está exatamente voltada para apoiar essas pessoas jurídicas no exterior. Ainda que os dados do Banco Central não informem o porte dessas empresas, é difícil imaginar que os dados se refiram a MPMEs.

Conclusão, se excluirmos operações de infraestrutura e exportações da carteira do BNDES, ainda que o Banco continue operando com uma carteira que envolve investimentos e os bancos comerciais uma carteira exclusivamente de capital de giro, a participação de MPMEs na carteira de bancos privados é menor do que na do BNDES. Não há razão nenhuma para se acreditar que a participação do setor financeiro privado conduzirá a qualquer democratização do crédito no Brasil.

É interessante observar que ainda que a análise comparativa entre BNDES e bancos privados, quanto ao apoio por porte de empresa tenha sido contestada nas audiências, o relator simplesmente desconsiderou a contestação e manteve a análise da Fazenda em seu voto.



Escondido no final do voto, o relator reconhece parte da limitação da análise que é feita sobre o apoio do BNDES em termos de porte de empresas:

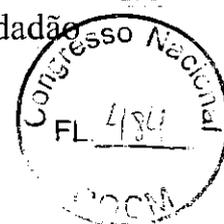
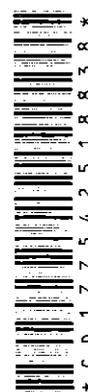
"A concentração dos financiamentos públicos subsidiados nas empresas de maior porte e com maior facilidade de acesso aos mercados privados de crédito poderia, é verdade, ser justificada se os empréstimos a juros reduzidos tivessem a contrapartida de maiores investimentos em projetos com elevado retorno social."(p. 62)

De fato, esse reconhecimento está na base do trabalho do BNDES, da seu envolvimento em setores que são estruturalmente dominados por grandes empresas.

No entanto, com base em um artigo, o relator se convence de que : "Esta possibilidade, no entanto, também foi refutada pela análise empírica." A análise empírica aqui considerada no artigo de Bonomo, é uma análise estatística. As limitações das conclusões desse estudo são colossais. Em primeiro lugar, como todo estudo econométrico deveria amadurecer para que suas conclusões fossem confirmadas. Essa não seria a primeira vez que um estudo econométrico seria contestado por não levar todas as corretas variáveis de controle, em conta, ou má especificar as funções matemáticas assumidas na suas contas.

Mais importante as evidências empíricas não se prestam apenas a análises estatísticas. Em várias disciplinas, prefere-se o estudo de casos concretos exatamente quando o que está em discussão é carregado de informações complexas. Em administração de empresas, por exemplo, presta-se mais atenção a esses estudos de casos do que a análises estatísticas para diversas finalidades. No campo da análise do desenvolvimento, alguma das maiores autoridades dedicam-se a esses estudos de caso.

A questão é o exame empírico a que faz referência o relator é bastante limitado e não responde uma questão que todo parlamentar e cidadão



vai querer fazer: quais foram os casos em que o BNDES não fez diferença? Por que durante todo voto do relator não se faz menção a nenhum caso concreto de sucesso ou de fracasso da atuação do BNDES? Se fosse feito, poderia-se debater com a sociedade e não exigir dela que se submeta ao argumento de autoridade de uma aplicação de uma análise estatística absolutamente não transparente.

Por outro lado, não é difícil apontar vários casos de intervenção do BNDES em que a crucialidade de sua atuação foi fundamental. Vejam-se os casos recentes do estabelecimento da indústria eólica, dos avanços no setor de fármaco, na consolidação a Embraer, e tantos outros apresentados no livre verde do BNDES, por exemplo.

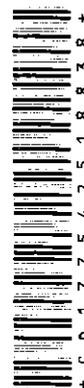
#### II.3.2.4 A falsa promessa da desconcentração regional na concessão de crédito

O argumento do relator nessa seção é impressionante. Ele aponta a concentração da carteira do BNDES na região sudeste. Não a compara com a participação do PIB das diversas regiões, não considera o histórico do BNDES. E para completar promete que haverá desconcentração se a MP 777 for aprovada.

Não há argumentação, análise, mas apenas uma promessa baseada na fé no mercado. Triste que isso seja proferido por um deputado provindo de uma das regiões que precisa de expansão de crédito. Esperávamos que aqui haveria espaço para uma contribuição mais substantiva de Betinho Gomes.

O histórico do BNDES mostra o esforço no passado recente de se tentar ampliar por exemplo a participação da região nordeste no desembolso do banco.

Mais importante, a reforma que se implementa com a MP 777 ao pressionar as margens do BNDES provavelmente induzirá um comportamento



ainda mais focado na sustentabilidade financeira do Banco em detrimento dos objetivos de fomento.

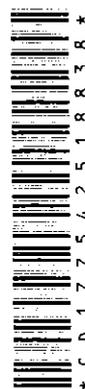
O que deveria ser feito é uma análise da concentração regional, um exame da evolução dessa carteira e cobrança de que o Banco enfrentasse com mais prioridade o tema.

### II.3.2.8 A falácia da "Maior eficiência da política monetária"

O voto do relator argumenta que a participação do crédito dirigido no estoque do crédito é uma das razões para baixa eficácia da política monetária – uma medida do quanto variações na taxa de juros de curto prazo pelo Banco Central afetam a taxa de inflação – uma vez que ela restringe a influência da Selic sobre o total das operações de crédito e portanto sobre a demanda agregada e ulteriormente sobre a inflação. Os críticos da TLP argumentaram reiteradamente que não é o estoque que seria relevante para a influência da taxa de juros, mas o fluxo de crédito. E a participação do crédito dirigido no fluxo não é quantitativamente relevante para explicar a falta de influência da taxa de juros. O relator confrontou o Banco Central sobre o tema na primeira audiência, mas ignorou a resposta: seu voto reproduz o argumento de que o estoque de crédito dirigido é o responsável pela baixa eficácia da política monetária.

Mas se tomarmos a resposta do Banco Central em consideração a questão poderia ser resumida assim: a demanda por investimento produtivo, todo ele financiado pela TJLP, não contribui com o combate da inflação, no sentido de que quando a taxa de juros sobe a demanda por investimento não diminui como deveria. Em prol da transparência, o argumento da eficácia da política monetária deveria ser apresentado dessa forma daqui por diante. Uma série de questões são sugeridas se abordamos a questão desse ponto de vista:

1. Num país com um problema crônico para aumentar sua taxa de investimento e uma política monetária focada exclusivamente na estabilidade de preços, reagindo abruptamente em face a uma quantidade de



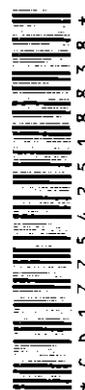
fatores exógenos, como choques de preço por conta de fenômenos climáticos, crises internacionais, etc., um mecanismo que protege o investimento em relação ao consumo, pode ser tão danoso assim? Não seria o contrário, submeter o investimento a essa influência da taxa de juros não deterioraria ainda mais o ambiente macroeconômico brasileiro?

2. o investimento produtivo tem um caráter dual: ao mesmo tempo que é demanda sobre a capacidade produtiva existente, é também geração de nova capacidade produtiva. Do ponto de vista do combate à inflação de demanda, a contribuição do investimento com gerador de capacidade produtiva, não compensaria sua aludida não contribuição ao combate enquanto componente da demanda?

3. Com poder de determinar a taxa de longo prazo e a de curto, o atual arranjo institucional permite que a TJLP seja fixada no nível desejado pelas autoridades econômicas. Por que essas autoridades não fixam a TJLP no patamar adequado para o combate da inflação?

Talvez ainda mais importante que todas considerações acima é discutir se o canal de transmissão da política monetária no Brasil, particularmente numa situação de recessão como a atual, é mesmo via demanda agregada. Vários analistas de mercado e acadêmicos acreditam que a taxa de juros do Banco Central afeta a taxa de inflação por meio de seu efeito sobre a taxa de câmbio. Seja porque o canal de crédito não funciona no Brasil, e existe uma série de candidatos para explicar o não funcionamento do canal de crédito, desde a manutenção de títulos indexados à Selic, até a própria limitada participação do crédito na economia. Se esse for o principal mecanismo de transmissão, o BNDES não joga nenhum papel na redução da eficácia da política monetária e a TLP, não obstante seu potencial destrutivo para o desenvolvimento, é uma futilidade do ponto de vista de combate à inflação.

## **II.7 A falsa promessa de redução da taxa de juros da economia**

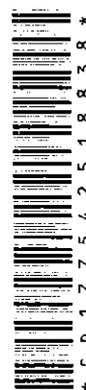


Sobre essa seção vale o confronto com o artigo original de Persio Arida. Arida reconhecia ao final de seu artigo, quando tenta fazer um balanço do impacto de suas propostas e conclui que elas : “aumentariam o custo de novos empréstimos tanto da Caixa Econômica Federal quanto do BNDES”. Na sua visão isto ocorreria em paralelo a uma redução da taxa de juros de curto prazo.

Um prognóstico menos róseo do que pretendem vender os defensores da MP 777. Que não há confiança de que a redução da taxa de juros será alcançada para a economia é evidente também na inclusão do artigo 14 pelo relator. Se é verdade que vai haver essa redução, por que proteger MPMEs por cinco anos de seus efeitos? Não há nada no voto do relator que motive uma atitude cautelosa como sugere o artigo 14.

## **II.8 A falácia da "Previsibilidade"**

Com a TLP a taxa de juros de longo prazo torna-se mais volátil. Além da volatilidade da taxa de câmbio, o empresário que contemple uma decisão de investimento de longo prazo em ativos reais no Brasil, terá que considerar também a incerteza de uma taxa de juros mais "nervosa". É curioso que esse tema seja controverso. Igualmente curioso é que uma das poucas modificações introduzidas na MP 777 pelo relator seja justamente propor uma forma de atenuar a volatilidade da TLP fazendo um média de três meses de um dos componentes da taxa (do componente real da NTN-B). Note-se que não há nada no voto que justifique a proposta da alteração. Ou seja, o voto do relator não considera a questão da volatilidade, muito menos a aponta como um problema. Ainda que tenha se exibido em audiências por vários críticos da MP 777 o gráfico que mostra o histórico da TLP, caso a taxa já estivesse em vigor, nenhum defensor da TLP apresentou ou mesmo considerou esse histórico. Como o voto do relator adota exclusivamente a visão dos defensores da TLP, ele também não apresenta esse gráfico. Resultado: para quem lê o voto do relator a proposta de modificação é um completo mistério. O próprio Ministro da Fazenda Henrique Meirelles, parecia desconsiderar a questão. Declarou após conversa com o presidente do BNDES, Rabello de



Castro, que "o governo teve o cuidado de estabelecer na MP 777 que a fixação da TLP será com base em uma média de três meses da NTN-B" (Valor Econômico, 11/07/2017). Na verdade, o governo não teve esse cuidado aludido pelo Ministro da Fazenda, essa é uma proposta de modificação do relator.

### II.9 Sim, o fim do BNDES, em prestações

Como vimos anteriormente o plano Arida, a proposta de reforma do sistema de poupança compulsória no Brasil, é muito explícito no seu impacto sobre o BNDES. Trata-se de acabar com o FAT, precificar o crédito segundo o mercado. Persio Arida, Claudio Haddad, ex-presidente do INSPER, e tantos outros economistas próximos aos que hoje propõe a MP 777 são muito claros sobre o que pensam em relação ao futuro do BNDES.

Ao contrário do que afirma o Voto do Relator a MP 777 afeta profundamente o BNDES e compromete a sua atuação como Banco de Desenvolvimento. A MP retira os instrumentos que o BNDES possui para cumprir seu papel sem propor nenhum mecanismo compensatório alternativo. Mas o relator acha que é uma tolice imaginar que a MP 777 seja parte de um processo de desmantelar o BNDES. Acredite se quiser.

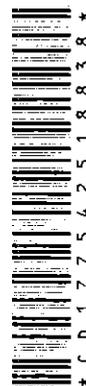
### III – VOTO

Em face do exposto, votamos pela rejeição da Medida Provisória nº 777, de 2017.

Sala da Comissão,



AFONSO FIGUEIRA



## VOTO EM SEPARADO

Perante a COMISSÃO MISTA DA MEDIDA PROVISÓRIA Nº 777, DE 2017, sobre a respectiva Medida Provisória, que *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: Senador **JOSÉ SERRA**

### I – RELATÓRIO

Submete-se ao exame desta Comissão Mista, nos termos do art. 62, § 9º, da Constituição Federal (CF), bem como do art. 2º, *caput*, da Resolução nº 1, de 2002-CN, a Medida Provisória (MP) nº 777, de 2017, que *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.*

O Poder Executivo submeteu à análise do Congresso Nacional a MP nº 777, de 26 de abril, 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”.

A seguir, uma síntese da MP se faz necessária para uma compreensão democrática da proposta e das emendas que foram apresentadas pelos nobres Senadores e Deputados no prazo regimental.

Em seu art. 1º, a proposta estabelece que, a partir de 1º de janeiro de 2018, a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) passa a ser a nova Taxa de Longo Prazo (TLP), em vez da atual Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), nos casos de financiamento concedido por instituições financeiras federais.



A TLP será 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 por uma taxa de juros prefixada. Como previsto no §1º do art. 1º, a nova taxa de juros prefixada será a vigente na data de contratação da operação e será estabelecida de acordo com o disposto no art. 2º, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento.

Prevê-se, também, no §2º, que aqueles recursos dos Fundos acima mencionados 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. Esta taxa de remuneração será descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% (nove centésimos por cento) ao ano (§ 3º do art. 1º).

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, pelo prazo de até sessenta dias, contado da data de vencimento contratada, conforme o esquema de pagamento contratado (§ 4º do art. 1º).

A TLP não se aplicará 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 (§ 6º do art. 1º).

Por outro lado, 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 (§ 7º do art. 1º).

Em seu art. 2º, a MP prevê que a taxa de juros prefixada 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. Será aplicado a esta taxa 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 (§ 1º do art. 2º).

Dessa forma, o § 2º prevê que o primeiro fator de ajuste será definido de maneira que a 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. Isso significa que a TLP não será diferente da TJLP, mas que irá gradualmente se distanciando.

O art. 3º prevê que a TLP e o seu fator de ajuste serão calculados de acordo com metodologia definida pelo Conselho Monetário Nacional.

O art. 4º, mantendo a regra atual, determina o recolhimento ao FAT da remuneração dos recursos aplicados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), semestralmente, até o décimo dia útil do mês subsequente ao seu encerramento, no valor correspondente à TLP, limitada a seis por cento ao ano, capitalizada a diferença que não for devolvida.

Por sua vez, o § 1º do mesmo art. 4º prevê 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 não aplicados e remunerados pela Selic. O § 2º apenas dispõe sobre o envio dos extratos das movimentações diárias dos recursos pelo BNDES, mensalmente, ao Conselho Deliberativo do FAT (Codefat).

Os art. 5º e 6º tratam do recolhimento da remuneração dos recursos ao FAT e ao Fundo de Participação PIS-Pasep pelo BNDES, nos prazos legais, conforme a previsão já estabelecida na legislação.

O art. 7º estabelece a segregação dos recursos pelas instituições financeiras federais por modalidade de remuneração.

De acordo com o art. 8º, 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. Ou seja, os recursos contratados até dezembro de 2017 continuam remunerados pela TJLP.

Já o parágrafo único do mesmo art. 8º estabelece que 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 nova forma de remuneração prevista nos arts. 1º e 2º, baseada na TLP.

O art. 9º estabelece que ficarão sujeitos à nova forma de remuneração 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, cujos critérios de aplicação serão estabelecidos pelo Codefat.

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, com o objetivo de adequar a remuneração dos referidos financiamentos ao disposto na Medida Provisória.

Para atender ao disposto no caput do art. 10, a MPV prevê no § 1º que as referidas repactuações deverão considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos de que trata o caput:

- 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. No § 2º, prevê que o BNDES encaminhará ao Ministério da Fazenda os extratos das movimentações diárias dos recursos oriundos dos financiamentos e os relatórios gerenciais dos recursos.



aplicados, com periodicidade e demais especificações definidas em conjunto pelas referidas instituições. No § 3º, autoriza a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento previstos nos contratos celebrados entre a União e o BNDES.

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 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;
- v) operações realizadas por meio do Cartão BNDES que tenham sido autorizadas em seu Portal de Operações até 31 de dezembro de 2017. Nos casos das hipóteses II a V, os recursos dos Fundos serão remunerados pela TJLP. Além das ressalvas nos casos I a V mencionados, conforme prevê o § 2º, a vedação disposta no art. 11 não afasta a aplicação da TJLP nas finalidades previstas em legislação específica.

O art. 12 admite que 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.



Para se coadunar com a legislação vigente, o art. 13 da MP altera o art. 7º da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990; o art. 14 altera o art. 2º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996; e o art. 15 altera o art. 35 da Lei nº 10.893, de 13 de julho de 2004.

A seu turno, o art. 16 altera o art. 7º da Lei nº 10.849, de 23 de março de 2004, para autorizar equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueira, tendo como parâmetro de remuneração a que fazem jus os recursos do FMM, no caso de operações contratadas com base no referido Fundo; ou 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.

O art. 17 traz a cláusula de vigência, que prevê que a MP entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos imediatos quanto ao art. 3º, que trata da metodologia da TLP, e em 2018, quanto aos demais dispositivos.

Por fim, o art. 18 revoga o art. 3º e os §§ 5º e 7º do art. 9º da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, e o art. 3º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996.

Encerrado o prazo regimental, foram apresentadas 40 (quarenta) emendas à Medida Provisória, de autoria dos Senhores Parlamentares: Deputado Federal Jerônimo Goergen (1); Senadora Vanessa Grazziotin (2 a 11); Senador Flexa Ribeiro (12 a 14); Senador Acir Gurgacz (15); Deputado Federal Pedro Fernandes (16); Deputado Federal Sergio Vidigal (17 e 18); Deputada Federal Luciana Santos (19 a 24); Deputado Federal Carlos Zarattini (25 a 31); Deputado Federal Alfredo Kaefer (32 a 35); Senadora Gleisi Hoffmann (36 a 38); Senador Lindbergh Farias (39 a 40). Em síntese, elas pretendem:

- Emenda nº 1 vincula a TLP à metade da expectativa de variação do PIB e revoga o fator de ajuste da convergência da TLP à TJLP.
- Emenda nº 2 vincula a TLP ao prazo médio ponderado do financiamento e à estrutura a termo das NTN-B dos vários períodos emitidos em vez de à NTN-B de cinco anos.
- Emenda nº 3 incorpora cláusula de compensação financeira ao credor nos contratos referenciados em TLP, para evitar a prerrogativa de pagamento antecipado pelo devedor.



- Emenda nº 4 vincula a TLP à NTN-B dos prazos de um, dois, três, cinco, sete e dez anos.
- Emenda nº 5 vincula a metodologia de cálculo da TLP com cada prazo e modalidade aplicável.
- Emenda nº 6 altera o fator de ajuste da convergência da TLP à TJLP para o prazo de dez anos em vez dos cinco anos propostos pela MPV.
- Emenda nº 7 propõe que operações de apoio financeiro com prazo médio inferior a cinco anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA.
- Emenda nº 8 aumenta o redutor que o Ministério da Fazenda poderá conceder para 5% a.a., que poderá ser aplicado para todas as operações de apoio financeiro contratadas no período de sua vigência.
- Emenda nº 9 aumenta o rol das operações que poderão continuar a usar a TJLP, conforme o enquadramento do Conselho Monetário Nacional.
- Emenda nº 10 altera a autorização para que a União repactue as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES, que tenham a TJLP como remuneração, desde que esses financiamentos já não estejam programados ou aplicados como fonte de recursos em operações de crédito do BNDES.
- Emenda nº 11 institui a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD).
- Emenda nº 12 vincula os valores a serem ressarcidos às Empresas Brasileiras de Navegação à Selic.
- Emenda nº 13 trata da decadência ao direito ao produto do Adicional ao Frete para a Renovação da Marinha Mercante (AFRMM) no caso de não utilização dos valores no prazo de cinco anos.
- Emenda nº 14 remunera pela Selic a Conta Vinculada do AFRMM.
- Emenda nº 15 vincula a TLP ao prêmio de risco EMBI+, apurado e divulgado pelo J.P. Morgan, em vez do risco da NTN-B de cinco anos.



- Emenda nº 16 prevê que a equalização das taxas dos financiamentos realizados no âmbito do Profrota Pesqueira dependerá de dotações orçamentárias e que será enviado ao Congresso Nacional relatório semestral das operações de financiamentos.
- Emenda nº 17 prevê o cálculo da TLP a partir da estrutura a termo de cinquenta por cento da taxa de juros das NTN-B para o prazo de cinco anos.
- Emenda nº 18 vincula a TLP ao IPCA e a um prêmio de risco em vez da NTN-B de cinco anos.
- Emenda nº 19 também vincula a TLP para cada prazo e modalidade aplicável.
- Emenda nº 20 suprime a autorização para a alteração do cronograma e dos prazos de pagamento previstos nos contratos celebrados entre a União e o BNDES.
- Emenda nº 21 também vincula a taxa prefixada que compõe a TLP ao prazo médio ponderado do financiamento.
- Emenda nº 22 repete a Emenda nº 10.
- Emenda nº 23 também vincula a TLP ao prazo médio ponderado de vencimento do financiamento.
- Emenda nº 24 vincula a TLP ao prazo médio ponderado de vencimento das parcelas de principal na data de contratação, obriga a contratação com a TLP vigente de prazo igual ou mais próximo do prazo médio ponderado de vencimento do contrato e retira o IPCA previsto para o cálculo da TLP em operações com prazo inferior a cinco anos.
- Emenda nº 25 suprime a revogação dos §§ 5º e 7º do art. 9º, da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, que tratam da remuneração de depósitos especiais do FAT.



- Emenda nº 26 suprime o art. 11 da MPV, que veda, a partir de 1º de janeiro de 2018, a contratação de operações que tenham a TJLP como referência.
- Emenda nº 27 suprime o art. 3º da MPV, que trata do cálculo da TLP pelo CMN.
- Emenda nº 28 suprime o art. 14 da MPV, que trata da metodologia de cálculo da TJLP pelo CMN.
- Emenda nº 29 suprime o inciso II do art. 18 da MPV, que revoga o art. 3º da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, que trata da utilização da TJLP nos mercados financeiro e de valores mobiliários.
- Emenda nº 30 suprime a alínea “a” do inciso I do art. 18 da MPV, que revoga o art. 3º da Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, que trata da remuneração dos recursos do FAT.
- Emenda nº 31 suprime o art. 1º da MPV.
- Emenda nº 32 altera a MPV para conceder mais prazo para implementação da MPV.
- Emenda nº 33 vincula a TLP à Selic e concede um prazo de dez anos para a vigência plena do fator de ajuste.
- Emenda nº 34 concede um prazo de dez anos para a vigência plena do fator de ajuste.
- Emenda nº 35 suprime do art. 1º ao 17 da MPV.
- Emenda nº 36 ajusta o fator da TLP para a metade e ainda concede um prazo de dez anos.
- Emenda nº 37 vincula a taxa prefixada da TLP ao prazo médio ponderado de vencimento do financiamento a partir da estrutura a termo da taxa de juros das Notas do Tesouro Nacional - Série B - NTN-B para os prazos de um, dois, três, cinco, sete e dez anos.



- Emenda nº 38 tem o mesmo objetivo da Emenda nº 3 de incorporar cláusula de compensação financeira ao credor nos contratos referenciados em TLP, para evitar a prerrogativa de pagamento antecipado pelo devedor.
- Emenda nº 39 tem o mesmo objetivo da Emenda nº 10, que altera a autorização para que a União repactue as condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES, que tenham a TJLP como remuneração, desde que esses financiamentos já não estejam programados ou aplicados como fonte de recursos em operações de crédito do BNDES.
- Emenda nº 40 propõe que operações de apoio financeiro com prazo médio inferior a cinco anos poderão alternativamente ser contratadas com base em taxa de juros prefixada, sem correção pelo IPCA; vincula o financiamento com a TLP à NTN-B dos prazos de um, dois, três, cinco, sete e dez anos; e altera o redutor a ser proposto pelo Ministério da Fazenda, limitando a 5% ao ano.

Em 7 de junho de 2017, foi eleito o Senador Lindbergh Farias presidente da Comissão Mista.

Em 20 de junho de 2017, foi prorrogado por sessenta dias o prazo de vigência da Medida Provisória pelo Ato do Presidente da Mesa do Congresso Nacional nº 34, de 2017, nos termos do art. 10, § 1º, da Resolução nº 1/2002-CN.

Em 29 de junho de 2017, foi designado o Deputado Betinho Gomes para a Relatoria da Comissão Mista.

Em 9 de agosto de 2017 foi apresentada a última versão do Relatório do Deputado Betinho Gomes, 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 de projeto de lei de conversão.

O texto apresentado pelo relator apresenta duas mudanças relevantes.

A TLP 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



Nacional - Série B – NTN-B, apuradas diariamente, dos três meses que antecedem a sua definição. Na proposta original, não havia sido proposta essa média aritmética.

Incluiu-se, também, o art. 14 para estabelecer que, por pelo menos cinco anos, a partir da publicação desta Lei, o BNDES manterá suas linhas incentivadas para micro, pequenas e médias empresas, visando a estimular a inovação e a renovação do parque produtivo.

## II - ANÁLISE

Em obediência à Resolução nº 1, de 2002-CN, em seu art. 5º, § 2º, esta Comissão deve se pronunciar sobre o mérito da Medida Provisória, ainda que se manifeste pelo não atendimento dos requisitos constitucionais ou pela inadequação financeira ou orçamentária. Quanto ao mérito, o § 4º daquele mesmo artigo estatui que a Comissão poderá emitir parecer pela aprovação da Medida, total ou parcial; por alteração, por meio de projeto de conversão; ou por sua rejeição.

A proposta que apresento para votação em separado tem como objetivo alterar a Medida Provisória – MP nº 777, de 26 de abril de 2017, para que a nova Taxa de Juros de Longo Prazo – TLP seja aplicada de maneira mais restrita, sem comprometer a geração de emprego e de renda no país. A nova taxa proposta pelo Governo deve ser aplicada somente nos casos em que houver emissões de títulos públicos do Tesouro Nacional em favor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES.

Proponho também mudanças que ampliarão a transparência das operações de financiamento realizadas com recursos públicos federais. Nesta linha de atuação, em 2015, aprovei emenda que passou a exigir do Ministério da Fazenda a publicação de relatório evidenciando o impacto fiscal das operações do Tesouro Nacional junto ao BNDES.

Tomo a liberdade de sugerir uma proposta alternativa aos nobres colegas parlamentares tendo em vista minha experiência no assunto.

Durante a Assembleia Nacional Constituinte, em 1987, tive a oportunidade de ser relator da comissão que regulamentou os capítulos sobre orçamento, tributação e finanças. Naquela oportunidade, me empenhei vigorosamente para evitar que fossem destinados os recursos do PIS-Pasep



Fundos de Participações de Estados e Municípios, para os quais a comissão já havia alocado aumentos elevados de impostos. A este respeito nunca tive ilusões e mantive-me convicto de que o grosso do aumento adicional certamente seria usado para financiar aumentos das despesas correntes, não de investimentos, de prefeituras e governos estaduais.

Para o bem das contas públicas, acabou prevalecendo minha proposta. O PIS-Pasep passaria a financiar o FAT, que cobriria o abono salarial e o seguro-desemprego, bem como aplicaria 40% dos recursos no BNDES. Nesta sistemática, o rendimento obtido serviria para capitalizar o patrimônio do FAT. Isso tudo ficou cravado no art. 239 da Constituição e na lei 7.998, de 1990.

Foi assim que se criou no país umas das mais potentes vinculações orçamentárias do nosso arcabouço institucional. É inegável que o raio de manobra na gestão do orçamento é bastante comprometido pelas diversas vinculações existentes no país, mas, do ponto de vista econômico, a vinculação do FAT para viabilização de investimentos do setor privado é muito positiva. Corresponde a uma poupança pública obrigatória para alavancar o crédito voltado para o desenvolvimento econômico.

No seu início, a remuneração do FAT correspondia a uma taxa fixa somada à taxa de inflação. Com o Plano Real, a forte elevação dos juros reais dos empréstimos contratados no BNDES em decorrência da acentuada queda das taxas de inflação motivou o então presidente do banco, Pécio Arida, a implantar a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), que, ao longo dos anos, foi composta por juros internacionais livres de risco, somados ao risco Brasil, mais as metas de inflação (adotadas a partir de 1999).

Considerando esse histórico, apresento a seguir as razões pelas quais a TJLP deve ser mantida como a taxa de referência dos empréstimos do FAT ao BNDES. Em seguida, me dedico aos motivos que justificam instituir a TLP, adotando a metodologia sugerida pelo relator Betinho Gomes, para remunerar os recursos provenientes de emissão de títulos públicos do Tesouro Nacional em favor do BNDES. Na sequência explicarei como e por que a medida pode ser aperfeiçoada para ampliar a transparência das operações de financiamento realizada pela União com recursos públicos federais. Finalizo esta análise mostrando como podemos encerrar na legislação brecha que permitiu a inadequada relação do Tesouro com o BNDES, quando emissões diretas de títulos públicos foram obscuramente realizadas em favor do banco. Como disse Roberto Campos em outro contexto, o Banco Central passou a operar como gigolô do Tesouro.



A MP 777 cria a Taxa de Longo Prazo (TLP), em substituição à Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), para remunerar os recursos do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e Fundo da Marinha Mercante (FMM) quando emprestados ao BNDES para financiamento de investimentos voltados ao desenvolvimento econômico e à indústria naval, respectivamente. O objetivo dessa medida seria a redução dos subsídios implícitos e o aumento da potência da política monetária.

No lugar de preservarem a fonte de recursos constitucional do BNDES (o FAT) e corrigirem os excessos cometidos com a transferência de recursos do Tesouro para o banco, tanto a MP original quanto o relatório do Deputado Betinho Gomes tratam essas duas fontes de maneira uniforme.

Tenhamos claro: o BNDES possui uma fonte de recursos garantida pela Constituição Federal de 1988, equivalente a 40% do FAT, fundo alimentado pelas receitas do PIS/PASEP. À época da Constituinte, como já expliquei, havia um risco grande de que esses recursos fossem encaminhados aos fundos de participação dos estados e municípios, que já haviam absorvido fatia importante dos impostos federais (Imposto de Renda e IPI).

O FAT passou a existir e a absorver duas destinações no texto constitucional: a) o pagamento do seguro-desemprego e do abono salarial; e b) o financiamento de políticas de desenvolvimento, a cargo do BNDES. Essa é a história real da vinculação que, agora, pretende-se modificar pela MP 777. Mudança indevida, a meu ver.

Ao calcular o chamado custo de oportunidade pela mera aplicação da Selic aos recursos emprestados pelo FAT ao BNDES, a Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda avalia que os subsídios do FAT nos empréstimos do BNDES teriam atingido a cifra de R\$ 70 bilhões no acumulado entre 2011 e 2016. Esse cálculo assume como parâmetro o custo de endividamento do Tesouro (para simplificar, a Selic).

Esta é a conta realizada: um real do FAT emprestado à TJLP poderia ser usado para pagar dívida pública. Assim, o custo equivaleria à diferença entre a TJLP e a Selic multiplicada por R\$ 1. Na prática, o Ministério da Fazenda assume, tranquilamente, que a Constituição poderia ser ignorada no tocante à vinculação prevista no seu Art. 239. Equívoco deliberado ou tecnicismo incompetente.



O Ministério da Fazenda denota apreço pelo texto constitucional ao afirmar que o “cálculo do subsídio independe da boa ou má vontade do órgão responsável por sua apuração (...) é uma exigência do dispositivo constitucional (Art. 165, § 6º) que determina que o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA) seja acompanhado do demonstrativo de benefícios financeiros e creditícios, contendo os subsídios concedidos pela União a fundos e programas governamentais”.

Ignora, porém, o Art. 239, § 1º, da mesma Constituição, a saber:

“Art. 239 A arrecadação decorrente das contribuições para o PIS, criado pela Lei Complementar nº 7, de 7 de setembro de 1970, e para o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, criado pela Lei Complementar nº 8, de 3 de dezembro de 1970, passa, a partir da promulgação desta Constituição, a financiar, nos termos que a lei dispuser, o programa do seguro-desemprego e o abono de que trata o § 3º deste artigo.

§ 1º Dos recursos mencionados no caput deste artigo, pelo **menos quarenta por cento serão destinados** a financiar programas de desenvolvimento econômico, através do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, com critérios de remuneração que lhes preservem o valor.” (**Grifos nossos**).

Ora, se não existe a possibilidade efetiva de pagar dívida com os recursos destinados ao BNDES, o objetivo de forçar o cálculo acima citado é assustar os parlamentares, sobretudo os membros da Comissão da MP 777. Não se pode aplicar, neste caso, o conceito teórico de custo de oportunidade, pois a Constituição é claríssima a esse respeito.

De mais a mais, e avançando no assunto, o cálculo teria de ser diferente, considerando que, rigorosamente, a tributação de IR incidente sobre os rendimentos da dívida pública reduz seu custo líquido em 15%. Somente essa indispensável correção metodológica reduz o valor do subsídio passado em R\$ 21 bilhões.

Mas o erro maior do cálculo apresentado pelo Ministério da Fazenda é utilizar o pior cenário, exatamente o que aconteceu durante os anos de 2009 a 2015, como parâmetro para o que irá ocorrer no futuro.



Um exemplo ilustra esse ponto. Enquanto em 2015, a diferença bruta entre a Selic e a TJLP foi de 7,2 pontos percentuais, na situação presente, em que a TJLP é de 7% e a Selic é de 9,25%, a diferença bruta caiu para apenas 2,25%, muito inferior ao observado nos anos recentes. Além disso, o custo de oportunidade real deve ser calculado subtraindo-se a receita de IR que o governo recebe sobre a rentabilidade dos títulos públicos. Na verdade, para cada R\$ 100 reais de juros pagos pelo governo, R\$ 15 são devolvidos sob a forma de IR. Observando-se essa circunstância, a diferença hoje observada é, na realidade, de 0,9%. Como se vê, não é possível comparar o desempenho esperado do subsídio no futuro com o que ocorreu nos momentos de maior hipertrofia da carteira de empréstimos do BNDES.

Na situação presente, é inegável que o subsídio sobre um fluxo de empréstimos de R\$ 42,4 bilhões tem um custo anual não superior a R\$ 0,4 bilhões. Como se verá mais à frente, esse custo é irrisório quando comparado a outros subsídios que não transitam pelo processo orçamentário e que implicam despesas financeiras para o Tesouro, como o SFH com recursos da poupança ou com recursos do FGTS.

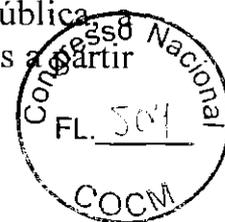
Ademais, a metodologia prevista no Manual de Transparência Fiscal do Fundo Monetário Internacional – FMI, prevê que se deve usar no cálculo do subsídio as taxas de mercado praticadas para prazos mais longos, semelhantes aos das operações do FAT. Ocorre que o Brasil não tem esse mercado de longo prazo; se tivesse seu custo seria proibitivo.

Deve-se, neste ponto, levantarmos uma crítica à diferença de critérios com que o Ministério da Fazenda tem tratado os custos implícitos do FAT e dos Fundos Constitucionais.

A forma como é calculado o custo dos fundos constitucionais no resultado fiscal do governo central é diferente do critério para mensurar o custo de oportunidade do FAT.

O impacto no resultado primário dos fundos constitucionais calculada pelo Ministério da Fazenda toma como custo a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP. Metodologicamente, o patrimônio efetivo dos fundos, em dado exercício, é comparado com uma evolução teórica baseada na TJLP.

Desse modo, enquanto alega que o custo de oportunidade do FAT deve ser apurado nas contas públicas utilizando o custo da dívida pública, a Fazenda procede ao cálculo do impacto fiscal dos fundos constitucionais a partir



da TJLP, sistematicamente inferior. Por isso, não se pode afirmar que o custo de oportunidade (diferença da TJLP para Selic), como tenta explicar a Fazenda, dos fundos constitucionais está consistentemente apurado no orçamento e no novo regime fiscal.

Certamente esta metodologia de apurar o custo pela TJLP conta com anuência do FMI, pois em seu manual de transparência fiscal, subsídios devem ser calculados com base na taxa de mercado. No Brasil, o crédito de longo prazo está atrelado à TJLP.

A metodologia de lançamento dos custos de equalização no FAT é transparente e também adota a TJLP como parâmetro, inclusive incorporando os spreads dos agentes financeiros.

Tanto os fundos constitucionais como o BNDES são instituições para fomentar setores e regiões, não fazendo sentido adotar a TLP em ambos os casos. O certo é aplicar a TLP somente naqueles casos em que houver emissão de título do Tesouro em favor do BNDES.

Não é possível que o Ministério da Fazenda continue utilizando dois pesos e duas medidas no cálculo de custos do FAT e dos Fundos Constitucionais.

No caso do FAT, seria sensato – até para não prejudicar a competitividade internacional das empresas brasileiras – considerar que o custo alternativo dos empréstimos do FAT são as taxas internacionais de juros. Aliás, foi essa a concepção inicial da TJLP, permitir alguma equalização entre as taxas de juros de longo prazo internas e externas.

Esse ponto é extraordinariamente importante, na medida em que a atual posição da equipe econômica, de transformar a diferença entre taxas de juros de mercado e TJLP em um subsídio, pode atrair pressões no âmbito da Organização Mundial do Comércio, sob a alegação de que o uso da TJLP seria uma política de dumping contra a competidores externos. E isso seria totalmente absurdo, uma vez que não se pode conceber que os empresários nacionais teriam tido vantagem espúria por terem à disposição uma TJLP que, mesmo nos momentos de maior queda, sempre foi superior às taxas internacionais. A insistente e absurda alegação de que a TJLP embute um subsídio injustificado pode trazer graves consequências para o Brasil, incluindo retaliações comerciais.



Além disso, o Ministério da Fazenda tem considerado na conta dos subsídios do FAT os aportes do Tesouro no fundo para custear despesas com seguro-desemprego e abono salarial. Ou seja, mistura-se política creditícia e social para aumentar o resultado dos benefícios creditícios supostamente concedidos.

É preciso separar o joio do trigo. O trigo é o recurso que vem do FAT e financia, de maneira controlada, transparente e prevista no orçamento e na Constituição, investimentos de longo prazo a cargo do BNDES. O crédito para a agricultura, por exemplo, depende do banco, que destina a essa finalidade 20% de suas concessões. Aprovada a MP 777, o Tesouro acabaria tendo de aumentar os subsídios para esta área, como explicarei mais a frente.

O joio é o dinheiro fabricado com emissão de títulos públicos em mais de R\$ 440 bilhões para o BNDES. Isso ocorreu de 2008 a 2014, com regulamentação prevista em portarias do Banco Central, Ministério da Fazenda e Conselho Monetário Nacional. Um dos maiores disparates da história econômica nacional.

Nossa proposta é que a TLP – cuja regra proposta baseia-se na soma de IPCA aos juros reais dos títulos do tipo NTN-B (prazo de cinco anos) – deveria ser aplicada apenas para estes recursos, provenientes do Tesouro, e não para os financiamentos oriundos do FAT. Isso, sim, colaboraria para um combate correto e frontal aos subsídios implícitos. No caso do FAT, o recurso vem de tributo e sua remuneração deve continuar a ser a TJLP, garantindo-se, assim, fonte perene e controlada de recursos para o BNDES.

Cálculos retroativos para a TLP mostram que, se já existisse, teria sido superior à Selic em pelo menos dois terços dos últimos treze anos. Um país com financiamento de longo prazo para investimentos praticamente inexistente não pode ter juros tão altos a balizar o crédito de longo prazo, dadas as distorções da política monetária. O que se precisa garantir: transparência, volume e fontes adequadas.

A respeito da chamada potência da política monetária, há que se compreender a lógica errada que motiva a proposta da TLP para todo o *funding* do BNDES. A ideia do governo é regular a Taxa de Longo Prazo pelo custo de captação em mercado (dívida pública) e acabar com o chamado crédito direcionado, que não está sujeito às variações da Selic.



Neste ponto, vale sublinhar: 1) o FAT representa apenas 1,3% do crédito total da economia, quando considerado o fluxo; e 2) a baixa potência da política monetária é causa e não consequência.

O tópico 1 envolve uma ideia simples e direta: ainda que o argumento da potência da política monetária fosse correto, a baixíssima participação das concessões de empréstimos com recursos do FAT no crédito total mostra a futilidade da proposta do governo via MP 777.

O tópico 2 foi abordado pelo economista Fernando Holanda Barbosa (2006) e merece reflexão. O excesso de dívida indexada à Selic contagia o bom manejo da taxa de juros, pelo Banco Central, com vistas ao controle inflacionário. Isto é, a Selic precisa ser alta, a todo momento, para atender à demanda dos agentes financiadores da dívida.

De maneira mais detalhada: a necessidade de garantir remuneração suficiente para financiar a dívida acaba turvando o processo decisório da autoridade monetária. Isto é, a Selic tende a ficar acima do requerido para cumprimento das metas de inflação. Assim, mesmo em momentos de sólido equilíbrio fiscal, os juros nominais e reais tendem a ficar acima do necessário, concentrando toda a economia no sistema Selic e em suas variações.

Essa situação ajuda a entender o porquê do crédito subsidiado. Na presença de uma política monetária conservadora e maculada pelos efeitos fiscais do perfil da dívida brasileira, a concessão de crédito a juros inferiores aos de curto prazo é indispensável para financiar investimentos de longo prazo. Sem isso, o investimento seria ainda mais baixo.

**a) A TJLP deve ser mantida como referência dos empréstimos da FAT ao BNDES.**

Todas as teorias de desenvolvimento econômico reconhecem que cabe ao Estado incentivar setores específicos que, por seu potencial de inovação ou por gerarem ganhos para dos demais setores da economia (*spin-offs*). Negar a necessidade de política industrial que impulse setores específicos que tenham esses atributos é desconhecer completamente a histórica econômica dos últimos dois séculos. No atual debate sobre a MP 777, montou-se uma verdadeira barragem ideológica, uma *blitzkrieg* contra a ideia de política industrial.



É preciso repetir: o fluxo de recursos de empréstimos com recursos do FAT não é grande o suficiente para trazer qualquer impacto relevante na política monetária, especialmente quando comparados com os desembolsos de outras modalidades de crédito direcionado. O fluxo do FAT em 2016 foi de R\$ 42,4 bilhões; o do crédito para habitação foi de R\$ 103,1 bilhões; e o do crédito rural, de R\$ 128 bilhões. A MPV usa o microscópio para observar a formiga, não consegue perceber o elefante na sala. Se o problema da política monetária está no crédito direcionado, por que escolher como bode expiatório somente os recursos do FAT, que nem são os maiores?

A equipe econômica tem afirmado que isso ocorre porque os subsídios do crédito habitacional, por exemplo, transitam fora do orçamento, ficando integralmente dentro da contabilidade do FGTS. Esse argumento não é completamente consistente.

Os empréstimos com recursos do FGTS preveem subsídio no pagamento do valor do imóvel e nos juros das prestações. Parte do desconto no valor do imóvel é bancado pelo Tesouro, conforme prevê o § 1º do art. 6º da Lei nº 11.977, que disciplina o programa Minha Casa Minha Vida.

Mas há mais. A parte dos subsídios que é suportada pelo próprio FGTS provém do patrimônio líquido do Fundo de Garantia. E como se formou essa sobra de recursos? O FGTS tem uma carteira de títulos públicos superior à metade do valor de seus depósitos. Como esses títulos rendem a taxa Selic e os depósitos recebem TR + 3%, esse mecanismo significa a injeção de um subsídio fora do orçamento, já que a despesa corre à conta das despesas financeiras do Tesouro Nacional. Esse mecanismo, inclusive, já foi objeto de análise, no passado, por membros da equipe econômica atual. Não é um dado desconhecido ou uma informação nova.

E nos depósitos de poupança, que também financiam habitação, existe um enorme subsídio, referente à isenção de imposto de renda sobre os rendimentos dos depósitos de poupança. Esse subsídio pode ser calculado conservadoramente em R\$ 6 bilhões anuais.

Resta evidente que a sanha contra a TJLP não reside exatamente nos custos do subsídio implícito nas operações do FAT, nem em uma suposta perda de potência da política monetária. Esses seriam muito mais plausíveis e decisivos nos casos já demonstrados do crédito rural e do crédito habitacional.



É preciso ainda avaliar o papel positivo das operações do FAT para o investimento de longo prazo. Esse investimento é uma das variáveis macroeconômicas mais importantes para o desenvolvimento da economia. O investimento no Brasil vem caindo acentuadamente com a crise e segundo último dado divulgado pelo IBGE encontra-se abaixo de 15% do PIB. E o desemprego já afeta 14 milhões de trabalhadores brasileiros.

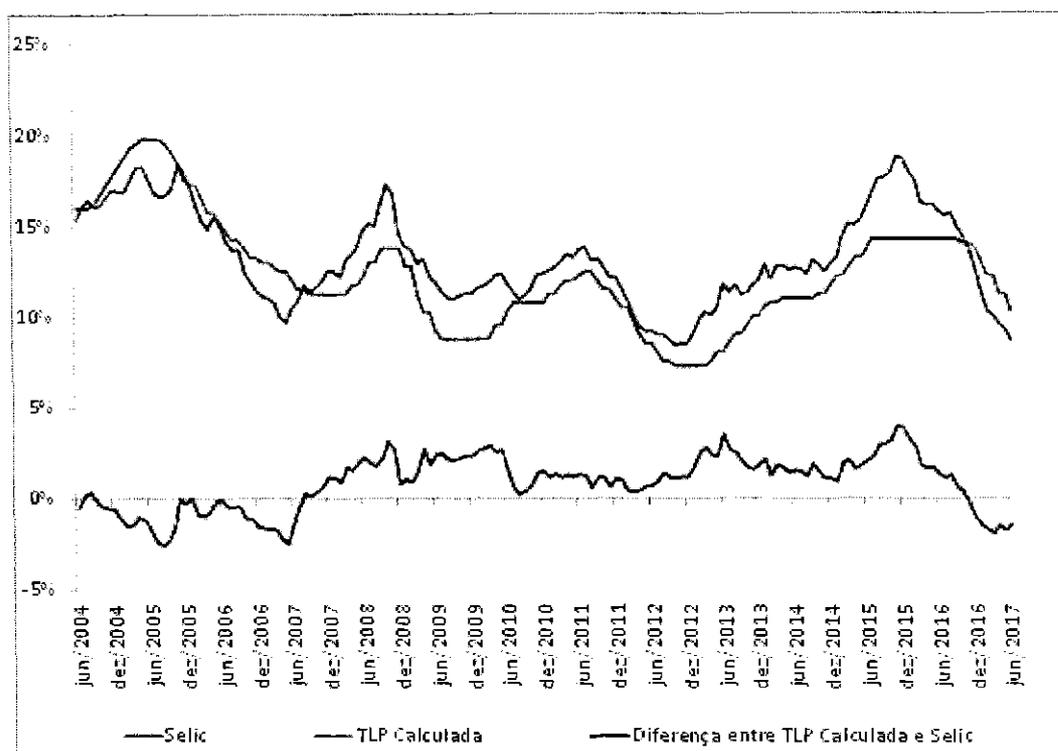
A TJLP tem uma regra de cálculo que leva em conta a meta de inflação e o prêmio de risco (juro real externo somado a um componente de risco país). A atualização do cálculo da TJLP é trimestral e publicada pelo Conselho Monetário Nacional.

É condição necessária para viabilizar o investimento de longo prazo a existência de taxa de juros baixa, estável e previsível. A nova Taxa de Longo Prazo (TLP) apresenta características diametralmente opostas. A TLP, por ser atrelada a NTN-B de 5 anos, encarece o custo do financiamento (cara), é muito instável (alta volatilidade) e, portanto, muito mais imprevisível.

Substituir por completo a TJLP pela TLP, no caso do FAT, certamente tornará essa importante fonte de crédito volátil, muitas vezes superior a própria Selic. Quando se calcula retroativamente a TLP, em comparação à Selic, observa-se que – na maior parte do período considerado – ela ficou acima da Selic (gráfico 1). Entre junho de 2004 e junho de 2017, foram 113 meses em que a TLP superou a Selic ou 72% do período total.

**Gráfico 1. TJLP e Selic (% ao ano)**





Fonte: Banco Central do Brasil. Estimativas e elaboração próprias.

É importante considerar que a dívida pública continuará alta, independente da medida, visto que não será possível usar os recursos do FAT para abatê-la. A lógica da oportunidade desperdiçada é uma ficção, do ponto de vista formal, pois a receita do FAT não pode ser utilizada para reduzir a dívida pública devido a amarras constitucionais.

#### **b) os recursos do BNDES provenientes de títulos públicos emitidos pelo Tesouro Nacional devem ser remunerados pela TLP**

A nova taxa de longo prazo (TLP) proposta pelo Governo deveria ser aplicada somente nos casos em que há empréstimos diretos do Tesouro financiando investimentos do setor privado. Não se pode esquecer que as emissões diretas em favor de instituições financeiras públicas continuam autorizadas pela lei 10.179, de 2001. Com base nesse dispositivo, o país testemunhou recentemente uma relação inadequada entre o Tesouro e o BNDES.

Entre 2008 e 2014, governos anteriores emitiram dívida em favor do banco no valor de R\$ 440,8 bilhões para bancar crédito ao setor privado. Para explicar o impacto fiscal negativo dessas operações, segue um exemplo.



Para emprestar R\$ 100,0 bilhões ao BNDES, a União emite títulos captados no mercado ao custo da Taxa Selic de 13% ao ano (valor próximo ao verificado na época do programa), por exemplo. Em seguida, disponibiliza esses recursos ao banco à TJLP (7% ao ano). Nessa operação, o governo arca com despesas de juros de R\$ 13,0 bilhões e receita de empréstimos de R\$ 7,0 bilhões. O custo anual, portanto, é de R\$ 6,0 bilhões. Simples assim.

Se no exemplo acima for aplicada a nova taxa proposta pelo Governo, a TLP, o resultado passa a ser nulo ou positivo, pois esta será igual ou maior do que o custo da Taxa Selic. Por uma questão financeira e contábil, a MP 777 fará todo sentido se direcionada para casos em que há endividamento para bancar empréstimos de bancos públicos oficiais.

**c) criação de Agência Especial do Tesouro Nacional para operacionalizar as transações realizadas com fonte de empréstimos diretos do Tesouro**

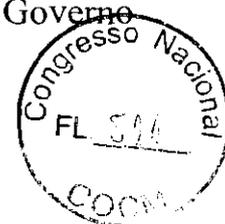
Para promover na contabilidade do BNDES, proponho a separação total das operações de financiamento realizadas pelo banco de acordo com a fonte de recursos: FAT ou emissões de títulos. Para isso, estabeleço autorização para se criar a Agência Especial do Tesouro na estrutura administração do BNDES com a finalidade de (i) gerir administrativa e financeiramente, em contabilidade separada, as operações de financiamento do BNDES e (ii) operacionalizar as repactuações que seriam autorizadas pela nova lei em relação aos diversos contratos que foram celebrados entre o Tesouro e o banco quando efetuados os empréstimos via títulos públicos.

**d) ampliação da transparência das operações de financiamento realizadas com recursos federais e da metodologia de definição da TJLP**

Em 2015, provei emenda para inserir na Lei nº 13.132, de 2015, o seguinte dispositivo:

“§ 17. O Ministério da Fazenda publicará, até o último dia do mês subsequente a cada bimestre, na internet, os seguintes demonstrativos:

I - do impacto fiscal das operações do Tesouro Nacional com o BNDES, juntamente com a metodologia de cálculo utilizada, considerando o custo de captação do Governo Federal e o valor devido pela União;



II - dos valores inscritos em restos a pagar nas operações de equalização de taxa de juros, no último exercício financeiro e no acumulado total. "

Pretendo assim ampliar a transparência incluindo dispositivo que obrigaria o Ministério da Fazenda a divulgar, por meio eletrônico, em portal próprio e de livre acesso, informações detalhadas sobre cada empréstimo ou financiamento concedido com recursos da União, inclusive aqueles realizados por meio de instituições financeiras por ela controlada, divulgando-se ao menos o seguinte para cada operação e beneficiário: (i) identificação do mutuário; (ii) objetivos dos créditos concedidos; (iii) taxa de juros, encargos e prazos e (iv) custo fiscal explícito e implícito das operações creditícias realizadas pela União, identificado por modalidade de aplicação.

Além dessa forte medida em prol da transparência, também aplico regra para exigir do Ministério da Fazenda a publicidade da metodologia dos critérios utilizados na definição da TJLP.

**e) dotação específica no orçamento para registrar a emissão de títulos públicos em favor de instituições financeiras oficiais**

O texto da MP 777 pode ser também aperfeiçoado para encerrar a perigosa brecha da lei nº 10.179, de 2001, pecado original de toda esta relação profana entre o Tesouro e o BNDES, sem transparência e orçamento. Pelo seu art. 1º, inciso X:

“Art. 1º Fica o Poder Executivo autorizado a emitir títulos da dívida pública, de responsabilidade do Tesouro Nacional, com a finalidade de:

.....

X - realizar operações, definidas em lei, com autarquia, fundação, empresa pública ou sociedade de economia mista, integrantes da administração pública federal, a critério do Ministro de Estado da Fazenda

.....”

Por outro lado, a mesma lei estabelece no art. 3º, inciso VII:



Art. 3º Os títulos da dívida pública serão emitidos adotando-se uma das seguintes formas, a ser definida pelo Ministro de Estado da Fazenda:

.....

VII - direta, a critério do Ministro de Estado da Fazenda, com colocação nas condições definidas na lei a que se refere o inciso X do caput do art. 1º, na hipótese do mesmo inciso; e

.....

Para ampliar a transparência de emissões de títulos públicos em favor de instituições financeiras públicas, proponho inclusão na lei nº 10.179, de 2001, para que sejam consignadas em dotação específica no orçamento empréstimos do Tesouro em favor de autarquias, empresas públicas e sociedade de economia mista.

Art. 10. A Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, passa a vigorar com a seguinte redação:

“§ 7º As emissões a que se referem o inciso X do caput do art. 1º deverão ser consignadas em dotação específica no orçamento.”

O Ministério da Fazenda publicará, detalhadamente, a metodologia de que trata o caput do art. 2º”

### **Adequação orçamentária e financeira da proposta original**

Antes de proferir meu voto, venho me posicionar também acerca do art. 113 do Ato das Disposições Constituições Transitórias, inaugurado pela Emenda Constitucional nº 95, de 2016, a mesma que estabeleceu no país o Novo Regime Fiscal, mais conhecido como teto de gastos. Nos termos do mencionado dispositivo, “A proposição legislativa que crie ou altere despesa obrigatória ou renúncia de receita deverá ser acompanhada da estimativa do seu impacto orçamentário e financeiro.”



Com base no art. 19 da Resolução nº 1, de 2002, do Congresso Nacional, o qual estabelece que o órgão de consultoria e assessoramento orçamentário da casa a que pertencer o relator de medida provisória encaminhará aos Relatores e à Comissão, no prazo de 5 (cinco) dias de sua publicação, nota técnica com subsídios acerca da adequação financeira e orçamentária e medida provisória.

O exame de compatibilidade e adequação orçamentária e financeira deve abranger a análise da repercussão da norma sobre a receita ou a despesa pública da União e da implicação quanto ao atendimento das normas orçamentárias e financeiras vigentes, em especial a conformidade com a Lei Complementar nº 101, de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), a Lei do Plano Plurianual, a Lei de Diretrizes Orçamentárias e a Lei Orçamentária da União.

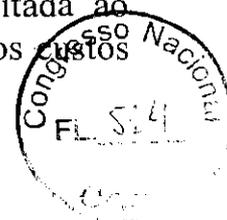
Segundo nota da Consultoria de Orçamento da Câmara dos Deputados, do ponto de vista orçamentário e financeiro, a MP 777 não feriria o ordenamento jurídico em vigor.

No entanto, dado o pouco tempo para preparar a nota (5 dias contados da publicação da proposição), e provavelmente sem contar com informações do Poder executivo federal, a nota técnica deixou de mensurar o impacto fiscal negativo que afetará o resultado primário uma vez que as equalizações do Tesouro devidas ao BNDES nos financiamentos ao setor agropecuário serão maiores. Vale ressaltar que, até junho deste ano, os recursos do BNDES destinados ao setor corresponderam a 20% do volume desembolsado pelo banco.

Trata-se das operações de crédito de investimento rural e agroindustrial que têm a finalidade de prestar apoio financeiro aos produtores rurais e suas cooperativas, com o objetivo de aplicar em bens ou serviços relacionados com a atividade agropecuária.

A equalização via orçamento permite ao produtor rural contratar, junto às instituições financeiras oficiais, como por exemplo, o BNDES, operações de crédito de investimento rural e agroindustrial com juros controlados (taxas de juros fixadas pelo Conselho Monetário Nacional) e com direito a bônus e rebates, por meio de concessão de subvenção econômica, sob a forma de equalização de taxas de juros e outros encargos financeiros.

A subvenção de equalização de taxas de juros fica limitada ao diferencial de taxas entre o custo de captação de recursos, acrescido dos custos



administrativos e tributários a que estão sujeitas as instituições financeiras oficiais nas operações, e os encargos cobrados do tomador final do crédito rural. Mas se o custo de captação do BNDES aumentar, cresce também o volume exigido para equalizar o empréstimo do banco.

Se nada mais mudar na legislação do crédito rural, o orçamento deverá consignar maiores recursos do Tesouro para cumprir as resoluções do Conselho Monetário Nacional – CMN e a lei nº 8.427, de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural.

Assim, caros Senadores e Deputados, a MP 777 impactará a meta de resultado primário do Governo federal. As instituições fiscais do país existem para tornar essa informação transparente.

Se por um lado a Constituição exige, como já mencionado, estudo com estimativa do impacto orçamentário e financeiro de proposições que alterem despesa primária, não se pode esquecer que a Lei de Responsabilidade Fiscal requer, em seu art. 17, comprovação de que a MP 777 não afetar as metas de resultados fiscais estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentária. Transcreve-se, a seguir, o conteúdo específico da lei:

“Art. 17. Considera-se obrigatória de caráter continuado a despesa corrente derivada de lei, medida provisória ou ato administrativo normativo que fixem para o ente a obrigação legal de sua execução por um período superior a dois exercícios.

§ 1º Os atos que criarem ou aumentarem despesa de que trata o caput deverão ser instruídos com a estimativa prevista no inciso I do art. 16 e demonstrar a origem dos recursos para seu custeio.

§ 2º Para efeito do atendimento do § 1º, o ato será acompanhado de comprovação de que a despesa criada ou aumentada não afetar as metas de resultados fiscais previstas no anexo referido no § 1º do art. 4º, devendo seus efeitos financeiros, nos períodos seguintes, ser compensados pelo aumento permanente de receita ou pela redução permanente de despesa.



§ 3º Para efeito do § 2º, considera-se aumento permanente de receita o proveniente da elevação de alíquotas, ampliação da base de cálculo, majoração ou criação de tributo ou contribuição.

§ 4º A comprovação referida no § 2º, apresentada pelo proponente, conterà as premissas e metodologia de cálculo utilizadas, sem prejuízo do exame de compatibilidade da despesa com as demais normas do plano plurianual e da lei de diretrizes orçamentárias.

§ 5º A despesa de que trata este artigo não será executada antes da implementação das medidas referidas no § 2º, as quais integrarão o instrumento que a criar ou aumentar.

§ 6º O disposto no § 1º não se aplica às despesas destinadas ao serviço da dívida nem ao reajustamento de remuneração de pessoal de que trata o inciso X do art. 37 da Constituição.

§ 7º Considera-se aumento de despesa a prorrogação daquela criada por prazo determinado.”

Levanto em conta esses esclarecimentos acerca da adequação orçamentária e financeira da MP 777, meu voto em separado a que lhes submeto para apreciação será pela alteração do texto proposto pelo relator não somente pelas razões de mérito apontadas anteriormente, mas também pela inadequação orçamentária da medida em face da dificuldade de cumprimento da meta de resultado primário como todos sabem.

Se a TLP remunerar tão somente os recursos emprestados pelo BNDES com fonte de recursos proveniente de emissões de títulos públicos do Tesouro Nacional, o custo de captação do banco continuará sendo a TJLP no caso dos recursos do FAT, não afetando o resultado primário do Governo federal.

### III - VOTO



Ante o exposto, com fundamento no art. 151 do Regimento Comum do Congresso Nacional (RCCN), c/c o art. 132, § 6º, inciso I, do Regimento Interno do Senado Federal (RISF), apresento **voto em separado** à Medida Provisória nº 777, de 2017, nos seguintes termos:

- a) pelo atendimento de seus pressupostos de relevância e urgência;
- b) pela não adequação de sua adequação financeira e orçamentária;
- c) pela sua constitucionalidade, juridicidade e adequação à técnica legislativa e das demais emendas a ela apresentadas;
- d) no mérito, pela rejeição de todas as emendas a ela apresentadas e pela **aprovação** da referida MP, na forma do **projeto de lei de conversão (PLV)** transcrito a seguir.

**PROJETO DE LEI DE CONVERSÃO Nº       , DE 2017**  
(Proveniente da Medida Provisória nº 777, de 2017)

Institui a Taxa de Longo Prazo – TLP para remunerar os recursos aplicados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES quando provenientes de emissões de títulos públicos pelo Tesouro Nacional.

**Art. 1º** Os recursos provenientes de emissão de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal pela União em favor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, quando aplicados 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 Longo Prazo – TLP será aplicada ao retorno das aplicações realizadas com os recursos de que trata o caput.

§ 2º A taxa de juros prefixada a que se refere o caput será a vigente na data de contratação da operação e será estabelecida de acordo com o disposto no art. 2º, aplicada de forma uniforme por todo o prazo da operação de financiamento.

§ 3º Os recursos de que trata o caput, 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.

§ 4º A taxa de remuneração a que se refere o § 3º será descontada de percentual a ser fixado pelo Ministro de Estado da Fazenda, não podendo superar 0,09% (nove centésimos por cento) ao ano.

§ 5º Na hipótese de ser verificado inadimplemento de parcela da operação de financiamento contratada, o BNDES deverá remunerar os recursos, *pro rata die*, pelos mesmos critérios previstos para os recursos aplicados na forma do caput, pelo prazo de até sessenta dias, contado da data de vencimento contratada, conforme o esquema de pagamento contratado.

§ 6º O disposto no § 3º 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, e às parcelas cujo pagamento tenha sido antecipado em relação à data de vencimento contratada, desde a data do recebimento.

**Art. 2º** 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. 3º** 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. 2º 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. 4º** 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.

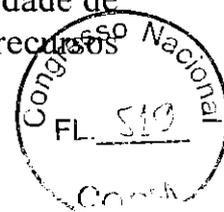
§ 1º As referidas repactuações deverão considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos de que trata o caput:

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.

§ 1º 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 e os relatórios gerenciais dos recursos



aplicados, com periodicidade e demais especificações definidas em conjunto pelas demais instituições.

§ 2º Fica autorizada, no âmbito da repactuação de que trata o caput, 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. 5º** Fica autorizada a criação no Banco de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES da Agência Especial do Tesouro Nacional – ATN com as seguintes finalidades:

I – Gerir administrativa e financeiramente, em contabilidade separada, as operações de financiamento do BNDES com recursos previstos no art. 1º desta lei;

II – Operacionalizar as repactuações autorizadas pelo art. 4º desta lei, que deverão considerar as seguintes remunerações sobre os saldos dos financiamentos de que trata o inciso I:

**Art. 6º** Além dos casos previstos nesta 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.

**Art. 7º** O Ministério da Fazenda divulgará por meio eletrônico, em portal próprio e de livre acesso, informações detalhadas sobre cada empréstimo ou financiamento concedido com recursos da União, inclusive aqueles realizados por meio de instituições financeiras por ela controlada, divulgado ao menos o seguinte para cada operação e beneficiário:

I – identificação do mutuário;

II – objetivos dos créditos concedidos;

III – taxa de juros, encargos e prazos;

IV – custo fiscal explícito e implícito das operações creditícias realizadas pela União, identificado por modalidade de aplicação.



**Art. 8º** A Lei nº 8.019, de 11 de abril de 1990, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“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. 9º** A Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, passa a vigorar com as seguintes alterações:

“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.

Parágrafo único. O Ministério da Fazenda publicará, detalhadamente, a metodologia de que trata o caput do art. 2º” (NR)

**Art. 10** A Lei nº 10.893, de 13 de julho 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. 11.** A Lei nº 10.179, de 6 de fevereiro de 2001, passa a vigorar com a seguinte redação:

“§ 7º As emissões a que se referem o inciso X do caput do art. 1º deverão ser consignadas em dotação específica no orçamento.” (NR)



**Art. 12.** Esta Medida Provisória entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos:

I - imediatos, quanto aos arts. 3º e 10; e

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

Sala da Comissão,



**Senador JOSÉ SERRA**  
**PSDB-SP**



**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

**COMPLEMENTAÇÃO DE VOTO**

Na reunião desta Comissão Especial em 22 de agosto de 2017, o Senador José Serra apresentou questão de ordem arguindo suposta inadequação financeira e orçamentária da MP nº 777/17. Nas palavras do ilustre Parlamentar, o art. 113 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias prevê que proposição legislativa que crie ou altere despesa obrigatória ou renúncia de receita deverá ser acompanhada da estimativa de seu impacto orçamentário e financeiro. Registra, ainda, que o art. 17 da Lei Complementar nº 101, de 04/05/00 – Lei de Responsabilidade Fiscal, requer comprovação de que a medida provisória em tela não afetará as metas de resultados fiscais estabelecidas na Lei de Diretrizes Orçamentárias. Em seu ponto de vista, a ausência de tais estimativas comprometeria a adequação orçamentária e financeira da proposição sob análise.

O Presidente da Comissão Especial, Senador Lindbergh Farias, deferiu a mencionada questão de ordem, determinando a apresentação, pela



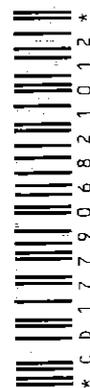
Presidência da República ou por este Relator, da estimativa de impacto financeiro, orçamentário e fiscal da MP nº 777/17, nos moldes exigidos pela legislação citada.

Pedimos licença para discordar dos dois eminentes Senadores. Como se exporá a seguir, **a introdução da TLP, da forma como proposta pela medida provisória em exame, não redundará em aumento de despesa primária.**

Em primeiro lugar, nos termos da MP nº 777/17, todos os financiamentos já contratados e que têm como remuneração a TJLP serão preservados, até porque a remuneração consta de contratos, que são atos jurídicos perfeitos, não podendo ser alterados por lei. Esta lógica permanece válida para os orçamentos de todos os anos seguintes, já que baseados em cálculos que consideram as regras contratuais atuais, que seguem a TJLP, e não na TLP. Logo, para o caso de operações já contratadas e em curso, não haverá qualquer aumento de custo de captação do BNDES em decorrência da aprovação da medida provisória em tela, não havendo, também, qualquer necessidade de aporte adicional de recursos do Tesouro para pagamento de equalização de taxas de juros.

Em segundo lugar, os custos fiscais dos subsídios gerados pelos financiamentos contratados a partir de 1º de janeiro de 2018 deverão se ajustar aos limites definidos pelo orçamento existente, que tem por diretriz a Emenda à Constituição nº 95 (teto dos gastos). Em outras palavras, o conjunto de despesas associadas ao crédito de investimento rural e agroindustrial deverá se limitar ao montante pré-definido do Plano Safra. Deverá, portanto, haver compensação interna entre as variáveis – tais como taxas de juros ao mutuário, custos administrativos e tributários e volume de recursos disponibilizados nas fontes –, de modo a garantir que o orçamento para aquelas despesas não ultrapasse o valor já definido.

Assim, caso ocorra aumento do custo de captação do BNDES – fruto, por exemplo, da introdução de uma TLP eventualmente superior à TJLP – levando ao aumento do correspondente montante despendido a título de equalização de juros, esse aumento será automaticamente compensado por idêntica redução do montante de outros componentes de despesas, de modo a se manter constante o valor global pré-fixado do Plano Safra.



Tanto em um caso como em outro, portanto, a MP nº 777/17 não gera novas despesas primárias obrigatórias. **Não estão presentes, assim, as condicionantes de que trata o art. 113 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias para a necessidade de estimativa do impacto orçamentário e financeiro da proposição sob exame.** Além disso, não sendo geradas novas despesas primárias, não haverá efeitos sobre metas de resultados fiscais, não cabendo a apresentação das estimativas de que trata o art. 17 da Lei Complementar nº 101/00.

Conquanto não tenha sido objeto da mencionada questão de ordem, tampouco o disposto no art. 16 da MP nº 777/17 sugere qualquer fimbria de inadequação financeira e orçamentária. A nova redação proposta pela medida provisória sob análise para o art. 7º da Lei nº 10.849, de 23/03/04, apenas **autoriza** a União a eventualmente equalizar juros no âmbito do Programa Profrota Pesqueira. **Mera autorização não constitui criação de despesa obrigatória ou despesa líquida e certa.** Desta forma, **não se aplicam as exigências do art. 113 do ADCT ou do art. 17 da Lei de Responsabilidade Fiscal.** Vale lembrar ainda, acerca do Profrota Pesqueira, que esta linha de crédito não vem recebendo equalização há anos. Somente na eventualidade de decisão do Governo favorável à retomada do programa, com a concessão de equalização de juros, caberá a elaboração da estimativa do impacto orçamentário e financeiro dessa operação.

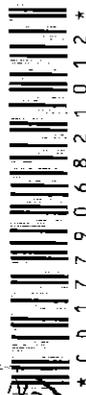
Por esta razão, não há que se falar em elevação das despesas primárias para os próximos anos em função das novas regras trazidas pela MP nº 777/17. Não havendo tais custos, resta sem fundamento a necessidade de estimativa de um impacto primário que não existirá.

Pelos motivos expostos, **ratificamos nosso voto:**

I – pelo atendimento aos pressupostos constitucionais de relevância e urgência da Medida Provisória nº 777/17;

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 777/17 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



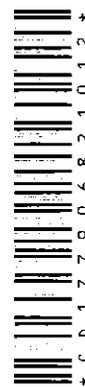
e compatibilidade financeira e orçamentária da Medida Provisória nº 777/2017 e das demais emendas; e

IV – no mérito, **pela rejeição de todas as emendas apresentadas à Medida Provisória nº 777/17; e pela aprovação da Medida Provisória nº 777/17, na forma do projeto de lei de conversão apresentado em anexo ao nosso parecer.**

Sala da Comissão, em 23 de agosto de 2017.

  
Deputado **BETINHO GOMES**  
Relator

2017\_





CONGRESSO NACIONAL  
Comissão Mista da Medida Provisória nº 777/2017

## DECISÃO DA COMISSÃO

Reunida nesta data a Comissão Mista destinada a examinar e emitir parecer sobre a Medida Provisória nº 777, de 2017, foi aprovado, com 17 votos favoráveis e 5 votos contrários, o relatório do Deputado Betinho Gomes, que passa a constituir o Parecer da Comissão, o qual conclui pelo atendimento aos pressupostos constitucionais de relevância e urgência da Medida Provisória nº 777/2017; 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; 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; 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.

Presentes à reunião os Senadores José Maranhão, João Alberto Souza, Romero Jucá, Valdir Raupp, Edison Lobão, Elmano Férrer, Tasso Jereissati, Ronaldo Caiado, José Serra, José Agripino, Lindbergh Farias, Paulo Rocha, Armando Monteiro, Cidinho Santos, Pedro Chaves, Eduardo Lopes, Lúcia Vânia, Vanessa Grazziotin, Benedito de Lira, Omar Aziz, Wilder Moraes e Fernando Bezerra Coelho; e os Deputados Mauro Pereira, Darcísio Perondi, Leonardo Quintão, Josi Nunes, Afonso Florence, Ságua Moraes, Jerônimo Goergen, Betinho Gomes, Aelton Freitas, Delegado Edson Moreira, Edmar Arruda, João Paulo Kleinübing, Luciano Ducci, Nelson Marquezelli, Alfredo Kaefer, Pauderney Avelino, Cleber Verde, Arnaldo Jordy, Alex Manente e Bebeto.

Brasília, 23 de agosto de 2017.

  
Senador LINDBERGH FARIAS  
Presidente da Comissão Mista



# PROJETO DE LEI DE CONVERSÃO Nº 27, DE 2017

(Proveniente da Medida Provisória nº 777, 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)”

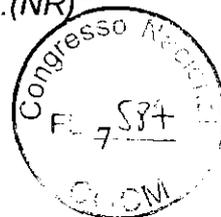
Art. 18. A Lei nº 10.849, de 23 de março de 2004, passa a vigorar com a seguinte redação:

*“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, 23 de agosto de 2017.

  
Senador LINDBERGH FARIAS  
Presidente da Comissão

