

Revista Brasileira de Comércio Exterior

RBCCE

A revista da FUNCEX

Ano XXXII

136

Julho, Agosto e
Setembro de 2018



**Tributação
e comércio
exterior**



**Financiamento à
exportação e ao
investimento**



**Institucionalidade
da política
comercial**



**Abertura
comercial e
reforma tarifária**

Diagnóstico e Propostas de Política Comercial para o Novo Governo



FUNCEX



fundação
centro de estudos
do comércio
exterior

Ajudando o Brasil a expandir fronteiras

2 DIAGNÓSTICO E PROPOSTAS DE POLÍTICA COMERCIAL PARA O NOVO GOVERNO

25 ABERTURA COMERCIAL, REFORMA TARIFÁRIA E NEGOCIAÇÃO DE ACORDOS COMERCIAIS

47 A INSTITUCIONALIDADE DA POLÍTICA COMERCIAL BRASILEIRA

65 TRIBUTAÇÃO E COMÉRCIO EXTERIOR

87 FINANCIAMENTO E SEGURO DE CRÉDITO ÀS EXPORTAÇÕES E AOS INVESTIMENTOS DE EMPRESAS BRASILEIRAS NO EXTERIOR

Documento de Apoio

Financiamento e Seguro de Crédito às Exportações e aos Investimentos de Empresas Brasileiras no Exterior

Documento base elaborado por Eduardo Augusto Guimarães, com contribuições do Grupo de Trabalho convocado para sua discussão e observações do comitê coordenador do documento da Funcex.

Grupo de Trabalho: Eduardo Augusto Guimarães, Henrique de Azevedo Ávila, Leonardo Mercante, Monica Teixeira Martins, Renata Malheiros Henriques, Ricardo Andrés Markwald, Sandra Polónia Rios e Xavier Cirera.

1. TENDÊNCIAS MUNDIAIS DO FINANCIAMENTO GOVERNAMENTAL ÀS EXPORTAÇÕES

O financiamento às exportações constitui um componente importante da política de apoio às exportações.¹ A operação desse instrumento é, em geral, atribuída a entidade governamental específica, uma Agência de Crédito à Exportação (ACE) – presente hoje em todas as economias desenvolvidas e na maioria das economias em desenvolvimento.

Tradicionalmente, o apoio das ACEs às exportações:

- tem assumido três modalidades alternativas: (i) financiamento à exportação por meio de operação de *supply credit* ou *buyer credit*; (ii) garantia ou seguro (*pure cover guarantee*) concedido ao exportador ou à instituição financeira que financia a exportação; e (iii) equalização da taxa de juros (*interest make-up*) do financiamento contratado; e
- esteve restrito, em geral, a produtos e serviços produzidos no país da ACE (*tied-credit*), requerendo ainda, frequentemente, que os produtos e serviços exportados atendam a exigência de conteúdo local mínimo.

A mobilização dessas alternativas pelas ACEs é diferenciada:

- as ACEs dos Estados Unidos e do Canadá, bem como a maioria das ACEs asiáticas, oferecem apenas financiamento direto e garantia do financiamento;
- por outro lado, a maioria das ACEs europeias tem oferecido equalização da taxa de juros e garantia do financiamento, embora mais recentemente algumas dessas agências tenham implementado também programas de financiamento [EXIM, 2015, p.39].

A atuação das ACEs dos países da OECD foi regulada em 1978 por acordo voluntário (*OECD Arrangement*),

cujo objetivo é evitar uma guerra de subsídios governamentais às exportações e garantir que os exportadores de um país possam competir com base na qualidade e competitividade de seus produtos e serviços e não pelas condições oferecidas em seus financiamentos.

O *OECD Arrangement* estabelece regras a serem observadas em operações: (i) de financiamento de médio e longo prazo (superior a dois anos); e (ii) condicionadas à compra de produtos e serviços provenientes do país (*tied credit*).² Essas regras abrangem as três modalidades de operações indicadas acima: financiamento direto à exportação, garantia ou seguro (*pure cover guarantee*) concedido ao financiamento, e equalização da taxa de juros.

De modo geral, essas normas, embora não obrigassem legalmente os países membros, foram observadas pelas ACEs até o final do século passado.

Esse quadro se altera, no entanto, desde então, em função:

- da forte expansão das operações de ACEs de países não comprometidos com o *OECD Arrangement*, notadamente dos países asiáticos, que não apenas realizam operações enquadradas naquele acordo sem observar as limitações ali previstas, mas também introduziram novas modalidades de apoio financeiro às exportações; e
- do menor apetite do sistema bancário e do mercado de capital internacional em incorrer nos riscos da contratação de financiamentos à exportação de mais longo prazo sem a garantia de organismos oficiais; essa retração reflete, basicamente, os efeitos da crise do final da última década sobre o sistema financeiro, bem como as maiores exigências regulatórias introduzidas por Basel III.

Nesse contexto, também as operações das ACEs dos países comprometidos com o *OECD Arrangement* se diversificaram, assumindo características que as colocam fora da abrangência daquele acordo.³

¹ Essa seção tem como referências básicas o *Report to the U.S. Congress on Global Export Credit Competition* (também conhecido como *EXIM Competitiveness Report*), divulgado anualmente pelo Export-Import Bank of the United States; o *Berne Union Yearbook*, divulgado pela Berne Union - International Union of Credit & Investment Insurers; o *ICC Trade Register Report. Global risks in trade finance*; bem como relatórios e material informativo divulgados pelas Agências de Crédito à Exportação de diversos países, e Ávila et al. (2015).

² O *OECD Arrangement* inclui anexos que estabelecem *Sector Understandings* relativos às exportações de navios, usinas nucleares, aeronaves, energia renovável, mitigação das mudanças climáticas, projetos de água, infraestrutura ferroviária e projetos de geração térmica de energia elétrica a carvão. O Brasil aderiu a um desses anexos — *Annexe III - Aircraft Sector Understanding* (ASU).

³ As operações de médio e longo prazo condicionadas à compra no país financiador (enquadradas, portanto, no *OECD Arrangement*), que respondiam pela quase totalidade do financiamento às exportações das ACEs no final dos anos 1990, tiveram sua participação reduzida para cerca de 50% em 2011 e para 33% em 2015 (EXIM, 2015, p.21).

Essa diversificação compreende basicamente:

- o apoio financeiro da ACE à importação, por outro país, de bens e serviços não diretamente condicionada à aquisição desses bens e serviços no país da ACE. Tais operações se justificam, do ponto de vista do país financiador, por exemplo: (i) quando contribuem para assegurar recursos vitais ao interesse nacional do financiador; (ii) quando relativas a projeto de investimento que viabiliza a exportação de bens e serviços do país; (iii) ou ainda quando o financiamento pode influenciar futuras decisões de compra da entidade que dele se beneficia.
- operações de financiamento não relacionadas à comercialização do produto ou serviço no exterior, mas que aumentam a competitividade do exportador apoiado – em particular, financiamento ou garantia de financiamento: (i) de capital de giro para a produção do bem ou serviço a ser exportado; (ii) de investimento na expansão da capacidade produtiva do exportador; e (iii) da cadeia produtiva do exportador.
- apoio a investimento de empresas do país no exterior.

As operações estruturadas (em particular o *project finance*) e o cofinanciamento são possivelmente as modalidades de financiamento às exportações de bens e serviços que experimentaram desenvolvimentos mais expressivos em virtude das novas tendências apontadas (EXIM, 2015).

- As operações estruturadas – ao combinar em uma mesma operação as diversas opções de apoio financeiro às exportações, articulando inclusive as reguladas e as não reguladas – propiciam maior flexibilidade à ACE para adequar a operação aos requisitos particulares do empreendimento financiado, o que confere maior competitividade aos exportadores apoiados.
- O cofinanciamento permite atender as especificidades dos grandes projetos de investimento e das cadeias globais de valor, simplificando o financiamento do *multi-sourcing* e das aquisições de bens de capital e de serviços de diversos países. No co-financiamento, a ACE líder da operação assegura, em uma única operação, apoio financeiro às exportações provenientes de diversos países, estabelecendo seus termos e condições, e providenciando os trâmites administra-

tivos. Paralelamente, as ACEs dos diversos países exportadores resseguram ou oferecem contragarantias à ACE líder, conforme as participações das exportações de seus países na operação. Na ausência do cofinanciamento, para assegurar o suprimento de bens de capital e insumos provenientes de diversos países, o empreendedor precisaria negociar e contratar diversos financiamentos, incorrendo em maiores custos de transação e maior esforço administrativo.

O desenvolvimento de novas modalidades de financiamento, envolvendo operações de valor e complexidade crescentes, tem exigido transformações também nas garantias oferecidas pelas ACEs, com o desenvolvimento de novos modelos a serem integrados em operações estruturadas de financiamento e operações de *project finance*. Além disso, multiplicam-se as operações de cosseguro ou de cogarantia em que ACEs de diversos países compartilham o risco de uma mesma operação de financiamento.

Ao lado da disseminação de novas modalidades de financiamento e de seguro às exportações, observa-se também uma maior atuação das ACEs no apoio aos investimentos das empresas do seu país no exterior.

- A modalidade mais difundida desse apoio tem sido a concessão de garantia contra o risco político associado ao investimento em atividades produtivas no exterior.⁴ Essa garantia é oferecida pela maioria das ACEs de países desenvolvidos e emergentes.
- Registram-se também algumas iniciativas em que o apoio ao investimento no exterior tem como foco o financiamento desse investimento.
 - Esse apoio se traduz, em alguns casos, na concessão de garantia pela ACE à operação de financiamento contratada entre o investidor e as instituições financeiras. As ACEs da Itália, da Austrália e da República Tcheca oferecem essa garantia.
 - Em alguns países, a ACE participa diretamente do financiamento. Esse apoio financeiro é oferecido, em alguns casos, aos investimentos no exterior em geral, como na Coreia do Sul, Taiwan, Malásia, Austrália e Canadá. Em outros, o apoio tem foco em alguns segmentos da economia específicos.

⁴ Essa garantia cobre, em geral, os riscos de guerra, guerra civil e revolução no estado hospedeiro; de expropriação ou nacionalização do empreendimento que recebeu o investimento, que seja contrário à legislação internacional; e de restrições às remessas, inclusive controle de câmbio.

Para concluir esta seção, convém retomar e qualificar a afirmação, apresentada no seu primeiro parágrafo, de que as operações de financiamento às exportações são, em geral, atribuídas a uma entidade governamental específica, uma agência de crédito à exportação. Essa qualificação é relevante porque a configuração atualmente observada no Brasil não corresponde a esse modelo, em mais de um aspecto.

O exame da configuração institucional do apoio financeiro às exportações em países com alguma relevância no comércio mundial indica, no entanto, que o modelo predominante de uma única ACE especializada no fomento às exportações apresenta, como é de se esperar, algumas variantes.

- A diferença mais relevante da configuração adotada por alguns países em relação ao modelo básico é a existência de mais de uma ACE.
 - De um conjunto de 59 países que contam com ACEs, 14 (um quarto) têm mais de uma agência: Japão, China, Coreia do Sul, Índia, Indonésia e Israel, na Ásia; Alemanha, França, Espanha, Finlândia, República Tcheca e Hungria, na Europa; e Brasil e Colômbia, na América do Sul.
 - De modo geral, as duas ACEs se complementam, cabendo a uma o financiamento às exportações e à outra o seguro ou a garantia às exportações.
- Outra diferença encontrada em relação ao modelo básico diz respeito à natureza especializada da ACE, concentrada no financiamento à exportação e/ou na função de garantidora de operações de crédito à exportação. Em alguns países, a função de ACE é atribuída a um banco de fomento com atuação mais ampla. É o caso, além do Brasil, do:
 - KfW IPEX-Bank, uma das duas ACEs alemãs, que é parte do KfW Bankengruppe, um banco de desenvolvimento;
 - Vnesheconombank (Bank for Development and Foreign Economic Affairs), na Rússia, um banco de desenvolvimento e uma ACE; e
 - Société de Financement Local (SFIL), na França, um banco voltado para o financiamento do setor público local e de hospitais públicos, que incorporou a suas atividades em 2015 o financiamento às exportações, tornando-se a segunda ACE francesa.

2. FINANCIAMENTO À EXPORTAÇÃO NO BRASIL

Os principais instrumentos e linhas de financiamento à produção de bens e serviços destinados à exportação (pré-embarque) e de financiamento à comercialização do produto exportado no exterior (pós-embarque) atualmente disponíveis no Brasil estão indicados no Quadro 1.

Quadro 1. Instrumentos e linhas de financiamento à exportação

	Recursos privados (internos)	Recursos privados (externos)	Recursos públicos
Pré-embarque	* Nota/Célula de Crédito à Exportação [2] [5] * BB Capital de Giro Exportação [2]	* ACC [1] [5] * Pré-pagamento de exportação (PPE) [1]	* BNDES-Exim – Pré-embarque [3] * BNDES-Exim – Pré-embarque Empresa Âncora [3] * BB - Proger (MPME) [4]
Pós-embarque		* ACE [1] [5] * <i>Forfaiting</i>	* BNDES-Exim – Pós-embarque [1] * BNDES-Exim – Pós-embarque Automático [1] * Proex – Financiamento (MPME) [1] * Proex Equalização

Notas:

- [1] Taxa de juros internacional
- [2] CDI, taxa de mercado local
- [3] TJLP/TLP ou Libor ou taxas do BNDES
- [4] TJLP/TLP
- [5] Isenção de IOF

2.1. Financiamento pré-embarque: instrumentos e linhas de financiamento

A Tabela 1 complementa o Quadro 1 no tocante ao financiamento pré-embarque, apresentando informações sobre o volume de recursos mobilizados por meio dos diversos instrumentos de financiamento nos últimos dez anos. A tabela reúne informações de diversas fontes, que não são exatamente comparáveis. Não obstante, os dados apresentados indicam a importância relativa dos diversos mecanismos de financiamento.

Tabela 1. Financiamento às exportações pré-embarque: médias anuais dos períodos (US\$ bilhões)

	2008/2010	2011/2013	2014/2015	2016/2017
ACC (1)	38,4	45,9	36,9	29,2
Pré-pagamento de exportação (1)	40,8	51,0	55,0	53,8
Financiamento a exportações (2)	nd	15,4	12,5	12,6
BNDES Exim Pré-embarque (3)	6,6	4,0	1,4	1,5
Financiamento às exportações, exclusive BNDES Exim (4)	nd	11,5	11,1	11,1

Fontes: Banco Central do Brasil (1) e (2); BNDES (3).

Notas: (1) Câmbio contratado. (2) Concessões: corresponde a financiamentos para viabilizar a produção de bens e serviços para exportação, não enquadrados nas modalidades ACC e ACE. No caso do pré-pagamento de exportação, inclui apenas as operações com prazo superior a 360 dias, que requerem emissão de Registro de Operações Financeiras (ROF) junto ao Banco Central do Brasil. (3) Desembolsos. (4) Obtido por diferença. nd = não disponível.

Essas informações evidenciam que:

- o financiamento à produção de bens e serviços destinados à exportação é realizado por bancos privados, nacionais e estrangeiros, e por bancos públicos (basicamente o Banco do Brasil);
- esse financiamento é realizado sobretudo com *funding* proveniente do exterior, mas também com recursos captados no mercado doméstico e com recursos repassados aos bancos pelo BNDES (provenientes do Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT); o montante de recursos captados no exterior (ACC e pré-pagamento de exportação), no período de dez anos considerado, é 23 vezes maior do que os financiamentos realizados com repasses do BNDES;
- o risco dessas operações é assumido pelos bancos, inclusive nos casos em que repassam recursos do BNDES, sendo eventualmente mitigado com garantias do Fundo de Garantia à Exportação (FGE) e de seguradoras privadas.

2.2. Financiamento pós-embarque: instrumentos e linhas de financiamento

A composição da oferta de financiamento à comercialização do produto exportado no exterior (crédito pós-embarque), nas modalidades *supplier's credit* e *buyer's credit*, é distinta da observada no caso do crédito pré-embarque.

- O financiamento com recursos privados está limitado a operações de curto e médio prazo: ACE, até 390

dias, e *forfaiting*, em geral, no máximo dois anos;

- Assim, as operações de mais longo prazo provêm de linhas e programas de financiamento implementados por instituições financeiras públicas (BNDES e Banco do Brasil), em boa medida, com *funding* de recursos públicos e, em particular, orçamentários.

• Bndes Exim Pós-Embarque

O programa BNDES Exim Pós-embarque financia a exportação de bens e serviços, nas modalidades de *supplier's credit* e *buyer's credit*, com prazo de até 15 anos e taxa de juros internacional.

- O financiamento às exportações de bens está limitado a um conjunto de bens que inclui principalmente bens de capital, mas também bens de consumo e bens especiais (entre os quais automóveis de passeio). Os bens financiados devem apresentar índice de nacionalização estabelecido pelo banco.
- O financiamento à exportação de serviços abrange a comercialização de serviços associados a bens elegíveis, limitado a 30% do valor da exportação dos bens, e a comercialização no exterior de serviços de construção civil e engenharia.
- Os financiamentos do BNDES Exim Pós-embarque são realizados diretamente pelo próprio BNDES ou por meio de banco comercial, domiciliado no Brasil, que atua como mandatário e intermedia a operação entre todos os participantes. Em ambos os casos, o

BNDES assume o risco de crédito, exigindo garantia do FGE, de seguradora ou de instituição financeira no Brasil ou no exterior, autorizada pelo BNDES.⁵

• Programa de Financiamento às Exportações (PROEX)

O Proex, financiado com recursos do Tesouro Nacional, tem por objetivo proporcionar às exportações brasileiras condições de financiamento equivalentes às do mercado internacional. O programa apresenta duas modalidades: Proex Financiamento e Proex Equalização.

• PROEX Financiamento

O Proex Financiamento, operado pelo Banco do Brasil com taxas de juros praticadas no mercado internacional, tem como foco as pequenas e médias empresas, por meio de financiamento direto a empresas exportadoras com faturamento anual até R\$ 600 milhões, ou ao importador de seus produtos e serviços. O programa financia até 100% do valor da exportação, em operações com prazo de até dois anos, e até 85% em operações com prazo superior, sendo o percentual condicionado ao índice de nacionalização do produto exportado.⁶

• PROEX Equalização

O Proex Equalização arca com parte dos encargos financeiros incidentes sobre os financiamentos às exportações

brasileiras concedidos por instituições financeiras estabelecidas no país ou no exterior, com o objetivo de tornar as taxas de juros equivalentes às praticadas internacionalmente.

- O Proex Equalização é um programa horizontal, apoiando a comercialização de bens e serviços de todos os setores, de empresas de qualquer porte, em operações de financiamento com prazos de 2 a 120 meses.
- A equalização, oferecida à instituição financeira financiadora da exportação, pode ser concedida em operações de *supplier's credit* e *buyer's credit* com prazo de até 15 anos. O percentual equalizável é de até 85% do valor do financiamento, conforme o índice de nacionalização do produto exportado.
- A equalização deve igualar a taxa interna de retorno do fluxo do financiador com a TIR do fluxo do importador. Até 2015, o percentual regulamentar da equalização era de até 2,5% ao ano. Atualmente, o percentual máximo aplicável é definido em função do prazo da operação, alcançando 2,0% nos financiamentos com prazos de 10 a 15 anos. Quando as operações são enquadradas pelo Cofig, o percentual de equalização é analisado caso a caso, considerando o fluxo financeiro de cada operação e as condições do mercado internacional.

• As dimensões relativas dos BNDES Exim Pós-embarque e do PROEX

A Tabela 2 apresenta informações sobre o volume de recursos mobilizados nos últimos dez anos para o finan-

Tabela 2. Financiamento às exportações pós-embarque de instituições financeiras públicas – 2006/2015 (US\$ milhões)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
BNDES Exim Pós-embarque [1]	1.694	2.150	2.392	2.700	2.179	2.502	2.040	1.554	1.545	768
Proex Financiamento [1]	297	278	432	554	429	447	456	330	398	nd
Proex Equalização [2]	180	158	118	221	281	246	349	229	177	nd

Fonte: BNDES e Camex. Notas: [1] Valor financiado – desembolso; [2] Valor da equalização – desembolso. nd = não disponível.

⁵ Existem poucas operações, de valores pouco expressivos, em que a instituição financeira aparece como garantidora e não como mandatária (um total de US\$ 1,7 milhão no triênio 2013/2015).

⁶ O Proex Financiamento compreende também operações na modalidade concessional, que concede financiamento a países, projetos e setores com limitações de acesso a financiamento de mercado, no âmbito de compromissos governamentais decorrentes de negociações bilaterais, com prazo de até 25 anos e carência de até 10 semestres. As operações dessa modalidade estão limitadas a até 25% da dotação orçamentária anual do Proex Financiamento. Essa linha de crédito foi utilizada para financiar o Programa Mais Alimentos Internacional (PMAI), coordenado hoje pelo Ministério do Desenvolvimento Social e Agrário, que tem como objetivo fomentar as exportações de máquinas, tratores e equipamentos aos países em desenvolvimento por meio de financiamento com prazo de 15 anos, carência de cinco anos e taxa de juros de 0,5% ao ano. Esse financiamento é antecedido pela assinatura de um Memorando de Entendimento entre o Brasil e o país de destino. Atualmente estão em vigor Memorandos de Entendimento com Cuba, Moçambique, Senegal, Zimbábue, Gana e Quênia. O financiamento é acompanhado por Projeto de Cooperação Técnica (PCT) que envolve treinamento específico para os bens exportados. Em 2015, a execução financeira das operações contratadas nessa modalidade correspondeu a 11% da dotação orçamentária e a 21% da execução financeira total do Proex Financiamento.

ciamento à exportação pós-embarque pelos programas operados pelas instituições financeiras públicas, evidenciando a importância relativa dos diversos programas.

- O BNDES responde pela maior parcela do financiamento pós-embarque às exportações de mais longo prazo: no período de 10 anos considerado, o montante médio anual financiado pelo BNDES Exim Pós-embarque é cinco vezes maior do que o desembolso do Proex Financiamento (US\$ 1.977 milhões *versus* US\$ 388 milhões).
- O desembolso do Proex Equalização é inferior aos outros programas. Esses valores não são, no entanto, comparáveis, uma vez que o diferencial de taxas de juros propiciado pela equalização financeira viabiliza o financiamento de volume de exportações significativamente superior.
- Nas operações aprovadas no triênio 2013/2015, o dispêndio de US\$ 1 no Proex Equalização esteve associado, na média, ao financiamento à exportação no valor de US\$ 19.

2.3. Financiamento à exportação: ambiente institucional, governança e implicações fiscais

O BNDES Exim Pós-embarque e o Proex, embora tenham em comum o *funding* de recursos públicos, operam em ambientes institucionais e com regimes de governança bastante distintos.

• PROEX Financiamento

Do ponto de vista do seu *funding*, o Proex Financiamento é financiado com recursos do Tesouro Nacional, cujo montante é definido em dotação específica, aprovada anualmente no Orçamento Geral da União (OGU). A dotação anual do programa nem sempre está definida no início do exercício e, mesmo quando aprovada, sua distribuição ao longo do ano é incerta. Por outro lado, o retorno dos financiamentos contratados – a amortiza-

ção do principal e os juros recebidos – não é apropriado pelo programa, sendo incorporado à receita da União.

Do ponto de vista da sua governança, o Banco do Brasil, agente financeiro do Proex Financiamento, tem autonomia limitada na sua operacionalização, uma vez que o gerenciamento do programa é conduzido pelo Comitê de Financiamento e Garantia das Exportações (Cofig), uma entidade da administração direta do governo federal, que, além de estabelecer diretrizes para sua operação, é também instância de decisões operacionais. O Banco do Brasil aprova operações de financiamento às pequenas e médias empresas enquadradas nos dispositivos regulamentares até o valor de US\$ 20 milhões, excetuadas as operações do setor aeronáutico, cabendo ao Cofig a aprovação de operações fora da alçada do banco.⁷

• BNDES Exim Pós-embarque

O BNDES Exim Pós-embarque, ao contrário do Proex Financiamento:

- conta com um *funding* mais diversificado, compreendendo captação no mercado e empréstimos do FAT;⁸ nesse sentido, o programa é operado por uma instituição financeira que dispõe de recursos próprios captados como empréstimos em condições muito favoráveis; e
- do ponto de vista de sua governança, embora o programa observe naturalmente diretrizes do governo federal, seu processo decisório está circunscrito às diversas esferas da administração do banco, embora eventualmente sujeito à interferência do poder público.

• PROEX Equalização

O *funding* e o regime de governança do Proex Equalização são semelhantes ao do Proex Financiamento.

- O Proex Equalização também é financiado com recursos do Tesouro Nacional, cujo montante é definido em dotação específica aprovada anualmente no OGU e enfrenta as incertezas associadas a essa fonte de recursos.⁹

⁷ No tocante ao financiamento da modalidade concessional, decorrente de compromissos governamentais no âmbito de negociações bilaterais, as operações são aprovadas diretamente pelo Cofig, sem interveniência do Banco do Brasil.

⁸ De 2009 a 2015, o BNDES contou ainda com subvenção econômica do Tesouro Nacional, introduzida pelo Plano de Sustentação do Investimento (PSI), sob a modalidade de equalização da taxa de juros de várias de suas linhas de financiamento, entre as quais, o financiamento às exportações – inicialmente de bens de capital e, a partir de 2010, também de bens de consumo. O PSI foi desativado no final de 2015.

⁹ Vale notar que a contratação de uma operação do Proex Equalização não envolve desembolso de caixa, uma vez que o pagamento ao financiador é escalonado ao longo do tempo e, de resto, realizado por meio da emissão de título da dívida pública (NTN-I) com vencimentos compatíveis com aquele escalonamento.

- Como no Proex Financiamento, o processo decisório do Proex Equalização também é compartilhado entre Cofig e Banco do Brasil, cabendo a este a aprovação das operações enquadradas nos dispositivos regulamentares, mas reservando-se ao Cofig a aprovação das operações do setor aeronáutico e das obras de infraestrutura e de operações que não observem aqueles dispositivos. No caso do Proex Equalização, no entanto, não existe limitação da competência do Banco do Brasil em função do valor de dispêndio de equalização requerido pela operação.

Cabe ter presente que, distintamente do Proex Financiamento e do BNDES Exim Pós-embarque, o Proex Equalização não constitui um mecanismo de financiamento às exportações, mas sim um programa de subsídio às exportações. Constitui, portanto, uma atividade típica de governo, cujas despesas devem ter previsão orçamentária.

Destaque-se ainda que, como instrumento de governo, se caracteriza pela sua transparência, ao tornar explícito o subsídio econômico concedido à atividade exportadora, o que não ocorre com os subsídios implícitos concedidos pelo BNDES Exim e pelo Proex Financiamento.

• **As implicações fiscais dos programas de financiamento às exportações**

O efeito fiscal dos programas de financiamento às exportações é uma questão relevante, notadamente, em um momento em que a União deve observar, por um longo período, um regime rigoroso de disciplina fiscal.

- No tocante ao Proex Financiamento, o desembolso do financiamento afeta diretamente o resultado primário como despesa, ao passo que os pagamentos de juros e amortização impactam o resultado como receita. Vale notar que o impacto negativo sobre o resultado primário ocorre hoje, ou seja, contemporaneamente ao desembolso, enquanto o impacto positivo é diluído ao longo do período de amortização.
- No tocante ao Proex Equalização, a emissão da NTN-I, ocorrida hoje, tem impacto imediato no resultado primário, uma vez que o título é descapitalizado e emitido a valor presente; por outro lado, no momento do resgate da NTN-I, a despesa é somente financeira, não afetando o resultado primário.

Assim, para viabilizar o financiamento de uma exportação no valor de US\$ 100, o Proex oferece duas alternativas:

- financiar pelo Proex Financiamento a operação, com um impacto negativo imediato no resultado primário da União no valor US\$ 100, a ser compensado parcialmente por receita com impacto positivo no resultado primário ao longo do período de amortização do financiamento;¹⁰ e
- realizar operação de equalização com impacto negativo imediato no resultado primário, estimado em US\$ 5,5.

2.4. Desempenho dos programas governamentais de financiamento às exportações

• **Bndes Exim**

Os programas BNDES Exim Pré-embarque e BNDES Exim Pós-embarque apresentam trajetórias diferentes ao longo dos últimos anos (Gráfico 1).

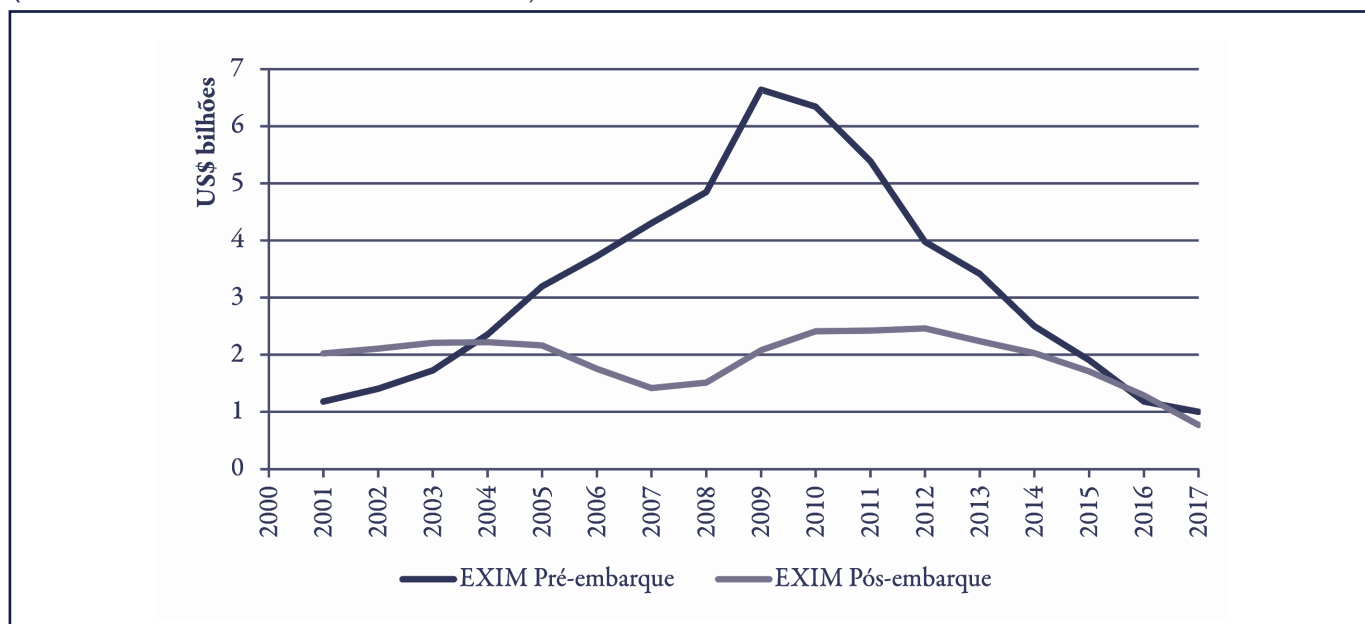
- O volume de financiamento do BNDES Exim Pós-embarque apresenta uma relativa estabilidade ao longo de todo o período, com um ligeiro declínio e subsequente recuperação entre 2005 e 2010, quando retoma o volume observado na primeira metade da década anterior. Em 2014 e 2017, no entanto, os desembolsos do programa sofrem uma queda de mais de 90%.
- O volume de financiamento do BNDES Exim Pré-embarque apresenta um forte crescimento entre 2000 e 2010, tendência que se reverte a partir desse ano: os desembolsos do programa experimentaram uma queda de 68% entre 2010 e 2017.

O BNDES Exim Pré-embarque opera por meio de repasses a bancos comerciais públicos e privados. O Banco do Brasil e os três maiores bancos de varejo privados responderam por cerca de 80% dos financiamentos até 2014, alternando-se nas quatro primeiras posições. A participação desses quatro bancos tem declinado desde então, reduzindo-se a 42% em 2017.

No tocante ao BNDES Exim Pós-embarque, o sistema bancário tem intermediado cerca de 70% dos financiamentos do programa ao longo dos últimos dez anos;

¹⁰ A compensação é, de fato, parcial em virtude de subsídio implícito à operação, decorrente do diferencial entre o custo dos recursos para o Tesouro Nacional e a taxa de juros incidente sobre a operação.

Gráfico 1. Financiamentos do BNDES Exim Pré-embarque e do BNDES Exim Pós-embarque – 2000-2017 (Média móvel de três anos, em US\$ bilhões)



Fonte: Elaborado a partir de dados do BNDES.

essa participação se reduziu, no entanto, nos dois últimos anos para os quais existem informações disponíveis, com o BNDES contratando diretamente 50% e 60% do valor financiado em 2014 e 2015, respectivamente.

- As operações realizadas por bancos mandatários são muito concentradas: os quatro principais agentes financeiros respondiam por mais de 90% do valor contratado no período 2012/2015, e a parcela relativa aos dois principais agentes aumenta de 68% em 2012 para 86% em 2015.
- Os bancos estrangeiros responderam pela maior parcela do financiamento contratado no período 2012-2015; o BNP Brasil mantém a posição de liderança ao longo de todo o período; o Banco do Brasil é o único banco brasileiro com presença entre os quatro maiores *players* em todo o quadriênio.

A evolução dos desembolsos do BNDES Exim Pós-embarque, segundo os setores financiados, está indicada no Gráfico 2 (página seguinte).

Ao longo da primeira metade da década passada, o financiamento do programa está basicamente restrito às exportações de bens de capital e apresenta relativa estabilidade, em torno de US\$ 2 bilhões. Esse financiamento experimenta, no entanto, uma forte queda entre 2005 e 2007, com uma redução de 75% do valor financiado. A recuperação que

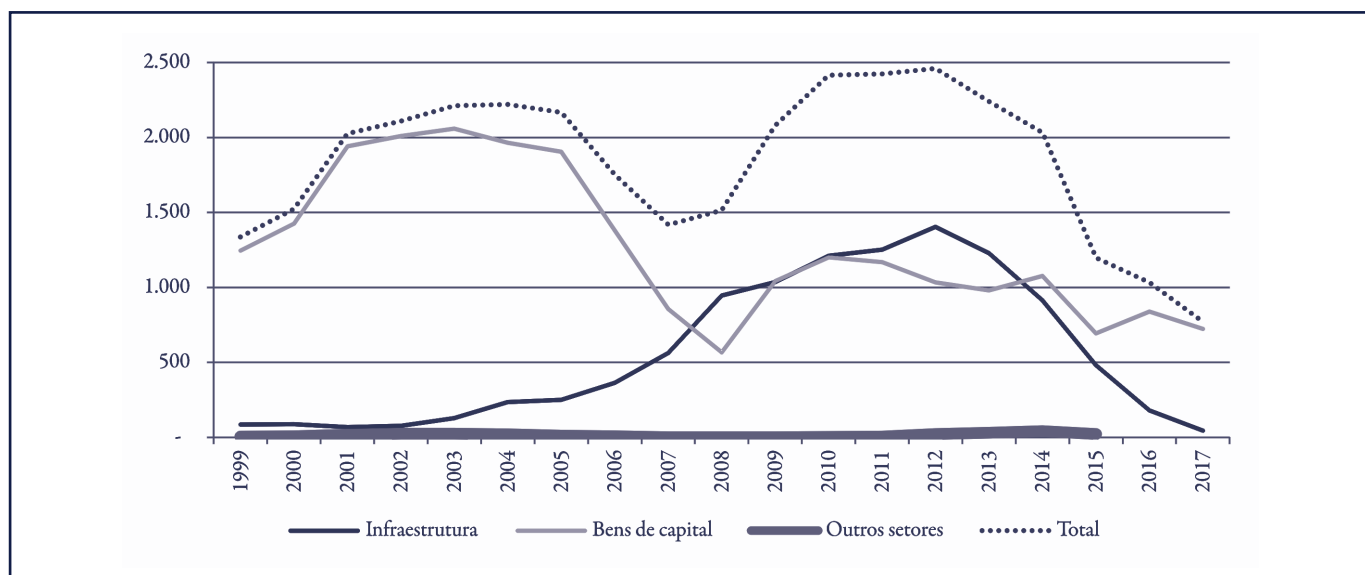
tem lugar entre 2008 e 2010 resulta, na primeira metade desta década, em um novo patamar de pouco mais de US\$ 1 bilhão, significativamente inferior ao que prevalecera na primeira metade da década anterior. A média do biênio 2015/2017 está um pouco abaixo desse patamar.

Por outro lado, o financiamento a obras de infraestrutura no exterior, que era inexpressivo no início da década passada, experimenta, a partir de 2007, um movimento sustentado de crescimento que se prolonga até 2012. Essa tendência é revertida, no entanto, e tais financiamentos experimentam um declínio continuado desde então. A média dos desembolsos nos anos 2016/2017 é de apenas US\$ 66 milhões.

Em decorrência dessa evolução, os recursos destinados pelo BNDES Exim Pós-embarque ao financiamento às obras de infraestrutura superam os financiamentos à exportação de bens de capital entre 2007 e 2013. Essa relação se inverte a partir de 2014 e, nos dois últimos anos, o BNDES Exim Pós-embarque praticamente financiou apenas a exportação de bens de capital.

Os financiamentos do BNDES Exim Pós-embarque às obras de infraestrutura no período 2008/2014 repartiram-se entre obras na América do Sul (43%) e na África (37%), cabendo os 20% restantes a outros países da América Latina. Em 2015 e 2016, não houve desembolso para obras na América do Sul; em 2015, os desembolsos

Gráfico 2. Financiamentos do BNDES Exim Pós-embarque: Desembolsos, segundo setores – 1998-2017 (Média móvel de três anos, em US\$ milhões)



Fonte: BNDES.

destinaram-se integralmente a países da América Central; em 2016, 84% dos desembolsos referem-se a obras na África.

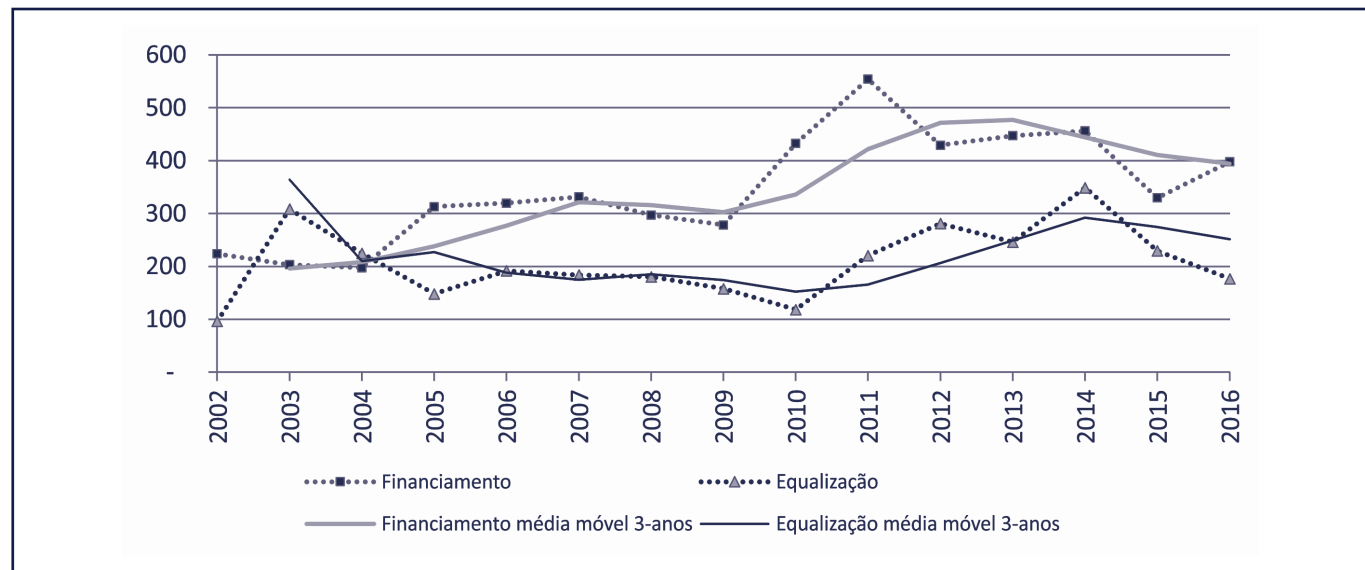
Os financiamentos do BNDES Exim Pós-embarque são bastante concentrados em um pequeno número de tomadores. No período 2009/2015, a parcela correspondente aos dois principais tomadores variou entre 78% e 90%; a parcela relativa aos quatro maiores tomadores supera 90% em todos os anos. As quatro primeiras posições nos sete

anos considerados – perfazendo um total de 28 posições – foram ocupadas por cinco empreiteiras (18 posições) e por quatro produtores de bens de capital (10 posições).

• Programa de Financiamento às Exportações

Os montantes de recursos despendidos nas duas linhas de atuação do Proex desde o início da década anterior apresentam trajetórias semelhantes, embora defasadas.

Gráfico 3. Desembolsos do Proex Financiamento e emissões de NTN-I pelo Proex Equalização – 2013-2015 (US\$ milhões)



Fonte: Camex.

- Os recursos despendidos pelo Proex Equalização declinam na primeira metade da década passada, apresentam certa estabilidade na segunda metade e experimentam forte crescimento no início desta década (quase 200% entre 2010 e 2014), mas caem em 2015 e 2016.
- No caso do Proex Financiamento, os desembolsos crescem até 2005, mantêm certa estabilidade de 2005 a 2009, crescem em 2010 e 2011 e declinam a partir de então.
- Desde 2005, os desembolsos anuais do Proex Financiamento superam os dispêndios do Proex Equalização.

A distribuição dos desembolsos do Proex Financiamento segundo setores revela, no triênio 2013/2015, o financiamento de uma pauta de produtos diversificada, na qual os bens de consumo (alimentos e têxtil e calçados) respondem por parcela maior do que a dos produtos da indústria metal-mecânica (máquinas e equipamentos e veículos automotores terrestres). As exportações de serviços se destacam em um único ano.

As operações do Proex Equalização estão focadas em bens de capital e serviços, (Tabela 4). A maior parcela cabe a máquinas e equipamentos que, no entanto, apresenta um declínio no triênio. A equalização das operações referentes às exportações de serviços também declina nos últimos anos. Em contrapartida, o financiamento às exportações de aeronaves cresce no período.

A distribuição regional das exportações financiadas pelo Proex Financiamento no triênio 2014/2016 mostra forte concentração em Cuba, correspondendo a 39% dos desembolsos do programa. No entanto, exceto por Cuba, as operações do Proex Financiamento são pouco concentradas: o segundo país destino das exportações financiadas, China, responde por 7% do desembolso total. Vale notar que Cuba é atendida pela modalidade concessional, uma vez que integra o Programa Mais Alimentos Internacional.

Dentre os destinos das exportações apoiadas pelo Proex Equalização no triênio 2014/2016, destacam-se os Estados Unidos (42% do total). Outros nove países da América e da África respondem por 35% do valor das exportações apoiadas. Não aparece entre os dez principais destinos nenhum país da Europa e da Ásia.

As equalizações realizadas pelo Proex no triênio 2013/2015 estão bastante concentradas em poucas instituições financeiras:

- o BNDES, cuja participação que cresce de 31% para 40%, com predomínio nas operações aprovadas na alçada do Cofig, com destaque para as relacionadas a aeronaves; e
- três instituições financeiras estrangeiras – Citibank, London Forfaiting e BNP Paribas – cuja participação conjunta declina de 60% para 49%, com predomínio nas operações aprovadas na alçada do BB.

Tabela 3. Distribuição dos desembolsos do Proex Financiamento, segundo setores – 2013-2015 (%)

Ano	Máquinas e equipamentos	Veículos automotores terrestres	Serviços	Alimentos	Têxtil e calçados	Extrativa mineral e vegetal	Outros	Total
2013	30	1	3	35	19	11	1	100
2014	19	15	24	26	8	7	1	100
2015	28	7	3	25	18	17	2	100

Fonte: Tesouro Nacional - Programa de Financiamento às Exportações – Proex. Apresentação na Fiesc, junho 2016 (disponível em http://fiesc.com.br/sites/default/files/apresentacao_tesouro_nacional_08-06-16_0.pdf).

Tabela 4. Distribuição das emissões de NTN-I pelo Proex Equalização, segundo setores – 2013-2015 (%)

Ano	Máquinas e equipamentos	Veículos terrestres	Aeronaves	Serviços
2013	56	12	0	32
2014	49	11	12	28
2015	46	9	29	16

Fonte: Tesouro Nacional – “Programa de Financiamento às Exportações– Proex”. Apresentação na Fiesc, junho 2016 (disponível em http://fiesc.com.br/sites/default/files/apresentacao_tesouro_nacional_08-06-16_0.pdf).

3. SEGURO DE CRÉDITO À EXPORTAÇÃO

O Seguro de Crédito à Exportação (SCE) é concedido basicamente pela União. Algumas seguradoras privadas europeias oferecem garantia para financiamentos pós-embarque de curto prazo (até dois anos para clientes especiais; em geral, de 180 dias em operações de crédito rotativo). A concessão de garantia às operações de financiamento à exportação, em que o importador é entidade pública e membro da Associação Latino-Americana de Integração (Aladi), deve ser cursada obrigatoriamente no âmbito do Convênio de Pagamentos e Créditos Recíprocos (CCR) da Aladi. São focalizadas aqui as operações com garantias concedidas com recursos do Tesouro Nacional.

3.1. Arcabouço institucional e governança

O Seguro de Crédito à Exportação consiste na garantia da União – com lastro no Fundo de Garantia à Exportação (FGE), fundo de natureza contábil, vinculado ao Ministério da Fazenda – a operações de crédito à exportação contra os riscos comerciais, políticos e extraordinários que possam afetar:

- as exportações brasileiras de bens e serviços;
- a produção de bens e a prestação de serviços destinados à exportação; e
- a partir de maio de 2016, as exportações estrangeiras de bens e serviços, que estejam associadas a exportações brasileiras de bens e serviços ou contenham componentes produzidos ou serviços prestados por empresas brasileiras, nesse caso com o compartilhamento do risco com outros garantidores.¹¹

A gestão desse seguro de crédito à exportação com cobertura da União é exercida pelo:

- Cofig – Comitê de Financiamento e Garantia das Exportações, a quem compete estabelecer parâmetros e condições para a concessão de assistência financeira às exportações e para a prestação de garantia da União, bem como para enquadrar e acompanhar as operações do FGE (bem como do Proex).¹²
- Sain – Secretaria de Assuntos Internacionais, a quem compete, por delegação do Ministério da Fazenda, a concessão de garantia do SCE, em nome da União, com recursos do FGE. A Secretaria tem alçada para aprovar operações de até US\$ 20 milhões; a concessão de garantia de valor superior a esse limite deve ser aprovada pelo Cofig. A Sain emite promessa de garantia de cobertura e certificado de garantia de cobertura, e providencia pedidos de indenização referentes ao seguro de crédito à exportação de todas as operações garantidas pelo FGE.
- ABGF – Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A., empresa pública contratada pela União para: estruturação, análise e gestão de risco e acompanhamento das operações de seguro de crédito à exportação e de recuperação de créditos sinistrados. A ABGF, criada em 2012, assumiu funções que eram desempenhadas, desde 1997, pela Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação (SBCE), constituída inicialmente por bancos públicos e privados e pela Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (Coface).¹³
- BNDES, a quem compete a gestão e o controle contábil e financeiro do FGE.

3.2. Cobertura do seguro de crédito à exportação

A garantia do FGE tem como foco o financiamento às exportações brasileiras concedido por instituições financeiras públicas ou privadas, brasileiras ou estrangeiras, sem pré-restrições de bens ou serviços ou quanto

¹¹ O seguro de crédito à exportação está regulado pela Lei 6.704/79; as últimas modificações nessa lei foram introduzidas pela Lei 13.292/16. O FGE foi criado pela Lei 9.818/99. A Medida Provisória que foi convertida nessa lei é de agosto de 1997; as últimas modificações nessa lei foram introduzidas pela Lei 13.292/16.

¹² As decisões e deliberações do Cofig são tomadas por consenso. Na ausência de consenso, as operações ou matérias são encaminhadas ao Conselho de Ministros da Camex, para decisão final. O Cofig, órgão colegiado integrante da Câmara de Comércio Exterior (Camex), é presidido pelo Secretário-Executivo do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços, e composto pelo Ministério da Fazenda (com dois representantes, a Secretaria de Assuntos Internacionais - Sain, que assume a atribuição de Secretaria Executiva do Comitê, e a Secretaria do Tesouro Nacional - STN), Ministério das Relações Exteriores, Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão e Casa Civil da Presidência da República. Participam, sem direito a voz ou voto, o Banco do Brasil S.A., o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A. (ABGF). O Cofig foi criado pelo Decreto 4.993/2004, em substituição ao Conselho Diretor do Fundo de Garantia à Exportação (CFGE) e ao Comitê de Crédito às Exportações (CCEX).

¹³ A ABGF recebeu, no entanto, outras atribuições, além das relacionadas à concessão de garantia contra os riscos do crédito às exportações, como a gestão de Fundo Garantidor de Infraestrutura e do Fundo de Estabilidade do Seguro Rural.

ao país do importador. Não há exigência de conteúdo nacional mínimo.

A garantia da União para operações de crédito à exportação cobre:

- riscos comerciais de financiamento com prazo superior a dois anos;¹⁴
- riscos políticos e extraordinários para qualquer prazo de financiamento;
- riscos comerciais, políticos e extraordinários para micro, pequenas e médias empresas (MPME) em operações de até dois anos;
- risco de adiantamento de recursos e de *performance* para o setor de defesa e para produtos agrícolas beneficiados por cotas tarifárias para mercados preferenciais; e
- riscos de obrigações contratuais sob a forma de garantia de execução, garantia de reembolso de adiantamento de recursos e garantia de termos e condições de oferta, para operações de bens de capital ou de serviços das indústrias do setor de defesa e de produtos agrícolas e pecuários (ou seus derivados), cujo produtor seja beneficiário de cotas tarifárias para mercados preferenciais.

A garantia a operações de médio e longo prazo (com prazos de financiamento superiores a dois anos) está associada basicamente à exportação de bens de capital e/ou de serviços. As operações de seguro de crédito à exportação que requerem mecanismos mais sofisticados para mitigação de riscos, envolvendo operações estruturadas, concentram-se nos setores de infraestrutura, energia elétrica, petróleo e gás, etanol, aeronáutico, automotivo e telecomunicações.¹⁵ A estrutura mais utilizada é a securitização de recebíveis, em que os recursos provenientes de vendas domésticas ou de exportações do importador são dados como garantia para o pagamento das parcelas do financiamento.

No tocante às exportações de bens e serviços associadas ao setor de defesa, a cobertura do FGE está voltada, no caso das operações de pré-embarque, para as emissões de garantias interbancárias de *Performance Bond*, *Bid Bond* e *Advanced Payment Bond*.¹⁶

Desde maio de 2016, a União está autorizada a compartilhar – com agências de crédito à exportação estrangeiras, seguradoras, resseguradoras, instituições financeiras e organismos internacionais – o risco de crédito às exportações estrangeiras de bens e serviços, que estejam associadas a exportações brasileiras de bens e serviços, ou contenham componentes produzidos ou serviços prestados por empresas brasileiras. Esse compartilhamento poderá ocorrer quando envolver:

- exportações brasileiras de bens e serviços que compoñham operações de crédito a exportações garantidas pelas instituições indicadas, sendo permitida, nesse caso, a adesão às condições de cobertura ou de garantia praticadas por essas instituições;
- operações compostas por exportações nacionais e estrangeiras de bens e serviços, desde que a operação seja beneficiária de cobertura equivalente, emitida pelas instituições indicadas, na proporção das exportações estrangeiras de bens e serviços que tenham sido objeto da garantia de cobertura da União.

3.3. Recursos para seguro de crédito à exportação e seus limites

O FGE tem como fonte de recursos os dividendos e o produto da alienação de ações; o resultado de suas aplicações financeiras; as comissões decorrentes da prestação de garantia; e dotações do Orçamento Geral da União. O patrimônio líquido do FGE, em 31/12/2016, era de R\$ 27,0 bilhões, correspondente a US\$ 8,3 bilhões naquela data.¹⁷

A possibilidade de expansão das garantias concedidas pelo FGE está limitada, no curto prazo, pela alavancagem máxima sobre o patrimônio líquido autorizado por regra prudencial. O Relatório de Gestão do FGE de 2016 estabelece uma alavancagem máxima de seis vezes o patrimônio líquido. A médio e longo prazo, a expansão das garantias concedidas depende da disposição e possibilidade da União de aportar recursos orçamentários ao FGE. Vale dizer: fica condicionada, antes de tudo, pela situação fiscal da União.

¹⁴ O FGE pode prover cobertura contra riscos comerciais, com qualquer prazo de financiamento, quando houver compartilhamento de risco com instituições financeiras e seguradoras, e a cobertura da União na operação for inferior ao montante da parte privada.

¹⁵ No tocante à garantia de crédito para a exportação da indústria aeronáutica, as operações do FGE observam o Aircraft Sector Understanding (ASU), negociado no âmbito da OECD, que constituiu o modelo específico de precificação para essas operações. O Acordo não se aplica, no entanto, às aeronaves militares ou serviços destinados a esses equipamentos e simuladores de voo.

¹⁶ Tais operações abrangem a aviação militar, veículos de combate, tanques, navios de guerra, lanchas patrulha, helicópteros, mísseis e componentes, munições, radares, serviços e pacotes logísticos.

¹⁷ Ministério da Fazenda. *Relatório de Gestão do Fundo de Garantia à Exportação de 2016*.

A expansão das garantias concedidas pelo FGE tem, no entanto, ainda outro limite, a relação máxima entre o saldo das garantias concedidas pela União e a sua receita corrente líquida, definida pelo Senado Federal – a Resolução 48, de 2007, fixou esse limite em 60%. Esse limite não tem constituído uma restrição, embora o percentual observado tenha se elevado de um patamar da ordem de 20% no início dessa década para 41% no final de 2017.

Outra fonte de recursos para o FGE são os prêmios ganhos na concessão de garantias.¹⁸ Cabe notar que os prêmios arrecadados não são disponibilizados diretamente ao FGE, uma vez que são receitas da União e sua destinação ao Fundo se dá por meio de dotação específica do Orçamento da Geral da União. Além disso, a liberação dos recursos orçados nem sempre é imediata.

Registre-se, por fim, uma nova fonte de recursos para o seguro às exportações, alternativa ao FGE. A Lei 12.712/2012, que cria a ABGE, autoriza a União a participar, na qualidade de cotista, no limite total de R\$ 14 bilhões, de fundo, a ser constituído pela ABGE, com finalidade de garantir os mesmos riscos associados às operações de exportação cobertas pelo FGE. O fundo terá natureza privada e patrimônio próprio e não contará com qualquer tipo de garantia ou aval por parte do poder público, respondendo por suas obrigações até o limite dos bens e direitos integrantes do seu patrimônio. Esse fundo não foi ainda constituído.

3.4. Desempenho do fundo de garantia à exportação

O saldo das garantias concedidas pelo FGE entre 2010 e 2014 cresceu a uma taxa anual de 14,3%, aumentando de US\$ 18,2 bilhões em 2010 para US\$ 31,1 bilhões em 2014 (Tabela 5). Esse saldo cai, no entanto, a partir de 2015, declinando para US\$ 25,0 bilhões em 2016. Essa trajetória reflete a evolução do volume de operações aprovadas anualmente, que para de crescer em 2013 e cai 74% no triênio 2014/2016. A redução da demanda por garantia do FGE reflete a diminuição da exportação dos bens e serviços passíveis de cobertura pelo fundo.

Registre-se, no entanto, que, apesar desse declínio do volume de operações garantidas, entre 2015 e 2016, o número de operações realizadas cresceu de 388 para 351 e o número de devedores aumentou de 171 para 249. Essa evolução reflete o crescimento das operações envolvendo micro, pequenas e médias empresas, que começaram a ser realizadas pelo FGE em maio de 2015.

O número de países de destinos das exportações de bens e serviços cujos financiamentos foram garantidos pelo FGE aumentou de 24 para 46 entre 2010 e 2016. A distribuição do valor da exposição vigente dessas garantias entre esses países está indicada na Tabela 6, que evidencia uma concentração nos países de risco mais elevados.

O BNDES é o principal beneficiário das garantias concedidas pelo FGE (mais de 90% do valor total), cabendo

Tabela 5. Evolução das garantias concedidas pelo Fundo de Garantias à Exportação – 2010-2016

Ano	Garantias				Operações aprovadas no ano
	US\$ bilhões ⁽¹⁾	Operações	Devedores	Países	US\$ bilhões
2010	18,2	180	80	24	6,3
2011	23,0	205	92	27	8,3
2012	25,6	303	158	30	9,0
2013	29,8	320	154	32	9,1
2014	31,1	349	156	35	7,3
2015	28,4	388	171	37	4,6
2016	25,0	531	249	46	2,4

Fonte: Ministério da Fazenda. Fundo de Garantia à Exportação. Relatório de Gestão, vários anos. Nota: (1) Corresponde ao Valor da Exposição Vigente Total que compreende: (i) as garantias concedidas nas operações já concretizadas em Certificados de Coberturas; e (ii) as operações aprovadas pelo Cofig/Sain que já foram objeto da emissão de Promessa de Garantia, mas ainda não geraram desembolsos.

Tabela 6. Distribuição percentual do valor do saldo das garantias concedidas pelo Fundo de Garantias à Exportação, segundo países – 2014 e 2016⁽¹⁾ (%)

Países	2014	2016
Venezuela	13,0	17,3
Argentina	18,5	17,1
Estados Unidos	17,1	16,5
Angola	15,7	14,9
República Dominicana	7,8	8,5
Cuba	4,7	5,0
Gana	3,6	3,8
Outros	17,4	16,8
Total	100,0	100,0

Fonte: Ministério da Fazenda. Fundo de Garantia à Exportação. Relatório de Gestão 2014 e 2016. Nota: (1) Corresponde ao Valor da Exposição Vigente Total que compreende: (i) as garantias concedidas nas operações já concretizadas em Certificados de Coberturas; e (ii) as operações aprovadas pelo Cofig/Sain que já foram objeto da emissão de Promessa de Garantia, mas ainda não geraram desembolsos.

¹⁸ O prêmio ganho corresponde à parcela do valor recebido pelo FGE devido à contratação da cobertura da operação (o prêmio arrecadado) cujo risco já foi liquidado ou incorrido. A parcela do prêmio restante fica reservada como provisão, a qual é liberada à medida que parte do risco é extinta.

a parcela restante ao Banco do Brasil (operações financiadas com recursos do Proex) e a bancos internacionais implantados no Brasil.

Do ponto de vista setorial, a exportação de bens e serviços associados à infraestrutura absorveu cerca de 65% das garantias; as exportações da indústria aeronáutica, cerca de 20%. No tocante às MPMEs, o FGE só começou a operar em maio de 2015.

4. O FINANCIAMENTO ÀS EXPORTAÇÕES DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

As micro, pequenas e médias empresas (MPME) contam com três programas de financiamento, já focalizados anteriormente, que oferecem taxas de juros e condições de créditos mais favoráveis para o financiamento de suas exportações:

- Proex Financiamento, que oferece a empresas com faturamento anual de até R\$ 600 milhões, com recursos financeiros provenientes do Tesouro Nacional, financiamento com taxas de juros praticadas no mercado internacional e prazos de 60 dias a dez anos.
- BNDES Exim Pré-embarque, que oferece a empresas com faturamento anual de até R\$ 300 milhões financiamento com encargos iguais à TJLP/TLP, acrescido de taxa do BNDES e de taxa do agente financeiro negociada entre a instituição e a empresa.
- BB - Proger (MPME), que oferece a empresas com faturamento de até R\$ 10 milhões em operações de até R\$ 600 mil, com recursos do FAT, encargos equivalentes à TJLP/TLP e alíquota zero de IOF.

Embora esses programas disponibilizem financiamento às MPMEs em condições equivalentes às do mercado internacional, não removem o principal obstáculo ao acesso das empresas de menor porte ao crédito bancário -- a dificuldade de fornecer as garantias requeridas pelas instituições financeiras. De fato, a obtenção dos financiamentos disponibilizados por esses programas pressupõe a existência dessa garantia:

- o Proex financiamento, a empresa deve apresentar fiança, carta de crédito de instituição financeira de primeira linha ou seguro de crédito à exportação;
- para o BNDES Exim Pré-embarque, as garantias devem ser negociadas com a instituição financeira, que repassa os recursos e assume o risco da operação;

- para o Proger (MPME), a empresa deve apresentar garantias pessoais ou reais.

Esses programas apresentam como mitigadores dessas exigências a possibilidade de utilização do Fundo Garantidor do Investimento (BNDES-FGI) para complementar as garantias oferecidas pela empresa, no caso do BNDES Exim Pré-embarque, e a vinculação da operação ao Fundo de Aval às Micro e Pequenas Empresas (Fampe) do Sebrae, no caso do Proger (MPME). Esses dois instrumentos, que contemplam as operações de crédito às MPMEs em geral, têm sido pouco relevantes no caso do financiamento às exportações.

O BNDES-FGI cobre o risco da instituição financeira repassadora em financiamentos a MPMEs contratados em um amplo conjunto de linhas de repasses do Sistema BNDES. O índice de garantia contratada pode variar de 10% a 80% e o custo para utilização da garantia depende do valor financiado, do percentual garantido pelo Fundo e do prazo de financiamento.

- A obtenção da garantia requer, no entanto, a constituição de contragarantias mínimas, por meio de garantia pessoal (aval/fiança) dos sócios controladores da empresa devedora pela totalidade da dívida. Nas operações de financiamento voltadas ao comércio exterior com valor garantido superior a US\$ 1,5 milhão, é exigida também a constituição de garantias reais, de valor, no mínimo, equivalente ao valor total do financiamento.
- Apesar de os financiamentos garantidos pelo BNDES-FGI terem alcançado valores expressivos, atingindo o montante de R\$ 1 bilhão em alguns anos, essa garantia não tem sido utilizada em operações do BNDES Exim -- apenas duas operações foram realizadas no período 2014-2017, com valor médio de R\$ 1,5 milhão.

O Fampe complementa as garantias exigidas pelas instituições financeiras conveniadas ao Sebrae, em até 80% do valor do financiamento; essa garantia é limitada, no caso das operações de crédito às exportações pré-embarque, em até o valor de R\$ 600 mil para as pequenas empresas e em até R\$ 300 mil para as microempresas.

Ao contrário desses dois fundos, que contemplam as operações de crédito às MPMEs em geral, o programa Seguro de Crédito à Exportação (SCE/MPME), instituído em maio de 2015 e operado pela Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias (ABGF), disponibiliza uma garantia específica para as operações de exportação de empresas com faturamento anual de até R\$ 300 milhões e receita anual de exportações de até US\$ 3 milhões.

São duas as modalidades de operações cobertas por meio do SCE/MPME:

- Pré-embarque+Pós-embarque, que propicia cobertura, na fase Pré-embarque, a operações de ACC e, subsequentemente na fase Pós-embarque, a operações de ACE, assim como a operações realizadas com recursos do Proex;
- Pós-embarque, que oferece cobertura a operações de ACE e a operações do Banco do Brasil com recursos do Proex, assim como a operações de exportação das MPMEs financiadas com recursos próprios da empresa, sem intermediação de instituições financeiras.

O SCE/MPME permite cobertura contra os riscos comerciais, políticos e extraordinários. Na fase Pré-Embarque, o percentual máximo de cobertura contra os riscos comerciais, políticos e extraordinários é de 90%. Na fase Pós-embarque, o percentual máximo de cobertura contra os riscos comerciais é de 90% e contra os riscos políticos e extraordinários, 95%. O percentual não coberto pelo SCE/MPME é de responsabilidade da MPME.

5. RECOMENDAÇÕES PARA O APRIMORAMENTO DA POLÍTICA DE FINANCIAMENTO À EXPORTAÇÃO

Esta seção examina os principais problemas identificados na estrutura e operação do sistema e da política governamental de financiamento e seguro de crédito à exportação e apresenta recomendações para o seu aprimoramento.

Essas recomendações dizem respeito (i) ao *funding* da participação governamental no financiamento à exportação; (ii) ao arcabouço institucional e à governança das agência governamentais; e (iii) ao desenho dos instrumentos de financiamento utilizados e à gestão operacional das instituições.

5.1. O *funding* da participação governamental no financiamento à exportação e do seguro de crédito à exportação

O efeito fiscal dos programas governamentais de financiamento às exportações é uma questão relevante para a definição do *funding* desses programas, notadamente, em um momento em que a União deve observar, por um longo período, um regime rigoroso de disciplina fiscal.

Nesse contexto, vale lembrar que, como indicado anteriormente, a equalização da taxa de juros de uma operação de financiamento viabiliza um volume de exportações significativamente superior aos recursos orçamentários despendidos, distintamente das operações de financiamento com recursos orçamentários, as quais consomem um montante desses recursos bem próximo do valor das exportações financiadas.

- **Recomendação.** Na alocação dos recursos orçamentários disponibilizados para o Proex, cabe ter presente que o Proex Equalização maximiza o volume de exportações que uma dada dotação orçamentária permite financiar.

Por outro lado, como já mencionado, a eficácia do Proex como um instrumento de apoio às exportações pode ser afetada pela incerteza quanto à distribuição e à disponibilização dos recursos orçamentários ao longo do ano.

No tocante ao *funding* do seguro de crédito à exportação, independentemente da magnitude do patrimônio líquido do FGE, a realização de desembolso de caixa para fazer face a eventuais indenizações de sinistros ou devolução de prêmio de seguro depende de existência de dotação correspondente no Orçamento Geral da União. A insuficiência de recursos nessa rubrica requer a aprovação de crédito suplementar pelo Congresso Nacional e retarda o ressarcimento da instituição financiadora.

- **Recomendações:** Firme comprometimento do governo federal com:
 - a regularidade do fluxo de recursos do Proex Equalização e Financiamento disponibilizado ao longo do ano para a aprovação de novas operações;
 - a alocação no Orçamento Geral da União de dotação orçamentária suficiente para o pagamento das indenizações dos sinistros com cobertura do FGE ocorridos no exercício, bem como agilidade na aprovação de crédito suplementar requerido por eventuais sinistros que excedam essa dotação.

Cabe ainda considerar a possibilidade de constituição de um fundo garantidor de primeiras perdas, estruturado como fundo privado e com patrimônio líquido de pequena magnitude, que viabilizaria a cobertura tempestiva de sinistros em momentos em que o FGE não disponha de dotação orçamentária suficiente para fazer face ao encargo.

5.2. Arcabouço institucional e estrutura de governança

O Brasil conta, de fato, com duas agências governamentais de crédito às exportações: o BNDES e a ABGF.¹⁹

Como se viu, a atribuição do financiamento e do seguro de crédito às exportações a duas instituições distintas, embora não seja o modelo dominante no cenário internacional, é bastante disseminada. Esse modelo de duas ACEs é adotado, por exemplo, por Alemanha, França, Suécia, Noruega, Rússia, República Tcheca e Hungria – na Europa – e por Japão, China, Coreia, Índia, Indonésia e Cazaquistão — na Ásia.

Não há motivo para rever a separação do financiamento e do seguro de crédito às exportações em duas instituições distintas. Pelo contrário, há argumentos que favorecem essa separação.

• Financiamento à exportação

O BNDES responde pela maior parcela do financiamento governamental de médio e longo prazo à exportação no país, caracterizando-se assim como uma ACE de fato. Essa configuração institucional tem sido objeto de críticas, que enfatizam sua singularidade e propõem a constituição de uma ACE especializada, que, em geral, é denominada nessas propostas de Exim Bank. Como se viu, o Brasil não é o único caso em que uma ACE está associada a um banco de desenvolvimento — essa associação ocorre também na Alemanha, Rússia e França.

A constituição de uma nova entidade que venha a assumir a função de ACE exercida pelo BNDES não parece oportuna neste momento e, tampouco, necessária uma vez que o BNDES acumulou ao longo dos anos *expertise* na área.

Contudo, cabe reconhecer que o financiamento à exportação é uma atividade diferenciada em relação às demais atividades do banco, que deve ter reservado um espaço institucional próprio que preserve essa especificidade e confira mais agilidade e maior autonomia ao seu processo de decisão.

- **Recomendação.** Transferência das atividades de financiamento às exportações a uma subsidiária do BNDES dotada de autonomia técnica e de processo de decisão próprio, mas integrada do ponto de vista administrativo e operacional à estrutura do banco. Em particular, essa subsidiária deve ter autonomia para construir um processo de aprovação, documentação e avaliação próprio, diferenciado das normas gerais do banco, que considere as especificidades desse financiamento.

Merece também atenção a governança do Proex que, ao acarretar demora no processo de aprovação das operações, tem afetado a eficiência e abrangência do programa.

- **Recomendação.** Reformulação da governança do Proex, conferindo maior autonomia ao Banco do Brasil no processo de aprovação das operações de financiamento e de equalização, de modo a torná-lo mais eficaz e eficiente, para tanto:
- formatando o Proex Financiamento como um produto financeiro que contenha critérios objetivos para seu acesso, a serem observados pelo Banco do Brasil;
- definindo também critérios mais objetivos de habilitação e utilização do Proex Equalização que automatizem, tanto quanto possível, o processo de decisão do Banco do Brasil; e
- reservando-se ao Cofig, como órgão integrante da Camex, a competência para estabelecer as diretrizes e os critérios de habilitação e comprovação a serem observados na gestão do Proex; para decidir sobre eventuais operações que não se enquadram nos critérios estabelecidos; e para supervisionar a atuação do agente financeiro.

• Seguro de crédito à exportação

A estrutura institucional e de governança do SCE é complexa, fragmentando o fluxo operacional e o processo de decisão, e envolvendo a administração direta do governo federal. Esse modelo de gestão do SCE tem como

¹⁹ O Banco do Brasil é muito ativo e tem participação expressiva no financiamento do comércio exterior do país, mas sua atuação nessa área é típica de um banco comercial. O papel subsidiário que o Banco do Brasil desempenha na política de apoio financeiro à exportação do governo federal não o caracteriza como uma ACE. De fato, na qualidade de banco público, operacionaliza a execução de um programa orçamentário que concede subsídio à exportação (Proex Equalização) e de uma linha de financiamento voltada para países de menor desenvolvimento (Proex Financiamento - modalidade concessional), bem como é o agente financeiro de um programa de financiamento às exportações de pequenas e médias empresas (Proex Financiamento), mantido com dotações anuais do Orçamento da União.

consequências prazos longos até a emissão do Certificado de Garantia de Cobertura, e falta de flexibilidade na definição de novos produtos e na estruturação das operações, afetando a competitividade das empresas exportadoras.

Essa estrutura complexa teve origem na segunda metade da década de 1990, quando se atribuiu a operação do FGE a uma empresa privada – a Seguradora Brasileira do Crédito à Exportação (SBCE) – que tinha uma empresa estrangeira como sócio principal e detentor do *know-how* requerido para sua operação. Nesse contexto, o papel então atribuído ao Conselho Diretor do Fundo de Garantia à Exportação (CFGE) (e, posteriormente, assumido pelo Cofig) e à sua Secretaria Executiva (inicialmente exercida pela Secretaria do Tesouro Nacional - STN e, em seguida, pela Sain) decorria do entendimento da necessidade de manter, sob controle do poder público, a utilização dos recursos disponibilizados pelo Tesouro Nacional para o FGE.

Hoje, a gestão operacional do SCE lastreado no FGE está a cargo de uma empresa pública, cuja equipe técnica (formada na SBCE) detém a *expertise* requerida para sua operação.

Não há mais razão, portanto, para que:

- a Sain – um órgão da Administração Direta, subordinado diretamente ao Ministro da Fazenda, com a função de tratar de questões envolvendo o relacionamento do Brasil com os demais países, blocos econômicos e organismos internacionais e prestar assessoria técnica em assuntos relativos à economia internacional – tenha participação no processo decisório relativo à concessão de garantias a operações de crédito à exportação; e que
- o Cofig tenha participação direta no processo decisório relativo a operações de seguro de crédito à exportação, assumindo a responsabilidade pela aprovação de operações de valor superior a US\$ 20 milhões.
- **Recomendação.** Estruturação da ACE, responsável pela gestão do SCE como uma entidade autônoma do ponto de vista operacional, sendo necessário, portanto, que:
 - o Cofig, como órgão integrante da Camex, estabeleça as diretrizes relativas à gestão do FGE e supervisione a atuação da ABGF;
 - a ABGF assuma plenamente a gestão do SCE, absorvendo as funções atualmente desempenhadas pela Sain;

- a atribuição exercida hoje pelo Cofig de aprovar operações de valor mais elevado seja assumida pelo Conselho de Administração da ABGF, composto por representantes da União, mas constituído como parte integrante da estrutura de governança da empresa – essa é, aliás, a estrutura de governança dos bancos públicos.

5.3. Desenho dos instrumentos e gestão operacional

• Financiamento à Exportação

Dois pontos chamam atenção no tocante aos resultados relativos às operações de financiamento do BNDES Exim Pós-embarque:

- a extrema concentração, ao longo dos anos, de suas operações em um mesmo conjunto de empresas, que absorve a quase totalidade dos recursos despendidos; e
- a inapetência dos bancos comerciais em assumir o risco das operações pós-embarque, das quais participam apenas como bancos mandatários.
- **Recomendação.** Atuação do BNDES, em conjunto com a ABGF e com os gestores do Proex Equalização, para:
 - desenvolver uma política proativa de captura de clientes, ampliando o número de produtos oferecidos e conferindo especial atenção a operações estruturadas;
 - identificar mecanismos para atrair e incorporar os bancos comerciais ao financiamento de médio e longo prazo às exportações, passando da condição de mandatárias à de garantidoras nas operações do BNDES Exim Pós-embarque, e recorrendo ao Proex Equalização.
- **Recomendação.** Participação em operações de cofinanciamento com agências ou instituições financeiras de outros países, tendo em vista viabilizar a participação dos exportadores brasileiros em operações de *multi-sourcing* e de aquisições de bens de capital de diversos países.

Cabe também destacar o custo elevado das garantias exigidas pelo BNDES e o processo, burocrático e demorado, de tramitação do financiamento no banco e de obtenção de garantia do FGE, o que dilata os prazos de aprovação das operações, afetando a capacidade competitiva do exportador e, em alguns mercados, inviabilizando mesmo a realização da exportação.

- **Recomendação.** Revisão dos procedimentos adotados na tramitação dos pedidos de financiamento do BNDES Exim Pós-embarque e de concessão de garantia do FGE, tendo em vista reduzir o tempo despendido na sua aprovação.

- **Seguro de crédito à exportação**

Uma limitação do SCE é o reduzido portfólio de produtos da ABGF, menor do que o de outras ACEs. Essa característica resulta, em boa medida, da falta de autonomia da agência na estruturação das operações, bem como na ausência de autorização legal para a participação do FGE em operações de cogarantia, que têm se disseminado no mercado mundial. Essa autorização foi recentemente estabelecida pela Lei 13.292/2016.

- **Recomendação para a ABGF:**

- ampliação de seu portfólio de produtos e maior atenção ao desenvolvimento de operações estruturadas; e
- implementação de uma política de parcerias com agências de créditos à exportação de outros países e com seguradoras privadas, no âmbito do desenvolvimento de operações de cofinanciamento e cosseguro às exportações.

Por outro lado, as operações da ABGF apresentam excessiva concentração do ponto de vista das instituições financeiras seguradas (o BNDES responde por mais de 90% do valor segurado) – a concentração setorial e a referente às empresas exportadoras contempladas também é muito elevada, mas nesse caso é, sobretudo, um reflexo da concentração das operações de financiamento pós-embarque contratadas.

Ressalte-se, em particular, que uma das razões para a baixa participação de bancos comerciais é a utilização pelo SCE da apólice de seguro com cláusulas de condicionalidade, em vez da garantia incondicional, um instrumento de maior liquidez para o financiador, que vem sendo crescentemente adotado pelo mercado segurador privado e pelas principais ACEs dos países desenvolvidos, o que confere uma vantagem competitiva aos concorrentes do exportador brasileiro no exterior.

- **Recomendação para a ABGF:**

- implementação de política voltada para a expansão de suas operações com os bancos comerciais, visando à redução da excessiva concentração do valor segurado pela agência do ponto de vista das instituições financeiras seguradas; e, como parte dessa política,
- substituição, nas operações do FGE, da apólice de seguro com cláusulas de condicionalidade, pela apólice de garantia incondicional.

A expansão do financiamento às exportações de MPMEs depende, em boa medida, da existência de garantias que viabilizem seu acesso a linhas de crédito disponibilizadas por instituições financeiras privadas.

- **Recomendação:** fortalecer a atuação do programa SCE/MPME da ABGF, aumentando o comprometimento do FGE com o programa e ampliando seu portfólio de produtos.

6. FINANCIAMENTO AO INVESTIMENTO DE EMPRESAS BRASILEIRAS NO EXTERIOR

O BNDES dispõe, desde meados da década passada, de programa de Financiamento de Investimento de Empresas Nacionais no Exterior (Finem) Internacionalização – que financia a aquisição, implantação, ampliação ou modernização de unidades produtivas no exterior, bem como a participação societária em empresas estrangeiras.

O programa realizou um número muito reduzido de operações em virtude do custo elevado do financiamento oferecido – o qual corresponde ao custo de captação no mercado internacional, que reflete o risco Brasil, acrescido da taxa do BNDES, que inclui o prêmio de risco da operação. Esse encargo financeiro tem sido considerado não competitivo pelos investidores potenciais.

Assim, a participação do BNDES no financiamento de empresas brasileiras no exterior tem ocorrido apenas: (i) de forma não explícita, quando concede à empresa um pacote de financiamento para suas atividades no Brasil que compreende, de alguma forma, recursos que serão utilizados no *financing* de investimento no exterior ou (ii) nos casos em que o banco participa do capital social da empresa brasileira.²⁰

²⁰ O BNDES despendeu, entre 2007 e 2010, R\$ 11,7 bilhões com o objetivo predominante de apoiar o processo de internacionalização de seis empresas, sendo 93,5% do total destinados a JBS (R\$ 4,5 bilhões), Marfrig (R\$ 3,5 bilhões) e Bertin (R\$ 2,5 bilhões). <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/centraldedownloads/Central%20de%20Downloads>

Nesse contexto, a participação do BNDES no financiamento do investimento no exterior, de modo geral, não chega a ser considerada pelo investidor potencial no seu processo de decisão. Em alguns casos, essa possibilidade foi examinada e descartada no início do processo.

Por outro lado, as empresas de maior porte não têm tido maiores dificuldades em obter financiamento no mercado internacional para viabilizar a realização de seus investimentos fora do Brasil. Essas empresas têm contado, em particular, com o apoio das instituições financeiras internacionais com as quais já operam no Brasil ou às quais já recorreram no exterior em função de suas atividades de exportação ou de captação de recursos no mercado internacional, bem como com o apoio de instituições de fomento do país hospedeiro. No tocante à captação de capital de giro para a subsidiária já em operação, a empresa obtém ainda recursos junto aos grandes bancos comerciais brasileiros e ao sistema bancário local.

As empresas de menor porte, no entanto, encontram maiores dificuldades para acessar fontes internacionais de financiamento e incorrem em custos de captação mais elevados, que podem mesmo inviabilizar a realização do investimento.

A redução do custo de financiamento ao investimento de empresas brasileiras no exterior requer a concessão pela União de algum subsídio ao programa (por exemplo, por meio do mecanismo de equalização da taxa de juros) ou pela alocação ao programa de parcela dos recursos do FAT captados pelo BNDES – duas alternativas que não parecem viáveis a curto e médio prazo.

As dificuldades de financiamento das empresas de menor porte no mercado internacional e seu custo elevado podem, no entanto, ser mitigadas se o risco da operação de financiamento for assumido pela União, diretamente, mediante garantia do FGE, ou mesmo indiretamente, com o aval do BNDES à operação.

Por outro lado, como se viu, a quase totalidade das ACEs oferece à empresa do seu país que investe no exterior garantia contra o risco político do país em que investiu. É importante que também o FGE ofereça, à empresa brasileira que investe no exterior, essa garantia com cobertura contra desapropriação ou confisco de ativos, restrições à transferência de recursos para o exterior, quebras de contratos governamentais, guerra e guerra civil. Não existe, no entanto, na legislação vigente, previsão legal para que o FGE ofereça tais garantias.

• Recomendações:

- aprovação de mudança da legislação vigente para introduzir autorização legal para que o FGE possa conceder garantia de riscos associados ao investimento direto no exterior de empresas brasileiras, até hoje não contemplada no Brasil;
- desenvolvimento e implementação, pela ABGF, de instrumentos para a concessão pelo FGE de garantia contra o risco político do investimento direto de empresas brasileiras no exterior;
- desenvolvimento e implementação, pela ABGF e pelo BNDES, de mecanismos para concessão de garantias às empresas brasileiras que investem no exterior em suas operações de financiamento no mercado financeiro internacional ou no sistema financeiro local do país de destino do investimento, de modo a viabilizar o acesso das empresas de menor porte a essas fontes de financiamento e a reduzir o seu custo de captação.

REFERÊNCIAS

Berne Union Yearbook 2015. 2015. *Berne Union - International Union of Credit & Investment Insurers*. Disponível em <http://www.berneunion.org/wp-content/uploads/2015/12/Berne-Union-YearBook-2015.pdf>

Henrique A. Ávila, Fabrício B. Catermol Cunha e Augusto C.A. e Mello Dias. 2015. Financiamento ao comércio exterior: o desafio da inovação e implicações para o caso brasileiro, *Revista Brasileira de Comércio Exterior*, Nº 127, julho/setembro, pp. 18/35. Rio de Janeiro: FUNCEX.

ICC Trade Register Report 2015. 2015. *Global risks in trade finance*. ICC Banking Commission. Dezembro.

Ministério da Fazenda. Fundo de Garantia à Exportação. Relatório de Gestão, vários anos.

Report to the U.S. 2016. *Congress on Global Export Credit Competition [2015 EXIM Competitiveness Report]*. Export-Import Bank of the United States. Jun. Disponível em: <http://www.exim.gov/sites/default/files/reports/2015EXIMCompetitiveReportFINAL-v3.3.pdf>

Report to the U.S. 2015. *Congress on Global Export Credit Competition [2014 EXIM Competitiveness Report]*. Export-Import Bank of the United States. Jun. Disponível em: http://www.exim.gov/sites/default/files/reports/EXIM%202014CompetReport_0611.pdf

Tesouro Nacional - Programa de Financiamento às Exportações – PROEX. 2016. Apresentação na FIESC, Jun. Disponível em http://fiesc.com.br/sites/default/files/apresentacao_tesouro_nacional_08-06-16_0.pdf.