

**EMENDA N° - CMMPV**  
(À Medida Provisória 777, de 2017)

Inclua-se § 6º ao Art. 1º da Medida Provisória N° 777 de 2017, renumerando os demais:

“Art. 1º. ....

.....

*“§ 6º As operações de financiamento contratadas com custo financeiro referenciado a TLP deverão incorporar cláusula de compensação financeira ao credor, cujos montantes corrigidos deverão ser repassados integralmente, após o efetivo pagamento pelo devedor, em até 90 dias corridos, pela instituição financeira oficial à União, ao FAT, ao Fundo PIS-Pasep, ou ao FMM, conforme a origem dos recursos, em caso de pré-pagamento ou liquidação antecipada do crédito, em montante, a título de compensação financeira, 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, conforme o caso, para novas contratações com prazo médio ponderado igual ao do crédito objeto de liquidação ou vencimento antecipado, subtraído pelo valor de face do principal vincendo acrescido dos juros decorridos.”*

.....

### **Justificação**

A emenda proposta com a inclusão do § 6º do Art. 1º acima, busca evitar o desperdício de recursos públicos mediante a alocação de subsídios implícitos em base pouco transparente e pouco efetiva sob a ótica do incentivo ao investimento produtivo. O subsídio implícito, quando alocado de forma transparente e eficiente, é importante fator no cálculo de investimento privado, podendo servir a propósito alocativo nobre, caso seja capaz de estimular o investimento e o crescimento de longo prazo.

No entanto, na ausência da cláusula de compensação financeira proposta, a concessão do financiamento em taxa fixa de juros traz embutida, de forma disfarçada, a doação ao mutuário de uma opção de taxas de juros referenciada ao fluxo do crédito original - com preço de exercício igual ao nível da TLP travada quando da contratação do



crédito. Se as taxas de juros de mercado caírem, o mutuário pode realizar ganho financeiro contra a União, ao solicitar a liquidação antecipada do crédito, por valor de face, captando recursos no mercado pelas novas taxas, inferiores ao valor financeiro do fluxo original definido na data de liquidação. A prerrogativa de pagamento antecipado, sem cláusula de compensação financeira proposta, equivale a dar – literalmente de graça - uma opção de taxas de juros – instrumento de elevado valor financeiro potencial.

Tal mecanismo, entretanto, corresponde a uma forma de alocação de subsídio implícito opaca, pouco transparente e de baixíssima efetividade para reduzir o custo de capital percebido dos projetos apoiados – visto que os empresários tenderão a não considerar o valor justo de tal opção no cálculo ex-ante do investimento, ainda que a possibilidade de pré-pagamento ao par – sem compensação –acabe por transferir custo contingente relevante para o Tesouro Nacional – a quem caberia em última instância, o custo contingente de acatar a liquidação de ativos contratados em taxa fixa por valor financeiro inferior ao valor de mercado no momento da liquidação. A não inclusão de tais cláusulas padrão - conhecido como “make whole premium” nos mercados internacionais – transfere, sem nenhuma transparência e eficiência de custo, um passivo fiscal contingente para o Tesouro Nacional – gerando uma espécie de esqueleto fiscal, via passivo contingente não contabilizado, que tende a ser possuidor de elevado valor financeiro real para ao Erário e que, por ser opaco, tende a ser ineficiente relativamente à forma de alocação de subsídio pela redução explícita do custo a ser travado em taxa fixa. A doação de tal opção de taxa de juros, implícita no financiamento, na ausência de tal cláusula de compensação financeira – corresponde a uma forma de irresponsabilidade fiscal, porque aloca subsídio potencialmente elevado de forma pouco transparente, sendo provável que esse não seja adequadamente percebido e precificado pelas empresas – portanto sem transparência e nem efetividade de custo, a luz do nobre objetivo de estimular o investimento privado – ainda que transfira custo contingente bastante real e potencialmente elevado para o Erário.

O financiamento baseado em taxas prefixadas sem a presença de tais cláusulas de compensação financeira, corresponde à forma pura e simples de desperdício de recursos públicos – posto que o Erário absorverá tal passivo/custo contingente –correspondente a emissão direta pelo Tesouro Nacional, não contabilizada, de opção de taxas de juros referenciados aos créditos do BNDES às empresas, instrumento financeiro de elevado valor financeiro potencial – sem que exista contrapartida alocativa ou qualquer benefício social correspondente via incentivo ao investimento produtivo – posto que o valor financeiro da opção de taxa de juros embutida no financiamento representa forma opaca de alocação de subsídio no financiamento em taxa fixa, que tenderá a ser desconsiderado ou subestimado no cálculo prévio empresarial do financiamento , ainda que possa resultar posteriormente em vultosos custos para o Tesouro Nacional. Transitar do formato atual - em que o subsídio ao investimento é alocado via vantagem de custo explícita e transparente expresso na menor taxa a ser cobrada em relação às fontes de mercado - para tal formato proposto – com subsídio opaco, alocado via doação de opção de taxas de juros em base pouco transparente é ineficiente do ponto de vista do custo/benefício para a sociedade. Tal situação corresponde, contraditoriamente ao alegado nesta MP, a forma de



irresponsabilidade fiscal e a prática de baixa transparência sob a ótica dos impactos nas contas públicas – representando fonte de esqueleto fiscal potencial. Tal ineficiência seria eliminada mediante a inclusão de obrigação dos contratantes de financiamentos no BNDES de incorporarem, fazendo as necessárias adequações na legislação vigentes, cláusula de compensação financeira em caso de liquidação antecipada ou pré-pagamento dos créditos nos termos da emenda proposta. Vale lembrar que tais cláusulas são comumente praticadas no mercado internacional.

Por fim, essa mudança exige que a MP faça modificações na legislação vigente, que permite aos mutuários, que tenham prestado garantia real, fazer o pagamento antecipado do financiamento visando liberar tais garantias. Não há nenhum problema em manter essa possibilidade, mas a MP deve garantir que haveria a cláusula de compensação financeira (“make whole premium”) para evitar a perda financeira para o Tesouro Nacional, sem contrapartida no incentivo ao investimento.

Sala das Comissões, 03 de maio de 2017

**Senadora Vanessa Grazziotin**  
**PCdoB/AM**



SF/17893.44746-78