

FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS

JUNHO/2018

CONSELHO DO IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
Agnaldo Gomes Ramos Filho	Eldorado Brasil Celulose S.A.
Alberto Borges de Souza	Caramuru Alimentos S.A.
Amarílio Proença de Macêdo	J.Macêdo Alimentos S.A.
Andrea Matarazzo	Matarazzo S/A
Carlos Eduardo Sanchez	EMS - Indústria Farmacêutica Ltda
Carlos Mariani Bittencourt	PIN Petroquímica S.A.
Cláudio Bardella	Bardella S.A. Indústrias Mecânicas
Claudio Bergamo dos Santos	Hypermarcas S.A.
Claudio Gerdau Johannpeter	Gerdau Aços Longos S.A.
Cleiton de Castro Marques	Biolab Sanus Farmacêutica Ltda
Dan Ioschpe <i>Vice-Presidente</i>	Ioschpe-Maxion S.A.
Daniel Feffer	Grupo Suzano S.A.
Décio da Silva	WEG S.A.
Erasmus Carlos Battistella	BSBio Ind. E Com. de Biodisel Sul Brasil S.A.
Eugênio Emílio Staub	Conselheiro Emérito
Fabio Hering	Companhia Hering S.A.
Fábio Schvartsman	Vale S.A.
Fernando Musa	Braskem S.A.
Flávio Gurgel Rocha	Confecções Guararapes S.A.
Geraldo Luciano Mattos Júnior	M. Dias Branco S.A
Hélio Bruck Rotenberg	Positivo Informática S.A..
Henri Armand Slezzynger	Unigel S.A
Horacio Lafer Piva	Klabin S.A.
Ivo Rosset	Rosset & Cia. Ltda.
Ivocy Brochmann Ioschpe	Conselheiro Emérito

CONSELHO DO IEDI

<i>Conselheiro</i>	<i>Empresa</i>
Ivocy Brochmann Ioschpe	Conselheiro Emérito
João Guilherme Sabino Ometto	Grupo São Martinho S.A.
José Roberto Ermírio de Moraes	Votorantim Participações S.A.
Josué Christiano Gomes da Silva	Cia. de Tecidos Norte de Minas-Coteminas
Lírio Albino Parisotto	Videolar S.A.
Lucas Santos Rodas	Companhia Nitro Química Brasileira S.A.
Luiz Alberto Garcia	Algar S.A. Empreendimentos e Participações
Luiz de Mendonça	Odebrecht Agroindustrial S.A.
Marco Stefanini	Stefanini S.A.
Marcos Paletta Camara	Paranapanema S.A.
Ogari de Castro Pacheco	Cristália Produtos Químicos Farmacêuticos Ltda.
Olavo Monteiro de Carvalho	Monteiro Aranha S.A.
Paulo Cesar de Souza e Silva	Embraer S.A.
Paulo Diederichsen Villares	Membro Colaborador
Paulo Francini	Membro Colaborador
Paulo Guilherme Aguiar Cunha	Conselheiro Emérito
Pedro Luiz Barreiros Passos	Natura Cosméticos S.A.
Pedro Wongtschowski <i>Presidente</i>	Ultrapar Participações S.A.
Ricardo Steinbruch <i>Vice-Presidente</i>	Vicunha Têxtil S.A.
Roberto Caiuby Vidigal	Membro Colaborador
Rodolfo Villela Marino <i>Vice-Presidente</i>	Elekeiroz S.A.
Rubens Ometto Silveira Mello	Cosan S.A. Ind e Com
Salo Davi Seibel	Duratex S.A.
Sérgio Leite de Andrade	Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais - USIMINAS
Victório Carlos De Marchi	Cia. de Bebidas das Américas - AmBev

FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL

E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS ¹

1. Introdução	5
2. Como são financiados os investimentos no Brasil	8
2.1 Prioridade é financiar investimento privado.....	8
2.2 Participação do mercado de capitais no financiamento investimento privado.....	8
3. Mercado de capitais brasileiro: potencial de crescimento no cenário atual	11
3.1 O impacto da taxa de juros.....	11
3.2 Resposta do mercado à queda recente da taxa de juros	13
3.3 A experiência com as debêntures de infraestrutura	16
3.4 Empresas de capital fechado no mercado de dívida corporativa	23
4. Condições para explorar o potencial de crescimento do mercado de capitais e algumas limitações a serem superadas	24
4.1 Potencial de aumento da participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos.....	24
4.2. Algumas limitações do mercado de dívida corporativa para o financiamento de longo prazo	27
5. Conclusões.....	30
ANEXO 01	33

¹ Carlos A.Rocca. Agradeço ao Prof. Lauro Modesto dos Santos Jr., pesquisador sênior do CEMEC FIPE o apoio para a execução deste trabalho

FINANCIAMENTO DO INVESTIMENTO NO BRASIL E O PAPEL DO MERCADO DE CAPITAIS

1. Introdução

A questão do financiamento de longo prazo das empresas e especialmente de seus investimentos adquire agora importância estratégica para a economia brasileira. O modelo de financiamento de investimentos privados que tem prevalecido nos últimos anos, com participação predominante do BNDES, não tem condições de permanência. Nesse modelo, o Tesouro Nacional aumenta a dívida pública para fornecer os recursos e cobrir os subsídios de taxas de juros dos financiamentos. Além da impossibilidade de manter essas transferências do Tesouro, o Governo determinou que o BNDES antecipe a amortização dos seus créditos, reduzindo portanto sua capacidade de oferecer novos financiamentos nos próximos anos. Ao mesmo tempo a partir de 2016 o BNDES tem mudado sua política operacional e a taxa de juros mais utilizada pelo BNDES, a TJLP, está sendo substituída pela TLP², que agora reflete taxas de mercado. Nesse cenário, a criação de um novo modelo de financiamento de médio e longo prazo do investimento privado, inclusive para investimentos em infraestrutura, é prioritária e urgente.

O mercado de crédito corporativo de longo prazo no Brasil tem sido liderado pelo BNDES, atuando diretamente ou mediante repasses aos bancos comerciais³. Com a redução dos repasses do BNDES, e dada a natural concentração dos bancos comerciais em financiamentos de curto e médio prazo, em linha com o prazo médio de seu passivo, caberá ao mercado de capitais doméstico a principal responsabilidade de mobilizar e fornecer os recursos de longo prazo para o financiamento dos investimentos.

Qualquer análise das dimensões e características do mercado de capitais brasileiro certamente vai mostrar que se trata de um mercado relativamente pequeno para a dimensão e nível de desenvolvimento da economia brasileira e do qual participam apenas um pequeno número de empresas grandes. Vários trabalhos tem

² Lei 1383 de 21 de setembro de 2017.

³ Para uma análise detalhada do funcionamento e evolução recente desse mercado v. Ernani Teixeira Filho – O Crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir? IEDI – Junho/ 2017.

demonstrado⁴ que altas taxas de juros mantidas durante décadas tem sido o principal fator de inibição do mercado de capitais. Altas taxas de juros de títulos públicos concentram a poupança financeira nesses papéis em detrimento de ações e títulos de dívida privada e elevam o custo de capital das empresas. A partir de 2010, adicionou-se a esse fator a competição do forte aumento da oferta de financiamentos do BNDES com taxas subsidiadas, concedidos principalmente para empresas grandes que em geral tem as qualificações necessárias para acessar o mercado de capitais.

O mercado de ações é muito concentrado num pequeno número de grandes empresas e apesar dos esforços realizados há vários anos poucas empresas de menor porte participam do mercado de acesso. Não obstante alguns resultados positivos da experiência com as debêntures de infraestrutura e o forte crescimento das emissões de títulos de dívida por parte das sociedades anônimas de capital fechado quando autorizadas⁵, o mercado de dívida corporativa apresenta algumas deficiências evidentes. Os prazos máximos das debentures, os títulos de dívida corporativa mais longos, são ainda limitados e a liquidez do mercado secundário é baixa.

Nesse contexto, e como seria de se esperar, surgem de várias fontes e de analistas experimentados⁶ manifestações de preocupação com a redução do tamanho do BNDES e com a capacidade do mercado de capitais brasileiro responder tempestivamente e com eficácia às necessidades de financiamento de longo prazo. Realmente, a história recente do mercado de capitais brasileiro no cenário macroeconômico em que tem atuado não ajuda a sustentar otimismo em relação ao seu papel nos próximos anos.

O objetivo deste trabalho é fazer uma avaliação preliminar do potencial de crescimento desse mercado, especialmente no que se refere à sua participação no financiamento de investimentos e identificar algumas ações que podem incrementar sua funcionalidade. Trata-se de dimensionar o tamanho do desafio de aumentar o volume de recursos a serem fornecidos pelo mercado de capitais na posição de principal fonte de financiamento de longo prazo, com a redução da participação do BNDES.

É importante registrar desde já que o maior desafio para explorar esse potencial é de natureza macroeconômica. Trata-se de criar as condições de sustentação de taxas reais de juros de longo prazo baixas, relativamente estáveis e

⁴ V. por exemplo Rocca, Carlos A. e Santos Jr, Lauro Modesto - Elementos para uma estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais - Diagnóstico e Propostas – Estudos IBMEC 7 – Ed. Publit – 2013

⁵ Instrução CVM 476/2009

⁶ V. Ernani Teixeira Filho – IEDI – O BNDES em uma encruzilhada: Como evitar sua desmontagem – Janeiro 2018

próximas dos padrões internacionais. O ajuste fiscal de longo prazo, com a geração de superávits primários suficientes para estabilizar e depois reduzir a carga da dívida pública é a condição básica para isso. Na hipótese alternativa, em que esse ajuste não vier a ser feito, será impossível manter taxas de juros no patamar desejado, caracterizando um cenário altamente negativo para o mercado de capitais, para o investimento privado e para a própria retomada do crescimento da economia.

Nesse cenário em que se promove o ajuste fiscal, são mantidas taxas reais de juros baixas e se consolida um novo posicionamento do BNDES⁷, a principal proposição deste trabalho é a de que existem razões para acreditar na possibilidade de explorar o potencial do mercado de capitais e transformá-lo na principal fonte de financiamento de longo prazo da economia brasileira. A importância do mercado de capitais para financiar o desenvolvimento é objeto de vários trabalhos de instituições internacionais, como é o caso do BIS e do Banco Mundial⁸.

Na segunda parte, logo após esta introdução, são utilizadas algumas estimativas para verificar de que modo tem sido financiados os investimentos no Brasil, com especial destaque para a participação dos recursos do BNDES e do mercado de capitais. Na terceira parte o objetivo é identificar algumas das razões pelas quais o mercado de capitais brasileiro tem participação pequena no financiamento das empresas, embora seus instrumentos e veículos mobilizem cerca de 70% da poupança financeira. Em seguida busca-se avaliar em que medida um cenário de taxas de juros baixas e uma atuação em sinergia com o BNDES podem destravar o potencial de crescimento do mercado de capitais brasileiro até que se torne a principal fonte de recursos de financiamento de longo prazo da economia brasileira. Na quarta parte, são identificados algumas condições e limitações a serem superadas para que o mercado de capitais possa desempenhar esse papel, especialmente relacionadas com a sustentação de baixas taxas de juros, a liquidez do mercado secundário de dívida corporativa e em especial de debentures, e a abertura de capital das empresas. Na parte final são alinhadas as principais conclusões.

⁷ V. João Salvador Furtado- IEDI – Para um novo desenvolvimento , um novo BNDES – Março 2018

⁸ V. Long Term Finance: Can emerging Capital Markets Help? BIS Papers 75 – December 2013; uma listagem atualizada da bibliografia sobre o assunto pode ser encontrada em EM Compass Note 28 – January 2017 - The importance of local capital markets for financing development – IFC.

2. Como são financiados os investimentos no Brasil

2.1 Prioridade é financiar investimento privado

O aumento dos investimentos privados é o principal fator para promover uma reversão do forte ciclo recessivo e iniciar a retomada do crescimento, condição necessária para recuperar o emprego e viabilizar o próprio ajuste fiscal. A dramática situação das contas públicas nos três níveis do Governo compromete o investimento público. As exportações podem gerar algum efeito positivo, mas insuficiente para mudar o cenário. Cabe ao investimento privado o papel principal na retomada do crescimento.

Entretanto, a intensidade do processo recessivo gerou excesso de capacidade na maioria dos setores, sendo improvável uma retomada mais consistente de investimentos em curto prazo. Desse modo, o aumento dos investimentos em infraestrutura é o principal instrumento para dar início a uma retomada do crescimento econômico. Apesar da recessão dos últimos anos, continua existindo excesso de demanda de serviços de infraestrutura, como resultado de décadas de subinvestimento nesse setor. Enquanto especialistas indicam a necessidade de investir pelo menos 3% do PIB para cobrir simplesmente a depreciação do capital fixo e, portanto, preservar as condições operacionais da infraestrutura existente⁹, o país tem investido em média apenas 2,25% do PIB nas últimas duas décadas. Para vencer a defasagem existente, estima-se que esse esforço de investimento deveria atingir pelo menos 4,5% do PIB durante muitos anos. Nessas condições, é imperioso aumentar fortemente o investimento em infraestrutura e criar condições para que a execução e o financiamento desses projetos possam ser feitos pelo setor privado.

2.2 Participação do mercado de capitais no financiamento investimento privado

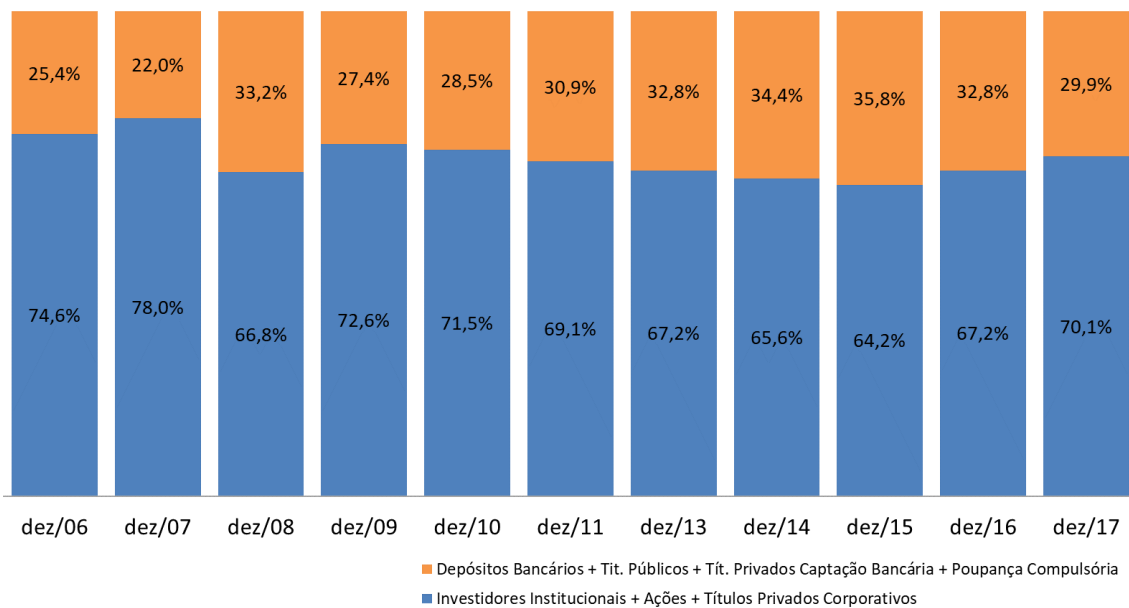
A participação do mercado de capitais é dominante na mobilização da poupança financeira, mas é relativamente pequena e parou de crescer nos últimos anos no financiamento das empresas e dos investimentos, não obstante a qualidade de sua regulação e da infraestrutura de seus mercados de ativos financeiros e derivativos.

⁹ V. (2014) Pinheiro, Armando C. e Frischtak, Claudio R. (Org.) – Gargalos e soluções na infraestrutura de transportes – Editora IBRE – FGV

Os instrumentos e veículos¹⁰ do mercado de capitais respondem 70% da mobilização da poupança financeira em 2017, como evidenciado no **Gráfico 01**.

GRÁFICO 01

Instrumentos e veículos de mobilização de poupança financeira - % do Total



Fonte: Contas Financeiras CEMEC Dados básicos: Bacen, B3, ANBIMA, Tesouro Nacional, ABRAAP, CEF, PREVIC

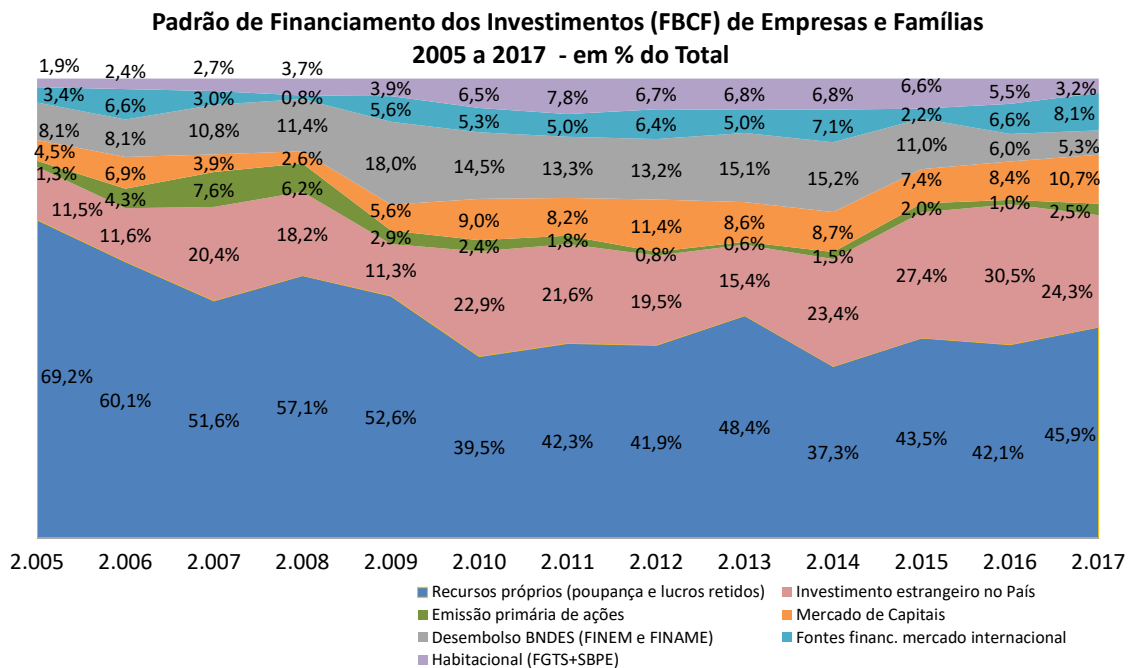
Com a redução do investimento público, como resultado da crise fiscal, a participação da formação bruta de capital fixo de empresas e famílias atinge 90% do total em 2017. Dadas as projeções de que as verbas para investimento vão permanecer pressionadas nos próximos anos¹¹, o financiamento do investimento privado constitui a questão central para a retomada do crescimento. Admitindo a hipótese de que os financiamentos de longo prazo se dirigem prioritariamente para o financiamento dos investimentos, estima-se que a participação dos recursos captados no mercado de capitais mediante emissões primárias de ações e títulos de dívida de prazo mais longo é da ordem de 10,7% nos últimos anos. A participação do BNDES, depois de atingir nível excepcional de 18% em 2009 como parte de uma política

¹⁰ Os principais veículos do mercado de capitais são os investidores institucionais: fundos de investimento, fundos de pensão, fundos de previdência aberta e companhias de seguros.

¹¹ V. Projeções da IFI – Instituição Fiscal Independente - Relatório de Acompanhamento Fiscal de outubro de 2017

anticíclica para mitigar os efeitos da crise, mantém a média de 14,3% no período 2010/2014, para cair até o nível de 5,6% em 2017, como é evidenciado **Gráfico 02**.

GRÁFICO 02



3. Mercado de capitais brasileiro: potencial de crescimento no cenário atual

Nesta parte o objetivo é verificar de que modo um cenário favorável, caracterizado por baixas taxas de juros e uma atuação do BNDES em sinergia com o mercado de capitais pode destravar o potencial de crescimento do mercado de capitais e transformá-lo na principal fonte de recursos de longo prazo na economia brasileira.

3.1 O impacto da taxa de juros

Existem evidências que demonstram o impacto negativo das altas taxas de juros, sobre o tamanho e a funcionalidade do mercado de capitais. Do lado das empresas, o número e o volume de emissões de ações e títulos de dívida corporativa tem correlação negativa com a taxa de juros. Do lado dos investidores, a permanência de taxas de juros reais elevadas pagas por títulos públicos com risco soberano e elevada liquidez durante muitos anos levou à concentração de suas carteiras nesses papéis, em detrimento da participação dos instrumentos de mercado de capitais – ações e títulos de dívida corporativa. Entretanto, a experiência dos últimos anos sugere que empresas e investidores respondem com considerável rapidez à redução da taxa de juros e mudanças favoráveis da regulação. Nesse contexto, existem razões para acreditar que num cenário de permanência de taxas de juros mais baixas e alinhadas com as taxas internacionais e com o apoio da atuação do BNDES será possível explorar o potencial de crescimento do mercado de capitais. O tamanho desse potencial é inversamente proporcional à pequena participação dos títulos de emissão privada corporativa na carteira dos investidores e no financiamento das empresas.

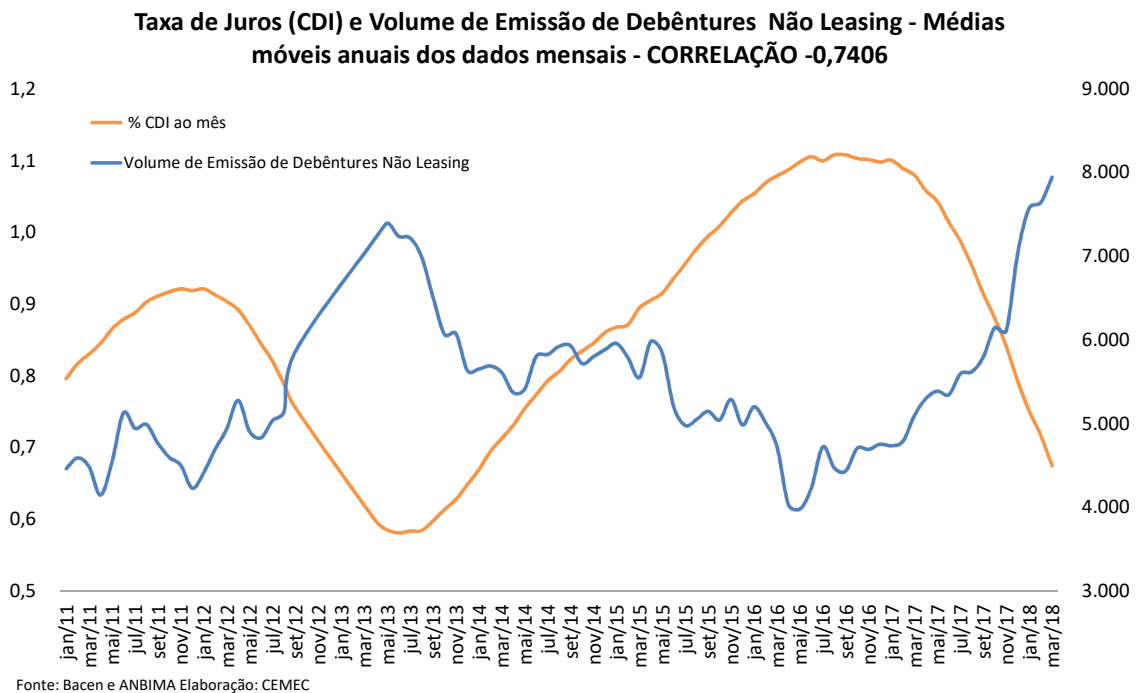
O número de empresas listadas apresenta tendência negativa desde 2007, de vez que o número de empresas que fecham o capital tem sido maior que as novas listagens. Também aí verifica-se correlação positiva e significativa do número de deslistagem voluntárias e a relação entre taxa de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o custo do capital próprio¹².

Do lado das empresas, verifica-se que apenas uma pequena proporção de empresas grandes utiliza o mercado de capitais para captar os recursos de capital de risco e de dívida para se financiar. Existe evidência convincente do papel central das taxas de juros elevadas para restringir emissões de dívida e de ações das empresas. As

¹² V. Nota CEMEC 01/2017 – Mercado de Capitais – Evolução recente e cenários para 2017

emissões de debêntures apresentam correlação negativa com a taxa de juros, como evidenciado no **Gráfico 03**.

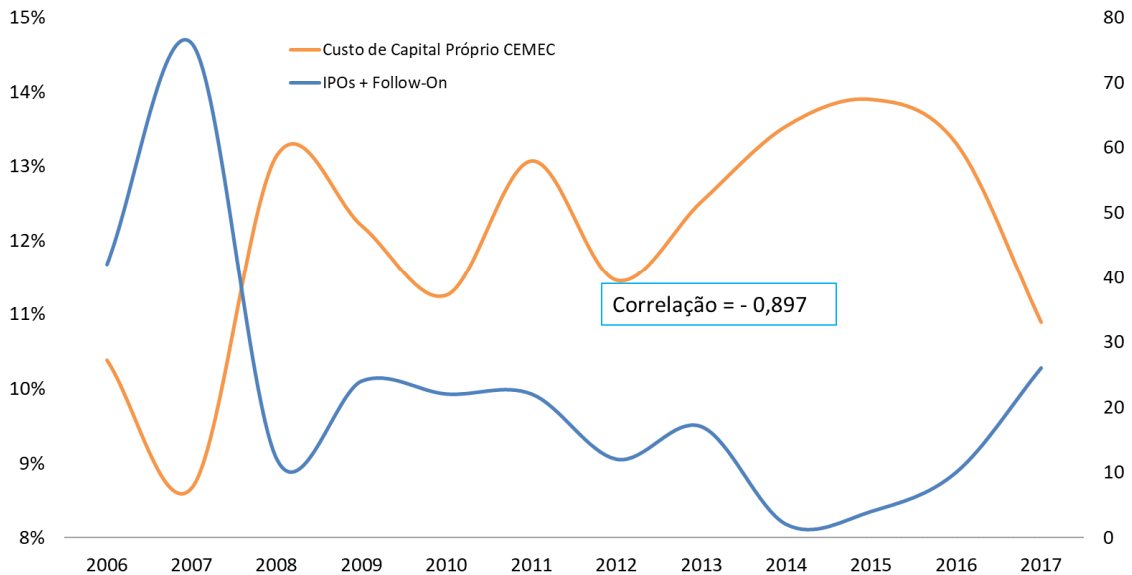
GRÁFICO 03



Por sua vez, o maior ciclo recente de emissões primárias de ações na bolsa brasileira, ocorrido em 2006/2007, acontece exatamente no período em que em que o custo de capital próprio tem queda acentuada e atinge os menores níveis desde o Plano Real. O **Gráfico 04** mostra a elevada correlação negativa existente entre o numero de emissões primárias, incluindo operações de *IPOs e follow-on*, e o custo de capital próprio no Brasil, custo que reflete também o impacto da taxa real de juros.

GRÁFICO 04

Correlação entre o número de emissões primárias de ações e o custo de capital próprio no Brasil



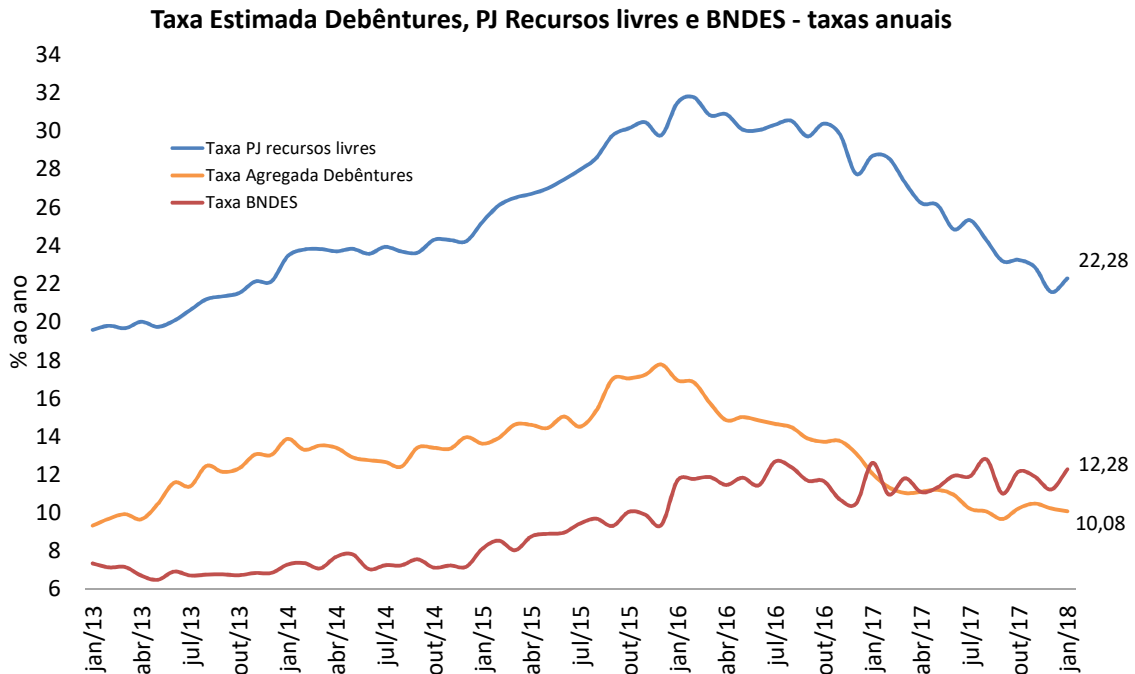
Fonte: CEMEC e B3 Elaboração: CEMEC

3.2 Resposta do mercado à queda recente da taxa de juros

Uma análise preliminar dos movimentos de empresas e investidores em resposta à acentuada queda da taxa de juros ocorrida ao longo de 2017 revela a velocidade e o potencial de ajustamento de fontes de financiamento utilizadas pelas empresas e da composição das carteiras de ativos dos investidores.

No caso das debêntures o efeito da queda da taxa básica de juros é imediato, de vez que a maioria das emissões utiliza a taxa do CDI como indexador, fazendo com que seu custo financeiro se reduza em linha com a taxa SELIC. Ao mesmo tempo as taxas medias dos financiamentos do BNDES se elevaram, com a forte redução das linhas subsidiadas e as taxas de financiamento de recursos livres não tem acompanhado a intensidade de queda da taxa básica. Com isso, as debêntures têm oferecido um custo de captação que a partir de meados de 2017 é inferior ao do BNDES, tendo ainda ampliado o diferencial favorável em relação aos recursos livres. O **Gráfico 05** mostra a evolução dessas taxas.

GRÁFICO 05



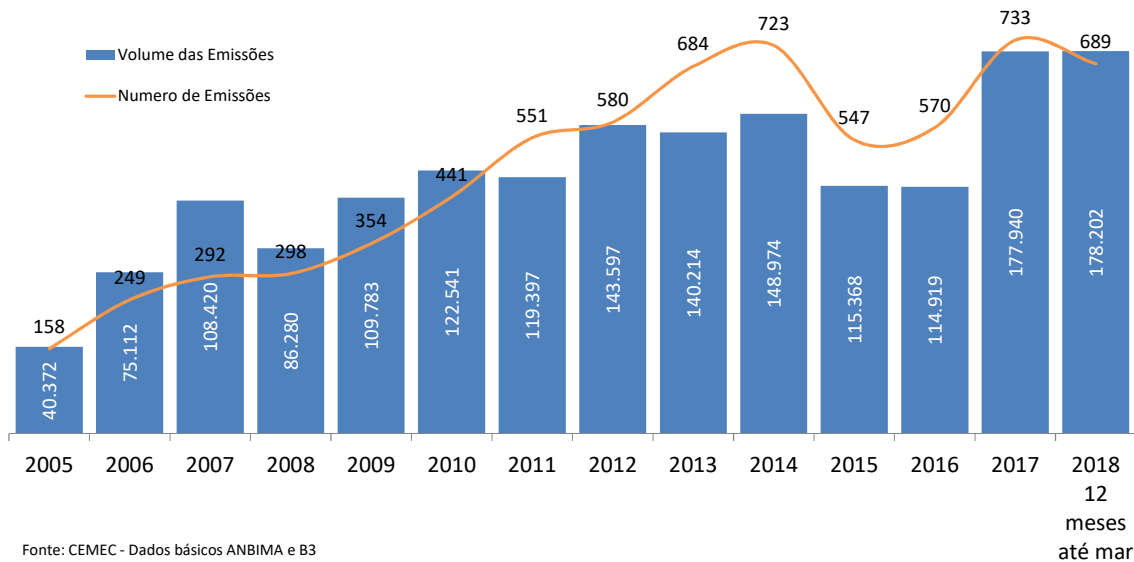
Fonte: BACEN, ANBIMA e B3 Elaboração: CEMEC

Recente trabalho do CEMEC¹³ analisou o desempenho da captação de recursos feitas no mercado de capitais, para medir o efeito da queda da taxa de juros ao longo de 2017 e da redução de oferta de recursos subsidiados do BNDES desde 2016. A conclusão é a de que a evolução dos principais indicadores de atividade do mercado de capitais em 2017 evidencia uma forte resposta positiva a esses dois fatores. O forte crescimento das emissões primárias de ações (IPO e follow-on) e de dívida corporativa fez com que o volume de recursos captados no mercado de capitais atingisse R\$ 177,9 bilhões, o maior valor observado desde 2005, início do período sob exame, e 55% maior que o valor observado em 2016. O **Gráfico 06** resume esses números.

¹³ Nota CEMEC 01/2018 - 2017 Retomada do Crescimento do Mercado de Capitais Brasileiro

GRÁFICO 06

Emissões primárias de instrumentos do Mercado de Capitais
Instrumentos de dívida mais ações
Emissões Primárias Renda Fixa + Renda Variável - em R\$ milhões



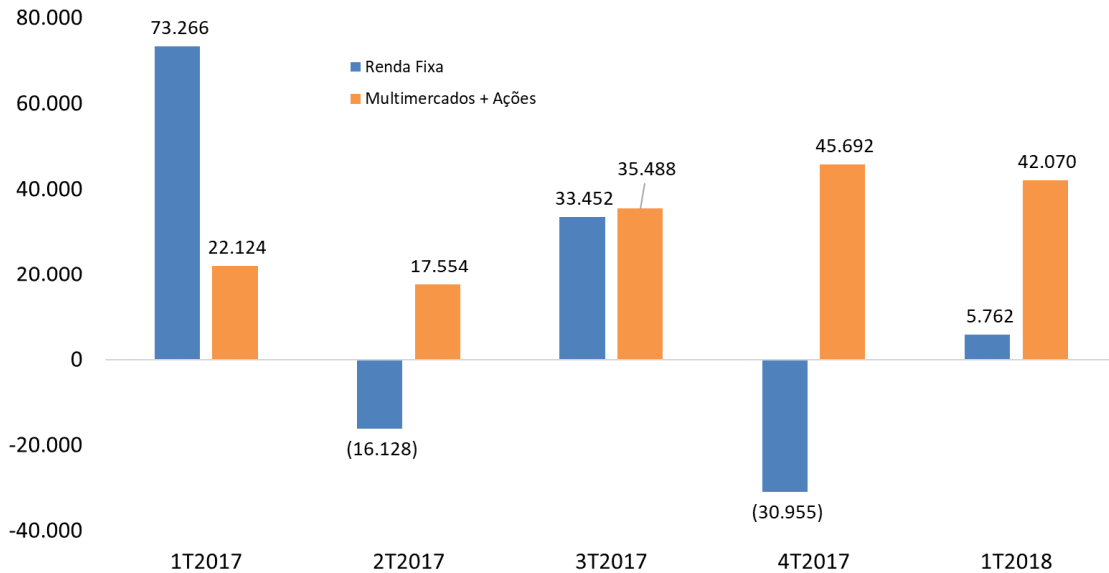
Por sua vez, a participação dos recursos de dívida captados no mercado de capitais no exigível financeiro consolidado das empresas atingiu cerca de 18%¹⁴, o maior percentual desde 2008. A estimativa do padrão de financiamento dos investimentos de empresas e famílias mostra que ações e títulos de dívida contribuíram com 11,7% dos recursos totais em 2017, o segundo maior percentual desde 2005, com aumento de 2,5 p.p. em relação a 2013.

É notável também a rapidez e intensidade da mudança das preferências dos investidores face à acentuada redução da remuneração dos fundos de renda fixa, indexada às taxas do CDI, em favor de fundos de multimercados e até de fundos de renda variável. O **Gráfico 07** resume o que tem ocorrido desde o início de 2017, à medida que a taxa básica de juros foi reduzida de 13,75% a.a em janeiro para 6,50% a.a em fins de março de 2018. A partir do segundo trimestre de 2017, observa-se uma forte reversão da preferência dos investidores em favor de fundos multicarteira e a e fundos de renda variável em detrimento dos fundos de renda fixa, modalidade que tem liderado tradicionalmente a indústria de fundos.

¹⁴ O percentual é de 13,6% quando se inclui apenas as debêntures colocadas no mercado, excluindo, portanto, o saldo desses papéis existe no ativo das instituições financeiras

GRÁFICO 07

Captação Líquida dos Fundos de Renda Fixa e Multimercados + Ações
R\$ milhões



Fonte: ANBIMA- Boletim de Fundos de Investimento Elaboração: CEMEC

No primeiro trimestre de 2017, ainda no início do processo de queda taxa de juros, fundos de renda fixa concentravam 77% da captação líquida dos fundos de investimento. Daí por diante o cenário se inverte em todos os trimestres, de modo que o resultado acumulado nos últimos três trimestres de 2017 mostra uma captação líquida de fundos de renda fixa negativa, de –R\$ 7,8 bilhões, contra um valor positivo de R\$ 140,8 bilhões dos fundos multimercados e de ações.

3.3 A experiência com as debêntures de infraestrutura

O desempenho das debêntures de infraestrutura constitui uma indicação importante do potencial do mercado de capitais para o suprimento de recursos de financiamento de longo prazo. Quando são computados todos os projetos de investimento em infraestrutura autorizados até 2018, a participação de debêntures incentivadas no seu financiamento atinge cerca de 17,2% como consta **da Tabela 01**.

TABELA 01

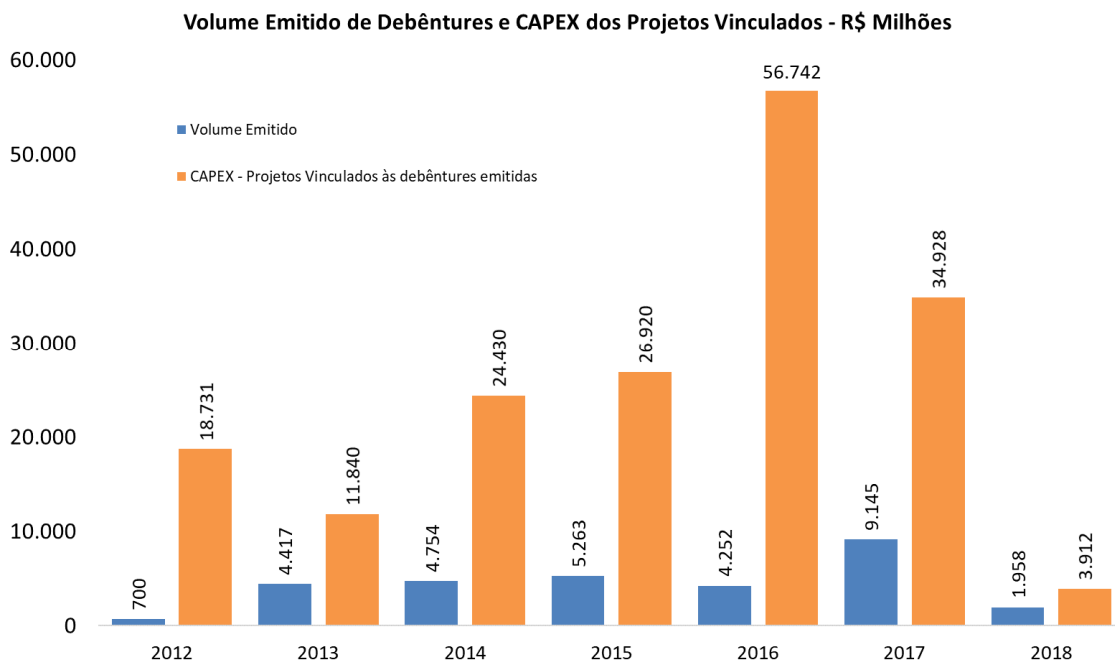
Debêntures Incentivadas de Infraestrutura Art. 2º Lei nº 12.431/2011

Volume total emitido e CAPEX	Valor R\$ milhões	%
Volume emitido de debêntures para projetos autorizados -	30.488,80	17,20%
Investimentos totais (CAPEX) dos projetos vinculados às debêntures emitidas	177.504,10	100,00%

Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

É importante registrar que esse percentual apresenta grande variação entre projetos, numa escala que vai de 10% a 75% nos projetos da área de energia elétrica e de 8% a praticamente 100% no caso dos projetos da área de transportes. Verifica-se também um aumento considerável desse percentual nos projetos aprovados em 2017, para 26% e 2018 quando saltou para 50%, como indicado no **Gráfico 08**.

GRÁFICO 08



Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

Por outro lado, o noticiário recente registra número crescente de projetos de infraestrutura com participações muito significativas do mercado de capitais e de recursos externos

Embora o total de emissões de debêntures de infraestrutura desde sua criação em 2012 seja relativamente pequeno, da ordem de pouco mais de R\$ 30 bilhões em 128 emissões ao longo de quase sete anos, a experiência com esses papéis a revela alguns aspectos positivos.

A **Tabela 02** resume a evolução das emissões de debêntures incentivadas desde sua criação em 2011, com isenção de imposto de renda para investidores não residentes no caso de debêntures destinadas a financiar projetos de investimento e para investidores brasileiros no caso de debêntures de infraestrutura.

TABELA 02

Emissões de debêntures incentivadas (lei 12.431/2011)

DEBÊNTURES INCENTIVADAS	Volume em R\$ bilhões							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 março	Total
Artigo 1º - 12.431/2011 investimentos não residentes	2,91	2,12	0	1	0	0	1,63	7,66
Artigo 2º - 12.431/2011 Investimentos em Infraestrutura	0,7	4,42	4,75	5,26	4,25	9,15	1,96	30,49
Total	3,61	6,54	4,75	6,26	4,25	9,15	3,59	38,15

DEBÊNTURES INCENTIVADAS	Número de Emissões							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018 março	Total
Artigo 1º - 12.431/2011 investimentos não residentes	4	5	0	1	0	0	1	11
Artigo 2º - 12.431/2011 Investimentos em Infraestrutura	4	10	17	21	21	49	6	128
Total	8	15	17	22	21	49	7	139

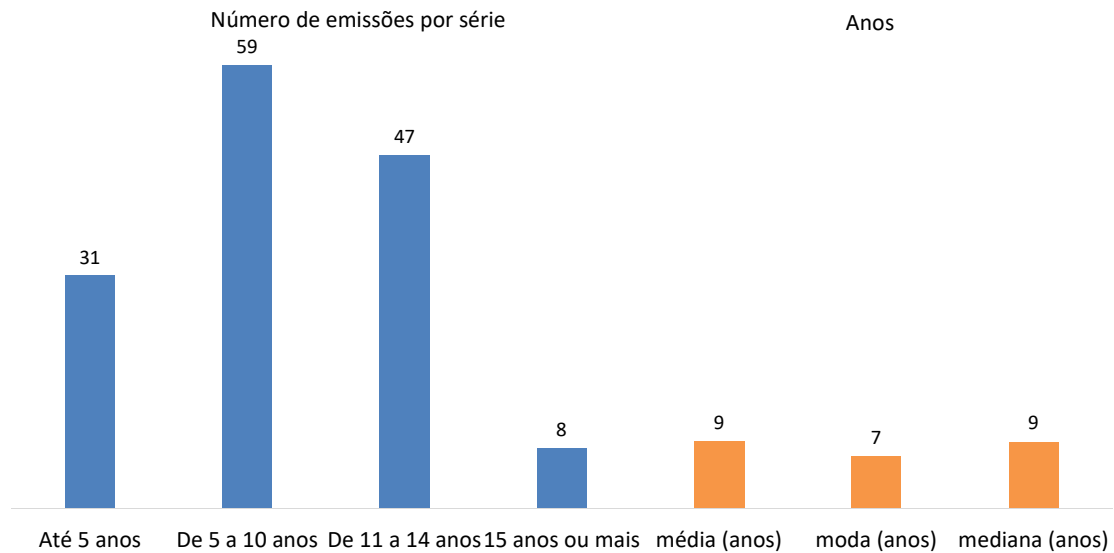
Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

Como seria de se esperar os prazos dessas debêntures são mais longos, com mais de 70% das emissões com prazos de mais de 5 anos, contra 55% das debêntures comuns¹⁵. O Gráfico 09 apresenta a distribuição das debêntures por prazos de vencimento, onde se verifica que 79% das emissões tem prazo de vencimento maior que 5 anos e 38% acima de 10 anos, com prazo médio de 9 anos.

¹⁵ Foram localizados apenas dados do Banco Central em relação à distribuição da carteira (saldos) das operações diretas do BNDES, mas que não são diretamente comparáveis com emissões de debentures; de qualquer modo, o saldo de operações com mais de 5 anos equivale a 45,1% do saldo da carteira do BNDES em 2017.

GRÁFICO 09

Prazo das Debentures de Infraestrutura por Série Emitida em anos - art.2o. Lei 12431



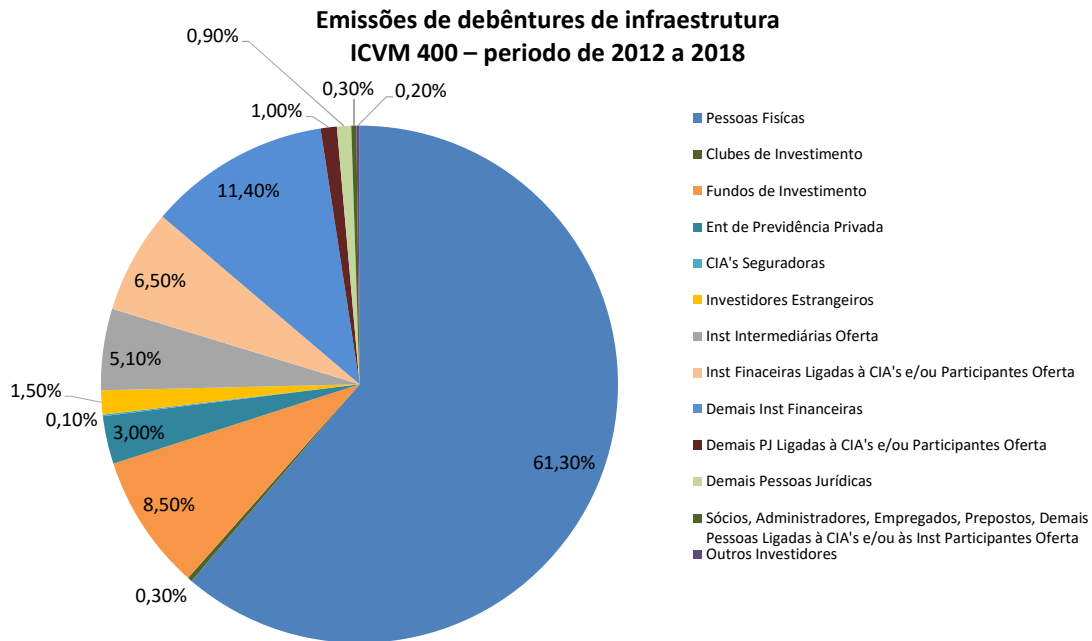
Fonte: CEMEC. Dados básicos: ANBIMA e Ministério da Fazenda

Embora o benefício da isenção do imposto de renda tenha sido repassado apenas parcialmente aos investidores, esses papéis tiveram grande aceitação por investidores pessoas físicas, apesar de carregarem os riscos próprios de projetos de infraestrutura. Por outro lado, no momento de sua colocação no mercado, a expectativa de liquidez provavelmente não era diferente da baixa liquidez observada no mercado secundário das debêntures comuns. Além disso, esses papéis são indexados ao IPCA mais uma taxa real de juros, diferente da indexação às taxas do CDI, procedimento que predomina no mercado de renda fixa.

De fato, os dados disponíveis mostram a participação dominante de pessoas físicas na compra das debêntures de infraestrutura. Como se vê no **Gráfico 10**, pessoas físicas diretamente e via clubes de investimento respondem por 61,6% da colocação dessas debentures, participação essa que se elevaria para 70%, na medida em que sejam considerados também os 8,5% dos fundos de investimento em infraestrutura, cujas quotas incentivadas também devem ter sido colocadas junto a pessoas físicas.

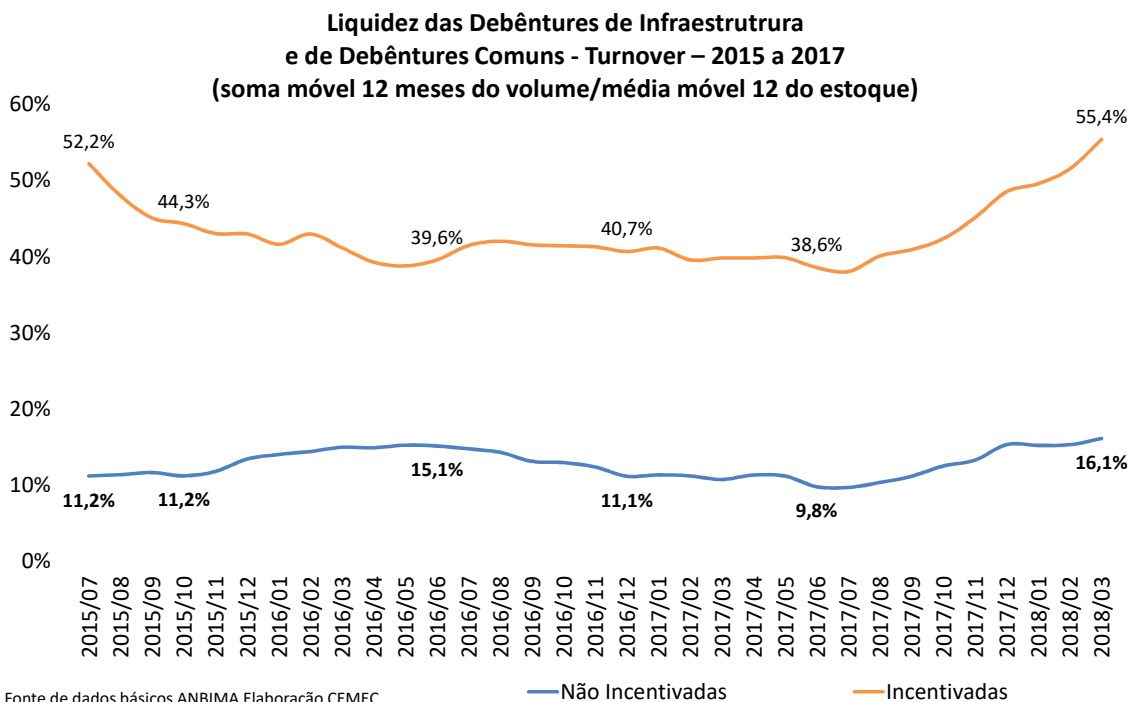
A colocação dessas debêntures junto a um grande número de pessoas físicas tem sido um fator importante para a geração de índices de liquidez desses papéis muito superiores aos das debêntures comuns, como demonstrado no **Gráfico 11**.

GRÁFICO 10



Fonte: Ministério da Fazenda Elaboração: CEMEC

GRÁFICO 11



Fonte de dados básicos ANBIMA Elaboração: CEMEC

A demanda de investidores pessoas físicas por debêntures de infraestrutura se reflete sobre os prêmios de risco desses papéis. Nas emissões em que predominam os investidores pessoas físicas os prêmios de risco médios são menores. Uma análise dos “spreads” médios sobre as NTN-B de prazo equivalente oferecidos nas emissões de debêntures de infraestrutura feitas pela ICVM 400, às quais os investidores pessoas físicas comuns tem acesso, são significativamente inferiores ao oferecidos nas emissões da ICVM 476, dirigidas aos investidores qualificados. A **Tabela 03** resume as estimativas de “spreads”, onde a média geral é de 0,94 a.a., que se compara com 1,24% a.a. das emissões para investidores qualificados (ICVM476) e apenas 0,37 nas emissões com acesso de investidores pessoas físicas.

TABELA 03

**DEBÊNTURES DE INFRAESTRUTURA
SPREAD SOBRE NTN-B DE PRAZO EQUIVALENTE**

Rating	Número	Volume R\$ bi	IPCA + Taxa	Spread sobre NTN_B
AAA	27	6,8	5,81	0,33
AA	99	21,1	6,82	0,95
A	12	2,3	7,73	1,72
não disp.	6	0,2	8,24	1,69
Total	145	30,5	6,78	0,94

ICVM 476

Rating	Número	Volume R\$ bi	IPCA + Taxa	Spread sobre NTN_B
AAA	10	1,5	6,54	0,80
AA	67	13,1	7,06	1,21
A	10	1,5	7,95	1,55
não disp.	5	0,2	8,29	1,68
Total	93	16,3	7,19	1,24

ICVM 400

Rating	Número	Volume R\$ bi	IPCA + Taxa	Spread sobre NTN_B
AAA	17	5,4	5,38	0,05
AA	32	7,9	6,33	0,41
A	2	0,8	6,62	2,55
Total	51	14,1	6,02	0,37

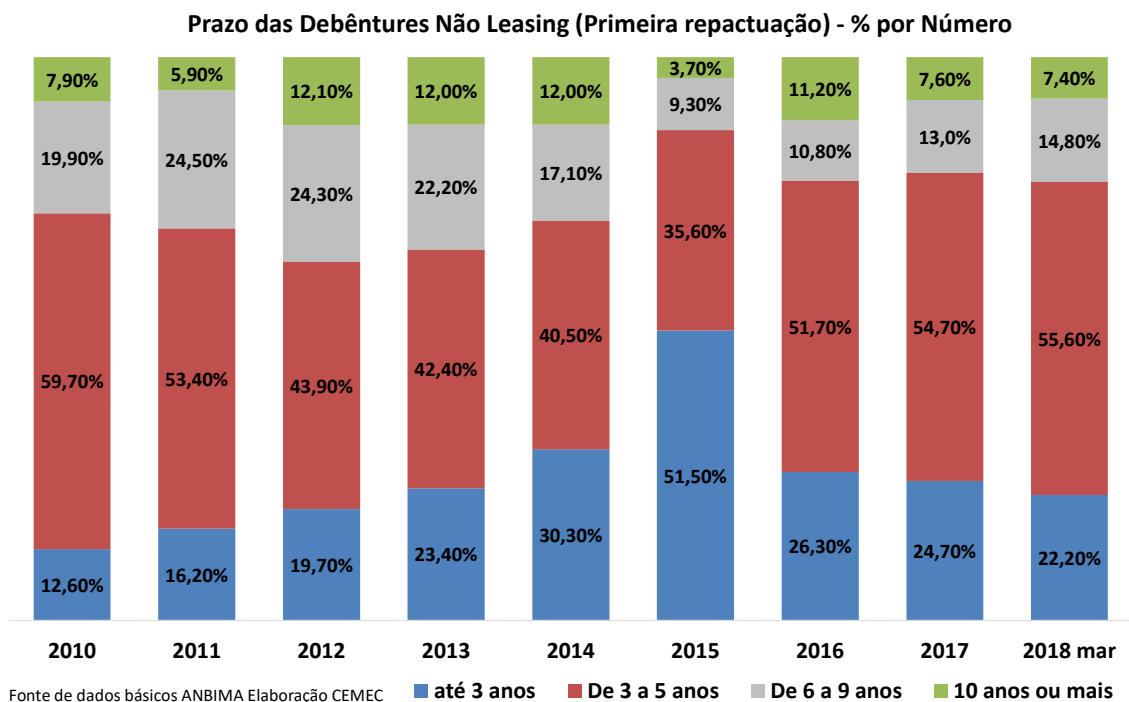
Não obstante as características dos investimentos em papéis de infraestrutura, com perspectiva de rentabilidade real de longo prazo, sejam em geral atraentes para investidores institucionais e especialmente para fundos de pensão¹⁶, estes praticamente não investiram em debêntures incentivadas. No caso de fundos de pensão, que já são isentos do imposto de renda em suas aplicações, igual isenção em

¹⁶ V. por exemplo Inderstand, Georg and Stewart, Fiona - Institutional Investment in Infrastructure in Emerging Markets and Developing Economies - World Bank 2014

debêntures incentivadas não constitui incentivo adicional em relação à NTN B. Trata-se de uma aplicação de maior risco e menor liquidez, de vez que os prêmios de risco foram comprimidos face à grande demanda de investidores pessoas físicas. Por outro lado, o pequeno volume de emissões, ausência de um “pipeline” de projetos, combinadas com a necessidade de diversificação de carteira e de obediência a limites máximos de exposição ao mesmo projeto, tem contribuído para a falta de interesse desses investidores nessas debentures.

No caso das debêntures comuns, além de menor liquidez no mercado secundário, seus prazos de vencimento são muito inferiores aos papéis de infraestrutura. A porcentagem de emissões com prazos de primeira repactuação superiores a 5 anos é de apenas 20% nos últimos anos, em relação aos 34% observados em 2011/2014. O **Gráfico 12** resume essas informações.

GRÁFICO 12

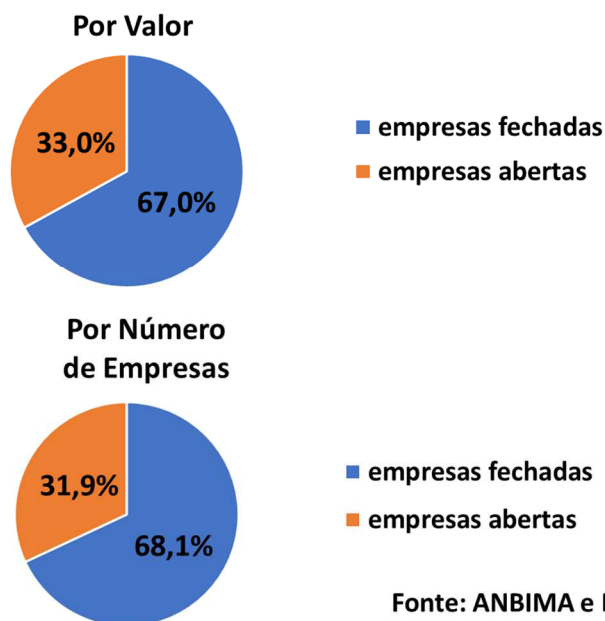


3.4 Empresas de capital fechado no mercado de dívida corporativa

Apesar da pequena participação de empresas de menor porte no mercado de capitais, é interessante notar o impacto da ICVM 476/2009, que autorizou sociedades anônimas de capital fechado a emitirem títulos de dívida e promoverem sua colocação no mercado para investidores qualificados. A evolução dessas emissões é notável, fazendo que a participação dessas empresas atingisse no período de 2009 a 2016 cerca de 68% do número de empresas emissoras de debêntures e 67% (**Gráfico 13**). Ao mesmo tempo, ocorre uma clara tendência de queda no valor médio dessas emissões, indicando maior participação de empresas de menor porte.

GRÁFICO 13

A partir da ICVM476: empresas fechadas entram no mercado de dívida e assumem posição majoritária 2012/2018 março



4. Condições para explorar o potencial de crescimento do mercado de capitais e algumas limitações a serem superadas

Esses números podem ser usados para fornecer algumas indicações do potencial de crescimento do mercado de capitais no fornecimento de recursos para o financiamento de investimento e da possibilidade do mercado de capitais tornar-se a principal fonte de recursos domésticos de longo prazo num cenário favorável caracterizado principalmente por taxas baixas de juros e apoio do BNDES. Nesta parte o objetivo é tratar de duas questões. Na primeira, usando algumas hipóteses e simulações, busca-se dimensionar o crescimento necessário dos recursos a serem fornecidos pelo mercado de capitais para o financiamento dos investimentos nesse cenário e verificar a magnitude de realocação da carteira dos investidores institucionais na hipótese de que esta viesse a ser a principal fonte de recursos. A segunda questão se refere a algumas limitações importantes do mercado de dívida corporativa de longo prazo a serem superadas.

É importante destacar desde já que mesmo sem contar com recursos do Tesouro, o BNDES certamente continuará ocupando posição de grande importância no financiamento de investimentos. Por um lado, além dos recursos de poupança compulsória do FAT e PIS-PASEP, o banco tem grande capacidade de captação de recursos no mercado doméstico e no internacional. Por outro lado, sua participação é indispensável especialmente naquelas situações em que o mercado revela dificuldades para financiar, o chamado “market gap”. Nas condições atuais, esse pode ser o caso, por exemplo, de seu apoio no financiamento do período de construção e dos prazos longos requeridos por projetos de infraestrutura, o financiamento de inovação e de pequenas e médias empresas. Deve-se registrar também a existência de projetos com retorno social superiores às taxas de retorno privado, mas que não cobrem o custo de capital, como é o caso por exemplo, dos projetos da área de saneamento. Nesses casos, o fornecimento de recursos com subsídios é social e economicamente defensável, mas os subsídios devem ser financiados por verbas do orçamento fiscal, com transparência, sem comprometimento do equilíbrio econômico e financeiro do BNDES.

4.1 Potencial de aumento da participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos

Uma indicação importante do potencial de crescimento do volume de recursos que podem ser obtidos no mercado de capitais para financiar investimentos resulta da pequena participação de títulos de dívida privada corporativa na carteira consolidada de ativos financeiros líquidos da economia brasileira, da ordem de apenas 4,4% em

2017¹⁷. É importante verificar a composição da carteira dos investidores institucionais, tais como fundos de investimento, fundos de pensão, previdência aberta e companhias de seguros, cujo valor atingiu R\$ 4,1 trilhões em 12/2017. Esse valor é quase 90% maior que a captação do sistema bancário, de R\$ 2,2 trilhões, e esses investidores constituem hoje os principais veículos de mobilização de poupança financeira do país. Sua carteira consolidada concentra 43%¹⁸ da carteira de ativos financeiros líquidos da economia brasileira, 13,1% das ações, 54,1% dos títulos de dívida corporativa, com 84,5% das debêntures e 79,5% dos títulos de dívida pública.

Entretanto, como se observa na **Tabela 04**, esses investidores destinam apenas 10,3% de sua carteira para ações, 6, % para títulos de dívida corporativa sendo 3,2% para debêntures e 2,8% para outros instrumentos. Note-se que apenas em operações compromissadas dos fundos de investimentos com os bancos do seu grupo financeiro, são destinados 22,2% da carteira total, valor superior à parcela total destinada a ações e títulos de dívida corporativa, de 16,3%.

TABELA 04

Composição da Carteira Consolidada dos Investidores Institucionais - Dezembro de 2017

	Investidores institucionais
1.1. Instrumentos do Mercado de Capitais:	16,3%
a) Ações	10,1%
b) Títulos de Dívida Privada	6,2%
b1) Debêntures Corporativas	3,4%
b2) Outros ex Debêntures Corporativas	2,8%
1.2. Títulos de Dívida Privada de Captação Bancária *	6,8%
1.3. Depósitos Bancários	1,7%
Depósitos a Vista	0,0%
Depósitos a Prazo	1,7%
Depósitos de Poupança	0,0%
1.4. Títulos da Dívida Pública **	50,5%
1.5. Operações Compromissadas	22,2%
1.6. Outros Ativos Financeiros	2,5%
TOTAL	100,0%

Fonte: Contas Financeiras CEMEC. Dados básicos: Bacen, B3, ANBIMA, STN, ABRAP, CEF, PREVIC

¹⁷ Fone: Contas Financeiras CEMEC. www.cemecfipe.org.br

¹⁸ A participação de outros investidores não financeiros e especialmente de pessoas físicas é aumentada pelo valor das ações de controle mantidas por esses investidores, a maioria fora do mercado. Excluindo-se as ações, a participação dos investidores institucionais nas demais classes de ativos financeiros atinge cerca de 60%

Não é objetivo deste trabalho desenvolver modelos macroeconômicos para obter estimativas da necessidade de investimentos e do seu modo de financiamento no futuro. Entretanto, acredita-se ser possível obter pelo menos uma ordem de grandeza dos recursos adicionais a serem fornecidos pelo mercado de capitais para o financiamento dos investimentos de empresas e famílias, num cenário de aumento da taxa de investimento e redução da participação do BNDES. Com essa finalidade, é apresentada no **Anexo 01** é uma simulação com base nas seguintes hipóteses que caracterizam um cenário relativamente otimista para os próximos anos:

1. A taxa de investimentos que em 2017 é de 15,6%, aumentaria para o nível médio observado entre 2010 e 2013, de 21,7% do PIB, nível que se acredita compatível com crescimento da ordem de 3% a 4% do PIB;
2. Dada a hipótese de permanência de restrições fiscais nos próximos anos, o investimento público não retornaria aos 2,8% do PIB de 2010/2013, mas se elevaria do nível excepcionalmente baixo de 2017 (1,6% do PIB) em 2017 para algo em torno de 1,9% do PIB;
3. A participação dos desembolsos do BNDES, que havia atingido 2,5% do PIB em 2010/2013 retornaria aos 1,5% do PIB observados na média de 2006/2007, com aumento em relação ao nível excepcionalmente baixo de 2017 (0,7%);
4. A participação de recursos próprios retomaria a participação observada em 2006/2007, de 8,6% do PIB, como resultado da recuperação de resultados e de retenção de lucros, acima do percentual de 2017 (6,4%);
5. A participação das demais fontes de recursos, desembolsos do SBPE e do FGTS habitacional e emissão de dívida no mercado internacional manteriam a mesma participação no PIB de 2010/2013.

Com essas hipóteses, o aumento de participação do mercado de capitais no financiamento dos investimentos parece ser viável, levando em conta a necessidade de uma realocação relativamente pequena da carteira consolidada de ativos financeiros. Essa participação deveria aumentar de 1,9% do PIB para 3,1% do PIB, representando um aumento de 67% do valor das emissões de ações e dívida corporativa de longo prazo emitida em 2017. O aumento do valor total de emissões de ações e dívida de prazo médio e longo seria de R\$ 81,1 bilhões, aumentando de R\$ 121,5 bilhões de 2017 para R\$ 202,6 bilhões.

Mantida a mesma proporção de 81% de títulos de dívida observada em 2017, o aumento de valor de emissão desses títulos seria de R\$ 65 bilhões. Admitindo a manutenção do mesmo prazo médio atual desses papéis, a manutenção desse valor de emissões em caráter permanente implicaria um aumento de cerca de R\$ 230 bilhões do estoque desses títulos. Com esse aumento, esses títulos passariam a representar 6,6% da carteira consolidada de ativos financeiros da economia brasileira, com aumento de 2,2 p.p em relação à participação de 4,4% de 2017. Na medida em que todo esse aumento de títulos de dívida corporativa fosse alocado na carteira dos investidores institucionais, sua participação se elevaria em 5,6p.p., de 6% para 11,6%.

Os números e simulações apresentados sugerem que o tamanho da carteira de ativos financeiros líquidos da economia brasileira e muito especialmente o volume de recursos administrados pelos investidores institucionais são suficientemente grandes para absorver um aumento considerável de títulos de emissão de empresas não financeiras.

4.2. Algumas limitações do mercado de dívida corporativa para o financiamento de longo prazo

Entretanto, não é difícil identificar algumas limitações do mercado de capitais para cumprir o papel de liderança no fornecimento de recursos de longo prazo para o financiamento de investimentos.

A literatura recente¹⁹ tem examinado em detalhe as deficiências do mercado de capitais brasileiro e formulado várias propostas de ações visando sua superação. As questões tratadas neste trabalho permitem destacar pelo menos algumas limitações.

a. Competição da dívida pública

A realização do potencial referido neste trabalho poderá ser comprometida com o aumento da carga da dívida pública, se as medidas de ajuste fiscal forem insuficientes para conter seu aumento. A contenção da demanda de recursos para o financiamento do déficit público condiciona também permanência do cenário de baixas taxas de juros. A magnitude da participação dos títulos públicos na carteira de ativos e principalmente seu crescimento nos últimos anos segue de perto a carga da dívida pública em relação ao PIB. Mesmo no cenário base adotado pela Instituição

¹⁹ V. por exemplo Chrysostomo, L – Fragilidades e desafios do mercado de capitais brasileiro – Cap. 10 – Retomada do Crescimento – Diagnóstico e Propostas – Elsevier – 2017; Filgueira, Antonio e Cidade, Marcelo – ANBIMA - Texto para Discussão n. 06 – Conferencia ANBIMA CETIP de Renda Fixa - 2016

Fiscal Independente (IFI), que inclui a realização ainda que com algum retardo da reforma da previdência, a dívida pública continuaria crescendo em relação ao PIB até 2025²⁰. Uma análise da consistência macroeconômica, incluindo também hipóteses em relação à poupança externa, não está no escopo deste trabalho, provavelmente mostraria que mesmo contando com alguma complementação da poupança externa, é muito difícil desenhar um cenário favorável ao investimento privado e ao crescimento sem a recuperação da poupança do setor público.

b. Liquidez do mercado secundário de títulos de dívida corporativa

A liquidez do mercado secundário de dívida corporativa constitui condição necessária para compor sua atratividade e competitividade em relação aos títulos públicos, especialmente por parte de investidores institucionais e estrangeiros. A liquidez do mercado de debêntures comuns é muito baixa, comprometendo também a qualidade de formação de preços para muitos dos papéis listados, além de dificultar o alongamento dos prazos de vencimento. Pelo menos duas ações podem contribuir para mudar esse cenário.

A primeira, que já é objeto de algumas iniciativas²¹, é a padronização de escrituras, de modo a facultar aos investidores uma percepção mais clara e avaliação adequada de risco e retorno, elementos essenciais para o processo de precificação. A segunda é a consolidação da atividade de formador de mercado (market maker) nesse mercado, que já constava do projeto do Novo Mercado de Renda Fixa da ANBIMA²². Embora num outro contexto, a experiência da atuação do formador de mercado no mercado de ações de empresas de menor porte tem sido bem sucedida.

A adoção da TLP, e a nova política operacional do BNDES, que prevê em muitas situações a subscrição de debêntures como forma de financiamento de empresas e projetos, faz com que a liquidez desse mercado seja fator de importância estratégica para o banco. Trata-se de uma condição necessária para viabilizar o giro de sua carteira e potencializar a concessão de novos financiamentos. Desse modo parece razoável esperar uma participação ativa do BNDES visando a promoção de liquidez nesse mercado, em parceria com o setor privado.

²⁰ Fone IFI – Relatório de Acompanhamento Fiscal Outubro de 2017; ²⁰ Para uma análise detalhada do funcionamento e evolução recente desse mercado v. Ernani Teixeira Filho – O Crédito corporativo de longo prazo em uma encruzilhada: onde estamos e para onde podemos ir? IEDI – Junho/ 2017.

²¹ V. Guia de Orientação e Modelo de Escritura Padrão para Debêntures – www.anbima.org.br

²² V. www.anbima.com.br

c. Tributação:

Não obstante seja desejável incentivar o alongamento de prazos, deve-se atentar para a harmonização da tributação entre ativos financeiros de modo e evitar distorções, como é o caso de isenções para LCA e LCI em relação a outros ativos de prazos semelhantes. Por outro lado, a isenção do imposto de renda para pessoas físicas no caso de debêntures de infraestrutura tem sido mais um fator para desestimular a entrada de fundos de pensão nesse mercado, dado que essas entidades têm isenção do imposto. A forte demanda desses papéis por parte pessoas físicas tem reduzido o spread em relação às NTN-B para níveis julgados insuficientes por essas entidades para cobrir os riscos adicionais.

d. Acesso de empresas ao mercado de capitais

Tem sido modestos os resultados de todos os esforços realizados até o momento para incentivar a abertura de capital das empresas de menor porte mediante sua entrada no mercado de acesso da B3. Além da dificuldade de ativar o mercado de acesso face à pequena base de investidores em ações, o posicionamento das empresas também revela alguns obstáculos. Pesquisas realizadas pelo CEMEC em parceria com a FIESP, sugerem que as duas principais dificuldades mencionadas por parte das empresas para abrir o capital residem nos custos para sua adequação aos padrões de governança e controle considerados elevados em relação à perspectiva de captação de recursos no mercado e a dificuldade de ceder o compartilhamento do controle. Uma alternativa que pode se revelar mais promissora é a de criar condições mais favoráveis para a entrada dessas empresas no mercado de dívida corporativa, como passo inicial para abertura de capital mais adiante. Embora já representem um avanço importante em favor de sua entrada no mercado, os requisitos de transparência e governança são menos exigentes, não há compartilhamento de controle e os benefícios de redução de custo de capital de dívida são significativos quando comparados com o custo de crédito bancário. A resposta positiva das empresas fechadas à ICVM 476 reforça essa perspectiva.

5. Conclusões

A análise das condições de financiamento dos investimentos no Brasil e do potencial do mercado de capitais como principal fonte de recursos de longo prazo feita neste trabalho sugere as seguintes observações:

1. Existe evidencia considerável demonstrando que condições macroeconômicas adversas, caracterizadas principalmente por elevadas taxas de juros, tem sido o principal fator de inibição do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, pelo menos desde o Plano Real, em 1994; a ampliação da política de concessão de crédito com taxas subsidiadas pelo BNDES a partir de 2010 introduziu uma forte competição com as fontes de recursos do mercado de capitais, especialmente em relação às empresas de maior porte e mais qualificadas para captar recursos nesse mercado;
2. Um novo cenário mais favorável para o desenvolvimento do mercado de capitais surge agora com a redução da taxa real de juros para níveis mais próximos dos internacionais e a mudança de posicionamento do BNDES, em favor do mercado de capitais e com a adoção de taxas de financiamento referenciadas a taxas de mercado (TLP);
3. Na medida em que essas novas condições sejam mantidas, existem razões para acreditar que o mercado de capitais tem potencial de crescimento suficiente para se transformar na principal fonte de recursos de financiamento de longo prazo na economia brasileira, ao mesmo tempo em que o BNDES continuará desempenhando papel de grande importância especialmente no financiamento de infraestrutura, inovação tecnológica e pequenas medias empresas em áreas de atuação e prazos nos quais o mercado não oferece soluções viáveis de financiamento;
 - a. Os instrumentos e veículos do mercado de capitais participam com 70% da mobilização de poupança financeira da economia brasileira e apesar da forte queda das taxas de investimento, a participação do mercado de capitais no financiamento do investimento de empresas e famílias que era de apenas 10% em 2010/2014 se eleva a 11,7% em 2017, face à queda de juros e à redução dos desembolsos do BNDES;
 - b. Existe grande espaço para aumentar a participação de títulos de dívida corporativa na carteira consolidada de ativos financeiros líquidos da

economia brasileira, participação essa que era de apenas 4,4%²³ em 12/2017; uma simulação feita com a hipótese de elevação da taxa de investimentos para o nível médio de 2010/2013 (21,7% do PIB), participação do BNDES equivalente à observada em 2006/2007 (1,5% do PIB), entre outras hipóteses²⁴, indica a necessidade de aumentar em cerca de 67% o volume a ser captado no mercado de capitais para o financiamento dos investimentos; a participação dos títulos de dívida corporativa na carteira consolidada se elevaria de 4,4% para apenas 6,6%. o que certamente não representa maior dificuldade;

- c. A rapidez com que investidores e empresas tem se ajustado à queda da taxa de juros e às mudanças da regulação, reforça a percepção de que as novas condições permitirão resgatar a funcionalidade do mercado de capitais; alguns exemplos são: a experiência bem sucedida das debêntures de infraestrutura; o aumento de participação das empresas fechadas no mercado de dívida (ICVM476/2009); o forte aumento de emissões primárias de ações e dívida em 2017 em resposta à queda da taxa de juros, atingindo o maior valor desde 2005; também em 2017; a rápida migração de investidores de fundos de renda fixa de curto prazo para fundos multicarteras e fundos de renda variável em resposta à queda da taxa de juros de 2017;
 - d. As debentures de infraestrutura, com 79% das emissões com prazos superiores a 5 anos e 38% com prazos superiores a 10 anos mostram o potencial de alongamento de prazos das debentures comuns;
4. Além de outros desafios a serem vencidos para recuperar a funcionalidade do mercado de capitais como principal fonte de recursos de longo da economia brasileira já apontados por vários pesquisadores e entidades do mercado, deve-se destacar pelo menos duas:
- a. a necessidade de manter taxas de juros reais baixas e elevar a liquidez do mercado secundário de dívida corporativa

²³ Os investidores institucionais, cuja carteira consolidada era de R\$ 4,1 trilhões 12/2017, equivalentes a 65% do PIB, investem apenas 6,0% desse valor em ações e títulos de dívida corporativa.

²⁴ Participação de outras fontes em relação ao PIB mantém nível médio observado em 2010/2013: Investimento direto estrangeiro, desembolsos SBPE, desembolsos de FGTS habitacional e emissões de bonds e notes de empresas não financeiras; investimentos da administração pública caem de 2,8% do PIB em 2010/2013 para 1,9% na simulação (1,6% em 2017).

- b. caracterizar uma atuação de BNDES em sinergia com o mercado de capitais; entre outras alternativas de atuação, algumas já adotadas e/ou anunciadas pelo BNDES, destacam-se a subscrição e apoio de emissão de debentures como alternativa à concessão de financiamentos, compra de quotas de fundos de investimento em infraestrutura, atuação como “market maker” das debentures de infraestrutura²⁵, a utilização de recursos captados no mercado doméstico como fonte de recursos para financiar suas operações além da possibilidade de securitização de recebíveis de sua carteira ²⁶.

²⁵ V. entrevista do Diretor Carlos Da Costa – O Estado de São Paulo – 23/02/2018 – pg. B6; v. também entrevista no mesmo jornal, dia 13/03/2018 - pg. B3 – sobre o Plano Estratégico do BNDES para 2018-2035.

²⁶ V. entrevista do Presidente do BNDES Dyogo Oliveira – Folha de São Paulo – 11/04/2018 – pg. A26

Anexo

Simulação do Financiamento dos Investimentos

Para ancorar a simulação utiliza-se:

- A média de 2006/2007 como o período onde o BNDES teve um desembolso “normal” (anterior a sua escalada pós crise de 2008/2009) e onde os recursos próprios representavam uma acumulação de recursos retidos de uma economia em crescimento;
- A média de 2010 a 2013 como o período onde a formação bruta de capital representava cerca de 20% do PIB, taxa compatível com um crescimento do PIB real em 3 a 4% ao ano.

Resumidamente as hipóteses, como % do PIB, foram:

- O investimento FBCF volta ao padrão 2010/2013 (de 15,6% para 20,7% do PIB);
- O investimento das administrações públicas cresce de 1,59% do PIB para 1,90%; não retornam ao padrão 2006/2007 (2,2% do PIB);
- O investimento estrangeiro direto (IED), os desembolsos habitacionais (SBPE e FGTS) e a emissão de bonds voltam ao padrão 2010/2013;
- Os recursos próprios (de 6,4% para 8,6% do PIB) e os desembolsos do BNDES (de 0,7% para 1,5% do PIB) voltam ao padrão 2006/2007;
- O mercado de capitais é calculado como resíduo da simulação subindo de 1,9% do PIB para 3,1% do PIB, um aumento de 66,7% em relação a 2017.

em % do PIB	2006 a 2007	2010 a 2013	2017	Simulação
PIB (IBGE)	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
INVESTIMENTO FBCF (IBGE)	17,6%	20,7%	15,6%	20,7%
(-) Investimento Administração Pública (1)	-2,2%	-2,8%	-1,6%	-1,9%
INVESTIMENTO EMPRESAS E FAMÍLIAS	15,4%	17,9%	14,0%	18,8%
IED em Reais milhões acum 12 meses	2,5%	3,5%	3,4%	3,5%
Desembolsos BNDES	1,5%	2,5%	0,7%	1,5%
Desembolsos SBPE	0,3%	0,7%	0,1%	0,7%
Desembolsos FGTS habitacional	0,1%	0,6%	0,3%	0,6%
Mercado de Capitais	1,7%	1,9%	1,9%	3,1%
Emissão Bonds e Notes de empresas não financeiras	0,7%	1,0%	1,1%	1,0%
RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos)	8,6%	7,8%	6,4%	8,6%

em R\$ milhões	2006 a 2007	2010 a 2013	2017	Simulação
PIB (IBGE)	2.564.856	4.602.152	6.559.940	6.559.940
INVESTIMENTO FBCF (IBGE)	452.103	953.069	1.025.615	1.358.512
em % do PIB	17,60%	20,70%	15,60%	20,70%
(-) Investimento Administração Pública (1)	-56.897	-131.131	-104.347	-124.639
em % do PIB	2,22%	2,85%	1,59%	1,90%
INVESTIMENTO EMPRESAS E FAMÍLIAS	395.206	821.938	921.268	1.233.873
em % do PIB	15,40%	17,90%	14,00%	18,80%
IED em Reais milhões acum 12 meses	64.760	160.225	224.135	228.386
Desembolsos BNDES	37.882	115.302	48.672	96.888
Desembolsos SBPE	6.881	29.983	9.164	42.738
Desembolsos FGTS habitacional	3.181	27.194	20.236	38.763
Mercado de Capitais	44.859	87.643	121.541	202.590
Emissão Bonds e Notes de empresas não financeiras	18.342	44.631	74.979	63.617
RECURSOS PRÓPRIOS (poupança e lucros retidos)	219.301	356.960	422.542	560.891

O crescimento do mercado de capitais a preços de 2017 é de R\$ 81,1 bilhões sendo 19% como emissão de ações e 81% em títulos de dívida corporativa (participação de 2017). Logo temos um aumento de R\$ 65 bilhões de captação de títulos de dívida com um prazo médio de cerca de 3,5 anos (6 anos de vencimento) o que implica em um aumento de estoque de R\$ 229,8 bilhões. A tabela a seguir mostra os ativos financeiros consolidados em dezembro de 2017.

I. Poupança Voluntária	9.372.017	92,9%
1.1. Instrumentos do Mercado de Capitais	3.609.451	35,8%
a) Ações	3.160.966	31,3%
b) Títulos Privados Corporativos	448.485	4,4%
1.2. Títulos de Dívida Privada de Captação Bancária	582.655	5,8%
1.3. Depósitos Bancários	1.631.233	16,2%
1.4. Títulos da Dívida Pública	2.560.386	25,4%
1.5. Operações compromissadas	892.075	8,8%
1.6. Outros Ativos Financeiros	96.217	1,0%
2. Poupança Compulsória	719.914	7,1%
3. Total	10.091.930	100,0%

Estes R\$ 229,8 bilhões representam apenas 2,28% do total de ativos financeiros consolidados e representariam um aumento da participação de títulos corporativos de 4,4% para 6,6%.