

2018

PROPOSTAS DA INDÚSTRIA

PARA AS ELEIÇÕES

**FINANCIAMENTO
PRIVADO DE LONGO
PRAZO: UMA AGENDA
PARA FORTALECER
O MERCADO DE DEBÊNTURES**

FINANCIAMENTO

08



Confederação Nacional da Indústria

CNI. A FORÇA DO BRASIL INDÚSTRIA

**FINANCIAMENTO
PRIVADO DE LONGO
PRAZO: UMA AGENDA
PARA FORTALECER
O MERCADO DE DEBÊNTURES**

FINANCIAMENTO

08

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA – CNI

Robson Braga de Andrade
Presidente

Paulo Antonio Skaf (Licenciado a partir de 6/6/2018)
1º Vice-presidente

Antônio Carlos da Silva
2º Vice-presidente

Paulo Afonso Ferreira
3º Vice-presidente

Paulo Gilberto Fernandes Tigre
Flavio José Cavalcanti de Azevedo
Glauco José Côrte
Eduardo Eugenio Gouvêa Vieira
Edson Luiz Campagnolo (Licenciado de 6/6 a 28/10/2018)
Jorge Parente Frota Júnior
Eduardo Prado de Oliveira
Jandir José Milan
José Conrado Azevedo Santos
Antonio José de Moraes Souza Filho
Marcos Guerra (Licenciado de 7/6 a 7/10/2018)
Olavo Machado Júnior
Vice-presidentes

Francisco de Assis Benevides Gadelha
1º Diretor financeiro

José Carlos Lyra de Andrade
2º Diretor financeiro

Alexandre Herculano Coelho de Souza Furlan
3º Diretor financeiro

Jorge Wicks Côrte Real (Licenciado de 4/4/2018 a 12/10/2018)
1º Diretor secretário
Sérgio Marcolino Longen
2º Diretor secretário

Antonio Rocha da Silva
3º Diretor secretário

Heitor José Müller
Carlos Mariani Bittencourt
Amaro Sales de Araújo
Pedro Alves de Oliveira
Edilson Baldez das Neves
Roberto Proença de Macêdo
Roberto Magno Martins Pires
Rivaldo Fernandes Neves
Denis Roberto Baú
Carlos Takashi Sasai
João Francisco Salomão
Julio Augusto Miranda Filho
Roberto Cavalcanti Ribeiro
Ricardo Essinger
Diretores

CONSELHO FISCAL

João Oliveira de Albuquerque (Licenciado de 7/6 a 7/10/2018)
José da Silva Nogueira Filho
Francisco de Sales Alencar
Titulares

Célio Batista Alves
José Francisco Veloso Ribeiro
Clerlânio Fernandes de Holanda
Suplentes

**FINANCIAMENTO
PRIVADO DE LONGO
PRAZO: UMA AGENDA
PARA FORTALECER
O MERCADO DE DEBÊNTURES**

FINANCIAMENTO

08

2018
PROPOSTAS DA INDÚSTRIA
PARA AS ELEIÇÕES

CNI
Confederação Nacional da Indústria
CNI. A FORÇA DO BRASIL INDÚSTRIA

© 2018. CNI – Confederação Nacional da Indústria.

Qualquer parte desta obra poderá ser reproduzida, desde que citada a fonte.

CNI

Diretoria de Políticas e Estratégia – DIRPE

FICHA CATALOGRÁFICA

C748f

Confederação Nacional da Indústria.

Financiamento privado de longo prazo : uma agenda para fortalecer o mercado de debêntures / Confederação Nacional da Indústria. – Brasília : CNI, 2018.

34 p. : il. – (Propostas da indústria eleições 2018 ; v. 8)

ISBN 978-85-7957-198-5

1. Debêntures. 2. Financiamento de Longo Prazo. 3. BNDES. I. Título.

CDU: 330.32

CNI

Confederação Nacional da Indústria

Sede

Setor Bancário Norte

Quadra 1 – Bloco C

Edifício Roberto Simonsen

70040-903 – Brasília – DF

Tel.: (61) 3317-9000

Fax: (61) 3317-9994

<http://www.portaldaindustria.com.br/cni/>

Serviço de Atendimento ao Cliente – SAC

Tels.: (61) 3317-9989 / 3317-9992

sac@cni.com.br



2018
PROPOSTAS DA INDÚSTRIA
PARA AS ELEIÇÕES

SUMÁRIO

RESUMO EXECUTIVO	11
1 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE DEBÊNTURES PARA O INVESTIMENTO	13
2 O MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL	17
2.1 O mercado de debêntures corporativas.....	18
3 AGENDA DE PROMOÇÃO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO	25
3.1 Propostas para o desenvolvimento do mercado de debêntures	25
3.2 O BNDES como catalisador do mercado de debêntures.....	29
LISTA DAS PROPOSTAS DA INDÚSTRIA PARA AS ELEIÇÕES 2018.....	33



APRESENTAÇÃO

O Brasil levará mais de meio século para alcançar o produto *per capita* de países desenvolvidos, mantida a taxa média de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nacional registrada nos últimos 10 anos, que foi de apenas 1,6%.

O desafio para o país será de, pelo menos, dobrar a taxa de crescimento do PIB nos próximos anos. Para tanto, não se poderá repetir erros de política que reduzam o potencial de expansão – o que inclui ter uma agenda coerente de reformas econômicas e institucionais.

Mudanças de governo são ocasiões especiais para uma reflexão sobre os objetivos e as estratégias nacionais. São, também, oportunidades para o país sair da zona de conforto e aumentar sua ambição de desenvolvimento.

As eleições de 2018 têm uma característica singular, que reforça o sentido dessa ambição. O fim do mandato do próximo presidente e dos parlamentares vai coincidir com o 200º aniversário da independência do Brasil.

É preciso aproveitar esse marco para estimular ações que eliminem os principais obstáculos ao crescimento no país e contribuam para construir uma indústria competitiva, inovadora, global e sustentável.

O *Mapa Estratégico da Indústria 2018-2022*, lançado pela Confederação Nacional da Indústria (CNI) no início do ano, apresenta uma agenda para aumentar a competitividade da indústria e do Brasil, e para elevar o bem-estar da população ao nível dos países desenvolvidos.

Com base nas prioridades identificadas no Mapa, a CNI oferece 43 estudos, relacionados aos fatores-chave da competitividade. Os documentos analisam os entraves e apresentam soluções para os principais problemas nacionais.

O financiamento é essencial para viabilizar os recursos necessários ao crescimento e à transformação produtiva. As empresas brasileiras enfrentam sérias dificuldades para custear suas atividades e seus investimentos. Crédito insuficiente e custo elevado prejudicam o crescimento econômico do país – o Brasil insiste em manter uma das maiores taxas de juros reais do mundo.

Este estudo apresenta propostas para o desenvolvimento do mercado de títulos privados de longo prazo (debêntures) como instrumento de financiamento da expansão das empresas. As sugestões contemplam tanto o aumento da oferta e da demanda desses títulos como o alargamento de seus prazos.

Robson Braga de Andrade

Presidente da CNI

RESUMO EXECUTIVO

O mercado de debêntures tem participação secundária, pouco superior a 4% do PIB, no financiamento de longo prazo do setor produtivo, apesar do crescimento observado nos últimos 15 anos. Esse mercado apresenta oportunidade de desenvolvimento, em função da queda das taxas de juros, da inflação reduzida e estável, da menor remuneração dos títulos públicos e das novas políticas de crédito do BNDES.

O financiamento de longo prazo a pessoas jurídicas no Brasil, nas últimas décadas, tem sido suprido, basicamente, por créditos concedidos pelo BNDES.

A partir de 2015, com a queda do produto e do investimento, a recessão da economia brasileira interrompeu o processo de expansão acelerada do crédito ao investimento, afetando mais fortemente os financiamentos do BNDES do que as emissões de debêntures. Ao mesmo tempo, o desequilíbrio fiscal e a desorganização das contas públicas explicitaram os limites da política de crédito, implementada ao longo da última década.

A política de ajuste fiscal, especialmente a recuperação pela União dos recursos transferidos ao BNDES e a substituição da TJLP pela TLP, tem forte impacto imediato para o desempenho do BNDES, com significativas implicações do ponto de vista de sua atuação no futuro, impondo a revisão de sua política de captação e financiamento.

Em contraposição a esses efeitos, **os resultados dessas mudanças podem impactar positivamente o desenvolvimento do mercado de debêntures,** uma vez que afetam os fatores que têm inibido a oferta e a demanda de títulos privados de longo prazo.

A política econômica terá que enfrentar um duplo desafio: o primeiro, em função da recente crise fiscal, é a **revisão da política de financiamento e captação do BNDES;** o segundo, propiciado pela conjuntura favorável, é o **desenvolvimento do mercado de capitais.**

As respostas a esses dois desafios devem ser formuladas como ações articuladas e convergentes de um processo de transição para uma nova configuração do financiamento do investimento produtivo, na qual o mercado de capitais aumente, gradualmente, sua participação nesse financiamento.

Nessa perspectiva, **a revisão da política do financiamento do BNDES não pode apenas visar à superação de uma situação conjuntural adversa**. Deve, sobretudo, ter como objetivo a inserção do Banco nessa nova configuração, delineando, inclusive, seu papel no processo de transição para esse novo cenário. **Essa inserção requer que o BNDES amplie o escopo de sua atuação, tornando-se um agente ativo no desenvolvimento do mercado de capitais.**

Recomendações

1. Diretrizes para a política de desenvolvimento do mercado de debêntures.

- Contemplar a redução dos custos operacionais e administrativos e a simplificação do processo de emissão e distribuição de debêntures.
- Remover os obstáculos à maior demanda por debêntures dos investidores institucionais.
- Viabilizar a participação mais ampla de pessoas físicas no mercado de debêntures.
- Viabilizar o aumento dos prazos de vencimento das debêntures, por meio de revisão da sistemática de tributação dos títulos e valores mobiliários.
- Induzir ações voltadas para o desenvolvimento gradativo do mercado secundário de debêntures; e a atuação do BNDES como um *dealer* e *market-maker* nesses mercados.

2. Diretrizes para fortalecimento do papel do BNDES no mercado de debêntures.

- Incluir, entre suas prioridades, a atuação voltada para o desenvolvimento do mercado de capitais.
- Complementar os recursos providos pelo FAT, com recursos captados em mercado.
- Priorizar as operações de mais longo prazo.
- Contemplar a integração direta de recursos privados na estruturação de seus financiamentos nos projetos de maior porte.
- Contemplar a articulação com instituições que operam no mercado de capitais, para viabilizar o financiamento de longo prazo de empresas de menor porte.

1 A IMPORTÂNCIA DO MERCADO DE DEBÊNTURES PARA O INVESTIMENTO

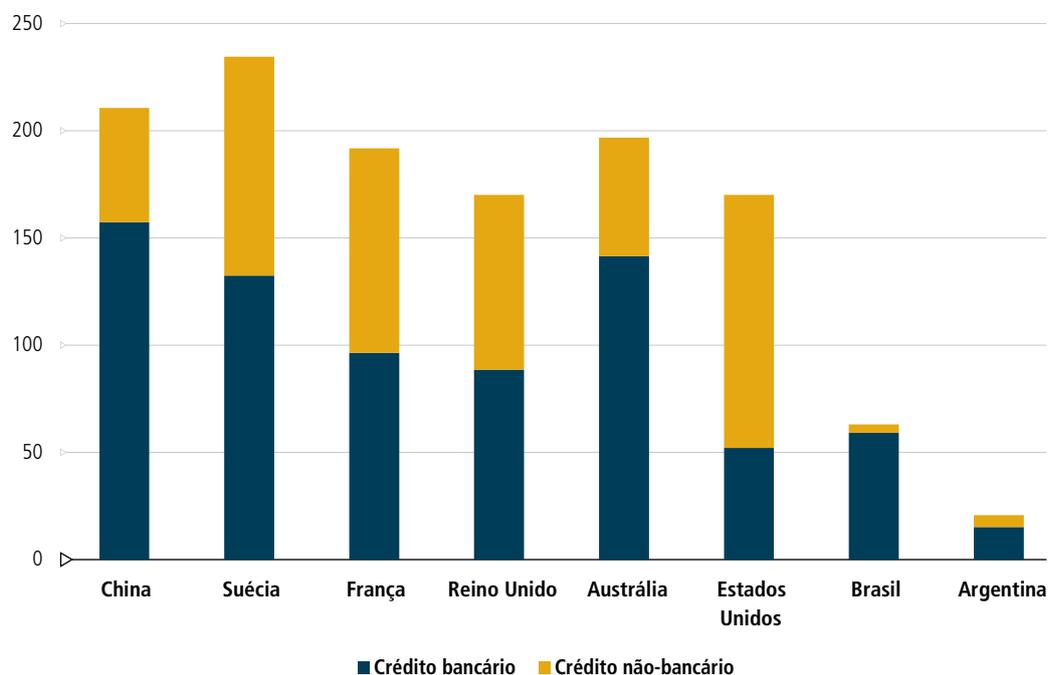
No Brasil, o mercado de crédito corporativo possui como principais restrições: a) oferta limitada e volátil; b) custo elevado e oscilante; e c) prazos insuficientes. Apesar de terem origens variadas, esses problemas, somados, levam a um problema comum: a inibição do investimento privado.

Os investimentos das empresas, essenciais para a prosperidade de qualquer economia, principalmente aquelas em desenvolvimento, são financiados por modalidades variadas de crédito. Segundo a pesquisa Investimentos na Indústria, da CNI, 75% dos investimentos industriais, no Brasil, foram realizados com recursos próprios em 2017. Bancos oficiais de desenvolvimento foram responsáveis por 10% dos investimentos, bancos comerciais privados por 8%, bancos comerciais públicos (3%) e outras modalidades (5%) – inclusive debêntures.

Nesses resultados, chama atenção a dependência tanto de recursos próprios como de recursos de bancos de desenvolvimento (BNDES, principalmente). Em outros países, como os EUA, a realidade é diferente. Lá, os recursos próprios assumem um papel de menor importância frente aos recursos de terceiros, que têm maior representatividade na matriz de crédito disponível aos empreendedores. Além disso, o financiamento não bancário à disposição das empresas, em outros países, é mais expressivo do que o observado no Brasil, conforme aponta o gráfico a seguir.

Gráfico 1 – Estoque do crédito corporativo, bancário e não bancário – em proporção do PIB (%)

Países selecionados



Notas: (1) Estoque até o terceiro trimestre de 2017 (2) Desconsidera-se o crédito tomado pelas empresas do setor financeiro.

Fonte: Bank for International Settlements (BIS).

O caminho para o Brasil melhorar o acesso ao crédito, em termos de volume e custo, passa, necessariamente, pelo aumento da disponibilidade dos recursos de terceiros, principalmente para financiamentos de longo prazo. Nesse segmento, as empresas têm, basicamente, três opções: emitir ações, contratar empréstimos bancários (de instituições públicas e privadas, com crédito livre e direcionado) e lançar títulos de dívida (debêntures).

Os empréstimos bancários e as debêntures, diferentemente das ações, garantem a seus proprietários direito a um rendimento periódico por um prazo pré-estipulado e preveem a devolução do capital adiantado. Em compensação, os investidores em renda fixa não participam dos lucros, tampouco da gestão das empresas. O crédito bancário caracteriza-se por ser uma operação bilateral, em que o relacionamento entre os contratantes tende a ser próximo.

No caso das debêntures, a interação entre as partes é impessoal e realizada por intermédio de mercados organizados. Para reduzir a assimetria de informação, há requerimentos específicos a serem cumpridos, de forma a se poder atender igualmente ao público de credores e de acionistas não controladores. Além disso, as debêntures têm, geralmente, valores e prazos maiores do que os empréstimos dos bancos.

Em diversos países, inclusive o Brasil, as debêntures têm-se mostrado um instrumento positivo para o financiamento privado de longo prazo, com crescente participação, taxa de juros mais competitivas e prazos razoavelmente aderentes aos projetos financiados – quando feita a comparação com outras alternativas de crédito.

Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), o prazo médio das debêntures, emitidas em 2017, no Brasil, foi de aproximadamente cinco anos, com taxa de juros média (remuneração total) de cerca de 16% ao ano. Enquanto isso, também em 2017, o crédito bancário às empresas tem prazo e juros médios de 2 anos e 25%¹ a.a., respectivamente, segundo o Banco Central do Brasil.

Quanto ao grau de representatividade das debêntures entre as opções de crédito para as empresas, nota-se que, no Brasil, o estoque desse tipo de título equivale a, aproximadamente, 4% do PIB, de acordo com a Anbima, desconsiderando-se as operações de *leasing*, já em países com mercado de crédito mais desenvolvido, esse percentual é bem mais elevado.

1. Taxa média de juros das operações de crédito com recursos livres a pessoas jurídicas e prazo médio das concessões de crédito com recursos livres a pessoas jurídicas.

2 O MERCADO DE DEBÊNTURES NO BRASIL

O mercado de debêntures tem ainda uma participação secundária no financiamento de longo prazo do setor produtivo, apesar do expressivo crescimento nos últimos 15 anos.

A configuração atual do mercado de debêntures brasileiro tem com ponto inicial a aprovação, em dezembro de 2003, da nova regulamentação de oferta pública de valores mobiliários, ora vigente (Instrução CVM 400/2003).

Nos anos seguintes ao estabelecimento desse marco regulatório, foi significativo o número de debêntures emitidas. Contudo, apenas uma parcela dessas emissões está associada à expansão do financiamento da atividade produtiva.

Dois terços das emissões registradas, entre 2004 e 2006, correspondem a debêntures emitidas por empresas de arrendamento mercantil, subsidiárias de instituições bancárias. Constituíram-se, na verdade, em um instrumento de captação utilizado por essas instituições para suas atividades em geral, que oferecia vantagens fiscais e regulatórias, em comparação com os instrumentos tradicionais de captação, como o Certificado de Depósito Bancário (CDB).²

Essa expansão inicial das debêntures de empresas de *leasing* foi refreada por mudanças regulatórias introduzidas pelo Banco Central, em 2008, que oneraram o custo da operação, mas não impediram a continuidade dessas emissões.

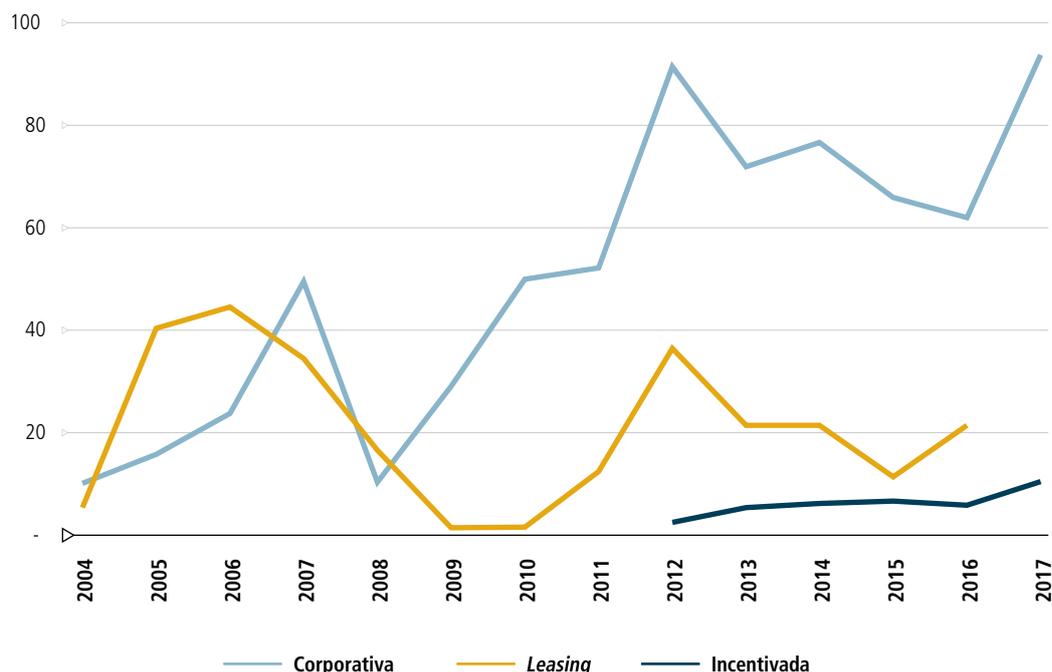
Em 2016, uma Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) vedou a realização, a prorrogação e a renovação de operações compromissadas com títulos de emissão ou aceite de instituições ligadas, estabelecendo um esquema de transição que extinguiu o saldo das operações de debêntures de *leasing* nas carteiras dos bancos, até o final de 2017.

De todo modo, 26% do valor das emissões de debêntures, no período 2004-2016, corresponderam a operações de empresas de *leasing* vinculadas a bancos comerciais. Da mesma forma, essas debêntures respondem por 27% do valor nominal atualizado das debêntures hoje no mercado³.

2. A emissão de debêntures da empresa de *leasing* era adquirida pelo banco controlador, que recuperava os recursos desembolsados por meio do mercado interbancário. As debêntures adquiridas pelo banco eram colocadas junto aos seus clientes, com compromisso de recompra.

3. Estimado com base em dados sobre as emissões divulgados no site da Anbima (debentures.com.br).

Gráfico 2 – Emissões de debêntures (em valor, R\$) – 2004-2017



Fonte: Anbima.

2.1 O mercado de debêntures corporativas

Até 2008, o mercado de debêntures corporativas desenvolveu-se a taxas mais modestas do que as das operações das empresas de *leasing*. Após queda acentuada em 2008 e 2009, experimentou forte expansão até 2012 – suas emissões nesse último ano foram 90% maiores do que as registradas em 2008.

As emissões declinam, em seguida, até 2016. O impacto da crise sobre o mercado de debêntures corporativas foi, no entanto, menos significativo do que o observado nos financiamentos do BNDES. A recuperação do mercado de debêntures foi também mais rápida: as emissões em 2017 superaram em 20% o nível de 2014.

As emissões dessas debêntures corporativas, no período 2004-2017, superaram o montante de R\$ 700 bilhões. O valor nominal atualizado desses títulos, hoje em mercado, é da ordem de R\$ 270 bilhões.

O crescimento das emissões de debêntures, no final da década passada, decorreu, em boa medida, de mudanças no marco regulatório. A Instrução CVM 476, de janeiro de 2009, introduziu procedimentos simplificados para as ofertas públicas de valores mobiliários, inclusive debêntures, distribuídas com esforços restritos, o que

propiciou redução dos custos e do tempo requerido, em comparação com as emissões sujeitas às normas da Instrução CVM 400/2003.

Essas emissões, que não requerem autorização prévia da CVM, devem ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. A subscrição dessas emissões está restrita a, no máximo, 20 investidores.⁴

Essas ofertas restritas são, desde sua implementação, predominantes no mercado de debêntures corporativas, respondendo por 90% do total das emissões, no período 2012-2017. O número médio de emissões por ano nesse período é de 10, no caso da Instrução CVM 400/2003, e da 198, no caso das ofertas restritas (Instrução CVM 476/2009). Uma consequência dessa tendência é a pequena participação de pessoas físicas no mercado de debêntures.

Em 2011, o mercado de debêntures corporativas foi segmentado com a criação das “debêntures incentivadas”, com a aprovação da Lei 12.431, que concede incentivo fiscal a debêntures emitidas para financiar a implantação de projetos de investimento na área de infraestrutura ou de projetos voltados à produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.⁵

Os rendimentos gerados por essas debêntures são isentos de imposto de renda, – quando auferidos por pessoas físicas residentes ou domiciliadas no País ou pagos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior e sujeitos a uma taxa de 15%, exclusivamente na fonte, quando auferidos por pessoa jurídica.⁶

As debêntures incentivadas, além da destinação específica dos recursos captados, devem observar alguns requisitos:

- remuneração por taxa de juros pré-fixada, vinculada a um índice de preços ou à Taxa Referencial (TR), sendo vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada;
- prazo médio ponderado superior a quatro anos e prazo mínimo de 180 dias para intervalo entre os pagamentos de cupom;
- vedação à recompra do título pelo emissor ou por parte a ele relacionada nos dois primeiros anos após sua emissão, bem como à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo em forma regulamentada pelo CMN;
- inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador; e

4. Essa flexibilização foi seguida, em 2011, de decreto, que eliminou a incidência de IOF de curto prazo nas negociações de ativos com prazos inferiores a 30 dias.

5. As debêntures podem ser emitidas ou por sociedade de propósito específico ou por concessionária, permissionária, autorizatária ou arrendatária, constituídas sob a forma de sociedade por ações.

6. A isenção do imposto de renda sobre os rendimentos pagos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior se aplica também às demais debêntures.

- registro dos títulos em sistema de registro devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

Os incentivos concedidos às debêntures beneficiam também os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e as cotas de emissão de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FDIC), constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com a mesma destinação.⁷

A emissão das novas debêntures incentivadas experimentou rápido crescimento até 2015, quando o valor das emissões registradas correspondeu a 7,4% do valor relativo às debêntures corporativas não incentivadas. Após a queda acentuada em 2016, suas emissões apresentam, em 2017, o acréscimo de 70% em relação a 2015, correspondendo a 9,7% das debêntures não incentivadas.

Os incentivos concedidos às pessoas físicas resultaram em maior participação desses investidores na subscrição das debêntures incentivadas (35%, no período 2012-2017, contra 3,5% nas debêntures comuns), com maior pulverização das emissões e aumento da liquidez no mercado secundário. Contudo, o *spread* de crédito mais baixo e os prazos superiores ao das debêntures comuns dificultam a aquisição de debêntures incentivadas por investidores institucionais, o que tende a limitar o montante da emissão.

As principais características do mercado primário de debêntures são indicadas abaixo e detalhadas no Box “Características do mercado de debêntures corporativas”.

- A subscrição das ofertas de emissões de debêntures apresentou, nos últimos anos, mudanças significativas, com o declínio da participação dos intermediários e demais participantes ligados à oferta e ao crescimento da parcela relativa aos investidores institucionais (61%, em 2017). A participação das pessoas físicas é pequena (em torno de 3,5%), exceto no caso das debêntures de infraestrutura incentivadas, alcançando 35%, no período 2012/2017.
- Os recursos captados nas emissões de debêntures têm como principal destino o refinanciamento de passivo (cerca de um terço do total), enquanto o investimento em imobilizado é o menos expressivo (menos de 2%). Quanto às demais destinações (capital de giro, recompra ou resgate de debêntures, investimento em Infraestrutura, e investimento ou aquisição de participação societária), a participação é semelhante (entre 15% e 12%).

7. A fruição do incentivo pelo FIDC tem como requisitos: prazo de duração mínimo de seis anos; vedação ao pagamento de cotas nos dois primeiros anos, exceto nas hipóteses previstas de liquidação antecipada; prazo de amortização parcial de cotas, com intervalos de no mínimo 180 dias; vedação à aquisição de cotas pelo originador ou cedente ou por partes a eles relacionadas, exceto quando se tratar de cotas subordinadas; amortização de cotas, com intervalos de, no mínimo, 180 dias; cotas negociáveis em mercado organizado de valores mobiliários; e percentual mínimo de 85% de patrimônio líquido representado por direitos creditórios, devendo a parcela restante ser aplicada em títulos públicos federais ou em aplicações vinculadas a esses títulos.

- Os prazos das emissões das debêntures corporativas apresentam certa estabilidade ao longo dos anos, oscilando em torno de 5,3 anos. Mais de 90% das emissões de debêntures corporativas têm prazo de até 10 anos. Entre as debêntures corporativas, as emissões incentivadas têm prazo médio de 9 anos e as não incentivadas de 5 anos; metade dessas debêntures tem prazo superior a 10 anos.
- A **inexistência de um mercado secundário ativo de debêntures** tem, como consequências:
 - » a baixa liquidez desses títulos, o que afeta, especialmente, a participação de pessoas físicas nesse mercado. Com a redução da taxa de juros da economia, a falta de liquidez é um diferencial que afeta a capacidade das debêntures em concorrer com os títulos do Tesouro Nacional; e
 - » a redução dos prazos de vencimentos contemplados nas emissões de debêntures, comprometendo **sua eficácia como um instrumento de financiamento de longo prazo**.

O desenvolvimento limitado do mercado de debêntures resulta do histórico da política econômica brasileira, marcado por elevada instabilidade do crescimento e da inflação e por um forte desequilíbrio das contas públicas, que implica em elevada necessidade de financiamento. Um cenário mais benigno favorece o maior desenvolvimento do mercado de títulos privados.

A atratividade dos títulos do Tesouro Nacional – com remuneração elevada, risco soberano baixo, alta liquidez, prazos diferenciados e ampla alternativa de indexação –, inibe a demanda por títulos privados de longo prazo, que passam a exigir prêmios de risco elevados em relação às taxas dos títulos públicos, superando em geral as taxas de retorno dos projetos de investimentos a serem financiados.

Por outro lado, a taxa de juros elevada, combinada com a disponibilidade de crédito de longo prazo – subsidiado no volume e nas condições oferecidas pelo BNDES nos últimos anos –, tende a inibir a oferta de **títulos privados de longo prazo**, uma vez que atende, de maneira geral, à necessidade de recursos para investimento das empresas de maior porte, mais eficientes e de menor risco. No entanto, as empresas não atendidas pelo crédito do BNDES não têm, em geral, capacidade de acessar o mercado de capitais e, além disso, são avaliadas como de risco mais elevado, fazendo face a custos de captação mais elevados.

A esses fatores de natureza macroeconômica, que inibem o desenvolvimento do mercado de capital, somam-se problemas de caráter regulatório e operacional – alguns abrangendo todo o mercado, outros de natureza mais pontuais.

Quadro 1 – Características do mercado de debêntures corporativas

A distribuição das ofertas de emissões de debêntures corporativas, segundo a natureza dos subscritores, apresentou mudança significativa nos últimos anos, com o declínio da participação dos intermediários e demais participantes ligados à oferta (de 54%, em 2012, para 35%, em 2017), que tem como contrapartida o crescimento da parcela relativa aos investidores institucionais (de 45% para 61%, no mesmo período). Enquanto isso, a participação das pessoas físicas oscilou em torno de média de 3,5%.

Tais resultados refletem basicamente a distribuição das emissões de ofertas restritas, que respondem por 90% do total das emissões, no período 2012-2017. No tocante às emissões registradas em observância à Instrução CVM 400/2003, a participação das pessoas físicas apresentou crescimento significativo, desde o início desta década, apresentando oscilações amplas em torno de 29%, no período de 2014-2017.

Com relação às debêntures de infraestrutura, incentivadas, destaque para a participação elevada de pessoas físicas (35%), no período 2012-2017, bem como a participação de 50% de investidores institucionais, sendo 13% estrangeiros.

Tabela 1 – Perfil das emissões de debêntures corporativas por subscritor – 2012-2017

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Incentivadas 2012-2017
Pessoas físicas	0,9	2,2	3,5	5,0	3,1	3,7	35,2
Investidores institucionais	44,9	39,2	34,5	31,8	32,0	61,0	50,0
Intermediários e demais participantes ligados à oferta	54,3	58,7	62,1	63,2	64,9	35,3	14,8

Fonte: Anbima.

A destinação de recursos das emissões de debêntures corporativas apresenta estabilidade, nos últimos anos. O refinanciamento de passivo é o principal destino dos recursos captados (cerca de um terço do total), enquanto o investimento em imobilizado é pouco expressivo (menos de 2%).

Nas demais destinações, nota-se participação semelhante (entre 12% e 15%) no período 2012-2016, observando a seguinte ordenação: capital de giro, recompra ou resgate de debêntures, investimento em Infraestrutura e investimento ou aquisição de participação societária. Registre-se, no entanto, que a participação do capital de giro apresentou aumento em 2017, alcançando 44% do total, contra uma média de 15%, nos cinco anos anteriores.

Tabela 2 – Destinação de recursos das emissões de debêntures corporativas – 2012-2017 (*)

Destinação	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Média das %
Refinanciamento de passivo	30,9	38,0	35,1	37,7	33,0	33,6	34,7
Capital de giro	12,6	13,8	16,3	15,7	16,2	44,2	19,8
Recompra ou resgate de debêntures	3,3	14,0	6,6	16,0	27,6	9,2	12,8
Investimento em Infraestrutura	7,9	14,7	13,1	15,0	10,2	9,6	11,8
Investimento ou aquisição de participação societária	13,2	10,0	18,3	11,7	8,8	2,3	10,7
Investimento imobilizado	0,6	1,8	1,8	1,2	3,3	0,9	1,6

Fonte: Anbima

*Contém apenas os valores que os coordenadores líderes das ofertas informaram à Anbima.

Os prazos das emissões das debêntures corporativas apresentam certa estabilidade ao longo dos anos, oscilando em torno de cinco anos. Registre-se que esse prazo é significativamente inferior ao observado no caso das emissões das empresas de *leasing*, que apresentam maior oscilação (em torno de 19 anos), no período. Mais de 90% das emissões de debêntures corporativas têm prazo de até 10 anos.

Entre as debêntures corporativas, as emissões incentivadas têm prazo médio de 9 anos e as não incentivadas de 5 anos. Metade das debêntures incentivadas tem prazo superior a 10 anos.

Tabela 3 – Prazo das debêntures corporativas emitidas no período

Prazo médio – número de anos – 2008-2017									
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
6,2	5,4	5,6	5,5	5,9	5,5	5,3	4,3	4,3	4,8
Distribuição dos prazos – percentagem – 2004-2017									
$x \leq 2$ anos	$2 < x \leq 5$ anos	$5 < x \leq 10$ anos	$10 < x \leq 15$ anos	$15 < x \leq 20$ anos	$20 < x \leq 30$ anos	Total			
15,8	48,4	29,1	5,8	0,7	0,2	100,0			

Fonte: Elaboração própria, com base em dados da Anbima.

3 AGENDA DE PROMOÇÃO DO FINANCIAMENTO DE LONGO PRAZO

3.1 Propostas para o desenvolvimento do mercado de debêntures

Diretrizes da política

Uma política de desenvolvimento do mercado de debêntures, como um instrumento de financiamento de longo prazo, deve contemplar simultaneamente a expansão da oferta e da demanda desses títulos e também o aumento dos seus prazos e *durations*⁸, observando as seguintes diretrizes:

- Do ponto de vista da oferta, **deve-se buscar a ampliação do número de empresas que acessam o mercado e o aumento da participação desses títulos no financiamento do investimento das empresas**, promovendo a redução dos custos operacionais e administrativos e a simplificação do processo de emissão e distribuição de debêntures.
- Quanto ao aumento da participação dos investidores institucionais nesse mercado, **é preciso remover os obstáculos decorrentes de normas do próprio mercado de capital e de outros marcos regulatórios e legais**, que restringem a participação de fundos de investimento, fundos de pensão e empresas seguradoras no mercado de debêntures e de seus derivativos.

Para viabilizar a maior participação de pessoas físicas no mercado de debêntures, as dificuldades a serem superadas são complexas, envolvendo a assimetria de informação em relação a outros agentes do mercado, que dificulta a avaliação do risco da emissão; a ausência de escala que viabilize a diversificação do portfólio do investidor, aumentando o risco de suas participações nesse mercado; e a baixa liquidez do mercado secundário. Assim, a política de financiamento deve contemplar soluções que enfrentem essas diversas dificuldades.

8. Diz respeito ao prazo médio no qual o detentor do título terá recebido o pagamento total.

O fundo de investimento em debêntures e FDIC permitem o acesso do investidor a um portfólio mais diversificado; mitiga o risco do emissor desconhecido pela chancela à aplicação de instituição financeira que ele conhece e que, no caso dos FDICs, eventualmente subscreve suas cotas subordinadas; e aumenta a liquidez da aplicação, sobretudo se a instituição financeira atua como *market-maker*⁹ das cotas de seus fundos.

- Com relação à participação mais ampla de pessoas físicas no mercado de debêntures, sem prejuízo da adoção de medidas endereçadas a obstáculos específicos a essa expansão, a atuação governamental deve contemplar a constituição de fundos de investimento em debêntures ou de FDICs, mesmo sob a forma de condomínio fechado.

Em relação à expansão do mercado de debêntures, cabe ter presente ainda que, embora a redução das taxas que remuneram os títulos do Tesouro Nacional tenha eliminado um dos fatores que inibiam o desenvolvimento desse mercado, a colocação de debêntures corporativas é ainda afetada e onerada pela oferta de títulos de curto prazo, isentos de impostos e garantidos pelo Fundo Garantidor de Créditos - FGC (Letra de Crédito Imobiliário – LCI e Letra de Crédito Agropecuário - LCA).

- Com relação à expansão do mercado de debênture, é importante levar em consideração o tratamento tributário desfavorável às debêntures corporativas não incentivadas – que deverão constituir o instrumento básico do financiamento do investimento industrial –, em comparação com aplicações de curto prazo disponíveis no mercado.

A expansão da oferta e da demanda primária de debêntures, contempladas nas diretrizes anteriores, não se consolidam evidentemente como um mercado efetivo se não for acompanhada da operação de um mercado secundário ativo, que confira liquidez aos investimentos realizados.

- O governo deve contemplar ações voltadas para o desenvolvimento gradativo do mercado secundário de debêntures, visando, sobretudo, aumentar a transparência das operações e do mercado e induzir a presença de *market-makers* e a atuação do BNDES nesses mercados.
- Para viabilizar o aumento do prazo de vencimento das debêntures, a política do novo governo deve contemplar, ao lado do aumento da liquidez desse título com a dinamização do seu mercado secundário, a revisão da sistemática de tributação dos títulos e valores mobiliários, de modo a incentivar, efetivamente, os títulos com prazo longo e *duration* elevada.

9. Refere-se a grandes participantes do mercado que geram e suportam a maior parte da liquidez monetária. Eles podem ser tanto vendedores, como compradores.

Iniciativas de estímulo à demanda

- Viabilização de maior participação direta de pessoas físicas no mercado primário de debêntures – inclusive pela revisão do Instrução CVM 400/2003, para simplificar os procedimentos requeridos nas emissões com distribuição ampla, uma vez que a acentuada assimetria entre as exigências dessa Instrução e aquelas estabelecidas pela Instrução CVM 476/2009, para as emissões com oferta restrita, resultou no predomínio absoluto dessas últimas, excluindo o pequeno investidor do mercado.
- Promoção da participação indireta de pessoas físicas no mercado de debêntures, mediante o estímulo à constituição de fundos de investimento e FDICs com foco em debêntures, mobilizando, inclusive, a participação do BNDES nesse processo.
- Remoção de entraves regulatórios à maior participação de investidores institucionais no mercado de debêntures:
 - » **No caso dos fundos de pensão e empresas seguradoras:** revisão das normas vigentes para permitir a aquisição de emissões realizadas por empresas fechadas, inclusive SPEs, hoje vedada. Além disso, a Resolução CNPC 16/2014 prevê a precificação dos títulos públicos de renda fixa a valor presente – uma assimetria com os produtos corporativos – o que estimula os fundos de pensão a investir em títulos públicos, ao invés de fazê-lo em títulos privados de longo prazo.
 - » **No caso dos FDICs:** revisão da Instrução CVM 356/2001, tendo em vista, em particular, permitir a participação de investidores não qualificados e reformular a atual classificação desses fundos.
 - » **No caso dos fundos de investimento em debêntures de infraestrutura:** compatibilização da Instrução CVM 555/2014, que regula os fundos de investimento em geral, à Lei 12.431/11, que criou os fundos de debênture – a lei estabelece a exigência de prazo para enquadramento da carteira desses fundos por ativos de infraestrutura, e a instrução impõe limites de concentração por emissor e por modalidade, o que tem afetado a constituição dos fundos de infraestrutura.
 - » **Aperfeiçoamentos da qualidade da informação, adequando-a às características do investidor.**
- Fortalecimento da certificação para os profissionais responsáveis pela distribuição dos produtos e ampliação dos canais de comunicação das empresas emissoras, via realização de *roadshows* (seminários, palestras, apresentações e eventos de promoção e do assunto), de forma a alcançar um espectro mais amplo de agentes de distribuição.

- Desenvolvimento de novos canais e ferramentas de tecnologia, o que pode ampliar a base de investidores em instrumentos de financiamento de longo prazo.

Iniciativas de estímulo à oferta

- Padronização maior das escrituras de emissão de debêntures e simplificação dos materiais de oferta, para dar maior celeridade à estruturação e facilitar a colocação e negociação dos títulos.
- Revisão da Instrução CVM 400/203 e aprimoramento da Instrução CVM 476/2009, tendo em vista a redução dos custos e a simplificação do processo de emissão e distribuição de debêntures.
- Caracterização de empresas com tradição de lançamento no mercado de capitais como emissores qualificados, com autorização mais flexível para acessar o mercado a qualquer tempo.
- Estímulo às emissões de debêntures de volumes elevados, via aperfeiçoamento do programa de distribuição, de forma que as empresas possam otimizar os esforços do registro da emissão pelo período do programa, com base no seu histórico recente de emissões.

Iniciativas para desenvolver mercado secundário de debêntures

- Exigência de contratação de *market-maker* até seu vencimento (no caso de debêntures com emissões de maior volume) aplicáveis aos fundos de investimento e FDICs de debêntures.
- Atuação do BNDES como um *dealer*¹⁰ no mercado secundário de debêntures e de cotas de FDICs, inclusive como *market-maker* de debêntures integradas a suas operações de financiamento e de cotas dos FDICs que estrutura.
- Constituição de plataformas de informações, com acesso e linguagem adequadas não apenas aos investidores institucionais e profissionais do mercado, mas também ao investidor do varejo, que compreenda:
 - » base de dados consolidada de debêntures (documentos da emissão); e
 - » informações sobre ofertas no mercado primário e negociações diárias no mercado secundário.
- Implantação de plataforma de negociação de debêntures.
- Esforços no sentido de avançar na padronização das debêntures emitidas.

10. Refere-se ao agente intermediário das operações.

Iniciativas para aumentar o prazo de vencimento das debêntures

- Revisão da sistemática de tributação:
 - » dos títulos de renda fixa, com a substituição da gradação da alíquota pelo prazo da aplicação pela gradação pelo prazo de vencimento do título (ou por sua *duration*); e
 - » dos fundos de investimento e FDICs fechados, aplicando-se a eles o mesmo tratamento concedido aos fundos de ação.

3.2 O BNDES como catalisador do mercado de debêntures

A política de ajuste fiscal, especialmente a recuperação pela União dos recursos transferidos ao BNDES e a substituição da TJLP pela TLP, **tem forte impacto imediato para o desempenho do BNDES, com significativas implicações do ponto de vista de sua atuação no futuro, impondo a revisão de sua política de captação e financiamento.**

Em contraposição a esses efeitos, **os resultados dessas mudanças podem impactar positivamente o desenvolvimento do mercado de debêntures**, uma vez que, afetam os fatores que têm inibido a oferta e a demanda de títulos privados de longo prazo.

O próximo governo deverá, portanto, enfrentar um duplo desafio: o primeiro, explicitado pela crise fiscal, é **a revisão da política de financiamento do BNDES**; o segundo, propiciado por uma conjuntura favorável, é o **desenvolvimento do mercado de capitais**. **Esses dois desafios, no entanto, devem ser abordados a partir de uma perspectiva mais abrangente.**

- **A revisão da política de financiamento do BNDES e as iniciativas voltadas para desenvolvimento do mercado de capitais devem ser empreendidas como ações articuladas e convergentes** de um processo de transição para uma nova configuração do financiamento do investimento produtivo no País, na qual o mercado de capitais responda gradualmente por esse financiamento e o Banco assumira nova função complementar nesse mercado.

A revisão da política do financiamento deve ter como objetivo a inserção do Banco nessa nova configuração do financiamento do investimento no País, com maior protagonismo dos recursos privados. Essa alteração de postura requer que o BNDES amplie o escopo de sua atuação:

- **O BNDES**, tendo presente sua missão de “viabilizar soluções financeiras que adicionem investimentos para o desenvolvimento sustentável da nação brasileira”, **deve incluir, entre suas prioridades, uma atuação voltada para o desenvolvimento do mercado de capitais.**

As novas orientações da política econômica implicam a redução do volume de recursos públicos disponibilizados para o BNDES, bem como apontam para uma participação crescente de recursos captados no mercado no *funding* de operações de crédito de curto prazo do sistema bancário, hoje financiadas com repasses do BNDES. Por outro lado, o BNDES continuará a contar com *funding* de longo prazo do FAT, embora a um custo mais elevado. Essas perspectivas sugerem que a nova política de financiamento de longo prazo siga as seguintes diretrizes:

- **O BNDES deve complementar os recursos providos pelo FAT com recursos captados em mercado**, seja recorrendo mais intensamente a recursos provenientes do mercado doméstico, seja acessando, com mais assiduidade, o mercado internacional.
- O BNDES deve priorizar as operações de longo prazo.
- **O BNDES deve contemplar a integração direta de recursos privados na estruturação de seus financiamentos** – notadamente, nos projetos de maior porte, mais complexos, de prazo mais longo e empreendidos por empresas de maior porte.

Dada a reconhecida competência do BNDES na análise de projetos de investimento, a participação de recursos privados em projetos financiados pelo Banco pode ser viabilizada, por meio de remuneração pouco superior às taxas dos títulos do Tesouro, embora com prazos inferiores ao prazo total do financiamento.

O BNDES tem, contudo, por suas próprias características, dificuldade de atuar de forma mais pulverizada para atender a um grande número de empresas de menor porte.

Tal limitação foi superada, no caso dos financiamentos de prazos mais curtos, pela articulação entre o BNDES e os bancos comerciais, o que permitiu que cerca de metade de suas operações fosse originada pelo sistema bancário. **O BNDES deve procurar reproduzir essa experiência nos financiamentos de longo prazo.**

- **O BNDES deve** contemplar uma articulação com instituições que operam no mercado de capitais, para **viabilizar o financiamento de longo prazo de empresas de menor porte.**

Diretrizes para o BNDES

- **Captação de recursos para suas operações, por meio de:**
 - » acesso mais frequente ao mercado financeiro internacional;
 - » securitização de ativos de suas carteiras de crédito e de títulos; e
 - » maior agilidade na rotação de suas carteiras de ações e de títulos de renda fixa, via venda em mercado.
- **Financiamento de empresas de maior porte**

Estruturação das operações de financiamento, via alocação de parcela do financiamento requerido a debêntures de emissão da empresa financiada, com prazos adequados às condições do mercado e oferecendo o BNDES garantia de compra da parcela não absorvida pelo mercado.
- **Financiamento a empresas de menor porte**

Estruturação pelo BNDES, diretamente ou em parceria com outras instituições financeiras, de FDICs ou de FIC-FIDCs voltados principalmente para emissões de menor porte, como mecanismo para orientar recursos privados para o financiamento de longo prazo a empresas que têm dificuldade de acessar o mercado financeiro, caso em que:

 - » o BNDES pode subscrever as cotas subordinadas do FDIC para reduzir o risco de investidores, aumentando a demanda de cotas e reduzindo o custo de captação. Essa subscrição deve ser compartilhada com as instituições financeiras que participam da estruturação do FDIC; e
 - » a presença do BNDES na estruturação e gestão do FDIC permite que seja admitida a participação de investidores não qualificados nesses fundos, independentemente de uma revisão geral da vedação hoje vigente.
- **Apoio ao mercado de debêntures**
 - » o BNDES deve operar como um *dealer* do mercado secundário de debêntures e de cotas de FDICs, atuando, inclusive, como *market-maker* nos casos das debêntures integradas a suas operações de financiamento e das cotas dos FDICs que estruturar; e
 - » o BNDES deve criar um programa de garantias firmes para a parcela das ofertas de debêntures incentivadas não absorvidas pelo mercado, condicionada à avaliação de risco do banco.
- **Iniciativas de natureza operacional**

Revisão dos processos de aprovação das operações de crédito do BNDES, tendo em vista acesso mais simples e transparente das empresas e redução do prazo de tramitação, sem sacrifício da avaliação de risco, considerando em particular:

- » a adoção de procedimentos simplificados para empresas com boa avaliação; e
 - » a revisão dos procedimentos e exigências em operações indiretas cujo risco é assumido pelo banco agente.
- **Uniformização da percepção de risco no âmbito do BNDES, com a equalização do rating mínimo exigido para as operações de mercado de capitais e para as suas operações de crédito pelo Finem.**

LISTA DAS PROPOSTAS DA INDÚSTRIA PARA AS ELEIÇÕES 2018

1. Segurança Jurídica e Governança: o problema e a agenda
2. Segurança Jurídica e Governança na Infraestrutura
3. Segurança Pública: a importância da governança
4. O Brasil na OCDE: um caminho natural
5. Saúde Suplementar: uma agenda para melhores resultados
6. Educação: a base para a competitividade
7. Ensino de Engenharia: fortalecimento e modernização
8. Financiamento Privado de Longo Prazo: uma agenda para fortalecer o mercado de debêntures
9. Licenciamento Ambiental: propostas para a modernização
10. Biodiversidade: as oportunidades do uso econômico e sustentável
11. Mudanças Climáticas: estratégias para a indústria
12. Economia Circular: o uso eficiente dos recursos
13. Segurança Hídrica: novo risco para a competitividade
14. Modernizar a Tributação Indireta para Garantir a Competitividade do Brasil
15. Tributação da Renda de Pessoas Jurídicas: o Brasil precisa se adaptar às novas regras globais
16. Tributação sobre a Importação e Exportação de Serviços: mudar para uma indústria competitiva
17. Tributação no Comércio Exterior: isonomia para a competitividade
18. Relações de trabalho: caminhos para continuar a avançar
19. Modernização Previdenciária e da Segurança e Saúde no Trabalho: ações para avançar
20. Privatização da Infraestrutura: o que falta fazer?
21. Sistema Portuário: avanços, problemas e agenda
22. Transporte Marítimo de Contêineres e a Competitividade das Exportações
23. Transporte Ferroviário: colocando a competitividade nos trilhos
24. Saneamento Básico: uma agenda regulatória e institucional
25. Grandes Obras Paradas: como enfrentar o problema?
26. Energia Elétrica: custos e competitividade

27. Insumos Energéticos: custos e competitividade
28. Gás Natural: mercado e competitividade
29. Térmicas na Base: a escolha inevitável
30. Telecomunicações: modernização do marco institucional
31. Inovação: agenda de políticas
32. Indústria 4.0 e Digitalização da Economia
33. Compras Governamentais e Desenvolvimento Tecnológico:
a experiência internacional e propostas para o Brasil
34. Propriedade Intelectual: uma agenda para o desenvolvimento industrial
35. Governança do Comércio Exterior: aperfeiçoamento de
instituições e competências
36. Acordos Comerciais: as prioridades
37. Barreiras Comerciais e aos Investimentos: ações para abrir mercados
38. Investimentos Brasileiros no Exterior: superando os obstáculos
39. Defesa Comercial: agenda para um comércio justo
40. Financiamento e Garantias às Exportações:
mais eficácia no apoio ao exportador
41. Facilitação e Desburocratização do Comércio Exterior Brasileiro
42. Documentos Aduaneiros: comércio exterior sem amarras
43. Política Industrial Setorial: conceitos, critérios e importância (esse documento
será divulgado em um seminário específico dedicado ao tema)

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA – CNI

Robson Braga de Andrade

Presidente

Diretoria de Políticas e Estratégia

José Augusto Coelho Fernandes

Diretor

Diretoria de Desenvolvimento Industrial

Carlos Eduardo Abijaodi

Diretor

Diretoria de Relações Institucionais

Mônica Messenberg Guimarães

Diretora

Diretoria de Educação e Tecnologia

Rafael Esmeraldo Lucchesi Ramacciotti

Diretor

Diretoria Jurídica

Hélio José Ferreira Rocha

Diretor

Diretoria de Comunicação

Carlos Alberto Barreiros

Diretor

Diretoria de Serviços Corporativos

Fernando Augusto Trivellato

Diretor

Diretoria CNI/SP

Carlos Alberto Pires

Diretor

CNI

Robson Braga de Andrade
Presidente

Diretoria de Políticas e Estratégia – DIRPE

José Augusto Coelho Fernandes
Diretor

Gerência Executiva de Política Econômica – PEC

Flávio Castelo Branco
Gerente-Executivo

Eduardo Augusto Guimarães
Consultor

Coordenação dos projetos do Mapa Estratégico da Indústria 2018-2022**Diretoria de Políticas e Estratégia – DIRPE**

José Augusto Coelho Fernandes
Diretor

Renato da Fonseca
Samantha Ferreira e Cunha
Maria Carolina Correia Marques
Mônica Giágio
Fátima Cunha

Gerência Executiva de Publicidade e Propaganda – GEXPP

Carla Gonçalves
Gerente-Executiva

André Augusto Dias
Produção Editorial

Área de Administração, Documentação e Informação – ADINF

Maurício Vasconcelos de Carvalho
Gerente-Executivo

Alberto Nemoto Yamaguti
Normalização

ZPC Comunicação
Revisão Gramatical

Editorar Multimídia
Projeto Gráfico

IComunicação
Diagramação

Athalaia Gráfica Editora
Impressão

 .cni.org.br

 /cnibrasil

 /cni_br

 /cnibr

 /cniweb

CNI

Confederação Nacional da Indústria

CNI. A FORÇA DO BRASIL INDÚSTRIA



ISBN 978-85-7957-198-5



9 788579 571985