

Garantia incondicional ou seguro de crédito à exportação de aeronaves? Visões da experiência internacional

Sérgio Bittencourt Varella Gomes
Sérgio Augusto Novis Filho*

Resumo

O objetivo do artigo é sugerir aperfeiçoamentos no atual Seguro de Crédito à Exportação (SCE) de aeronaves disponível no Brasil. Para isso, examina-se o papel das agências governamentais de crédito à exportação (ECA) e do acordo setorial aeronáutico (ASU). As experiências acumuladas pelas ECAs americana, europeias e canadense são apresentadas, fruto de pesquisas documentais e de entrevistas realizadas com funcionários graduados delas. A evolução dos instrumentos por elas empregados – seguro de crédito condicional, incondicional e garantia incondicional – é discutida. Foca-se, então, na comparação entre a competitividade de cada uma dessas formas de apoio oficial, à luz do ASU. Na conclusão, são sintetizadas algumas “lições aprendidas” para o Brasil. Com isso, sugerem-se possíveis contribuições do BNDES ao aperfeiçoamento do apoio público oficial às exportações brasileiras de produtos da indústria aeronáutica.

* Respectivamente, gerente no Departamento de Comércio Exterior 1 da Área de Comércio Exterior do BNDES e PhD em Dinâmica de Voo (Cranfield University, Inglaterra); e gerente no Departamento de Planejamento, Novos Negócios e de Suporte a Operações na América Latina, da Área de Comércio Exterior do BNDES, mestre em Administração (Ibmec). Os autores agradecem a colaboração de Márcio Nobre Migon, Vanessa de Sá Queiroz, João Alfredo Barcellos e Paulus Vinicius da Rocha Fonseca, do Departamento de Comércio Exterior 1, e de Carlos Frederico Braz de Souza e Luiz Eduardo Miranda Cruz, do Departamento de Planejamento, Novos Negócios e de Suporte a Operações na América Latina, todos da Área de Comércio Exterior do BNDES. Os autores também agradecem à equipe do US Ex-Im Bank que os recebeu em Washington, D.C., EUA, em 12 e 13 de março de 2015, e aos representantes das demais agências de crédito à exportação as diversas contribuições feitas para a elaboração do presente artigo.

Introdução

O financiamento à compra de aeronaves comerciais¹ constitui-se atualmente em um negócio que movimenta elevadas cifras no âmbito das finanças internacionais. A previsão é que, em 2015, a necessidade de financiamento para as novas aeronaves a serem entregues no mercado global pelos principais fabricantes² supere os US\$ 120 bilhões. Desse total, mais de 15% serão de aeronaves exportadas especificamente com apoio financeiro dos governos dos países-sede dos fabricantes (BONNASSIES, 2015), percentual um pouco abaixo da média histórica de 20% (GOMES, 2010).

Tal apoio se dá por meio de instituições financeiras governamentais, conhecidas universalmente pela sigla ECA, de Export Credit Agency, e, no português, pelo termo agências de crédito à exportação. As mais atuantes no mercado de aeronaves comerciais são apresentadas no Quadro 1.

O BNDES³ realiza operações de financiamento à exportação de aeronaves brasileiras há 18 anos, desde 1997. Já a operacionalização do SCE, hoje plenamente vigente no ordenamento exportador brasileiro e utilizado pelo BNDES, conta com 13 anos de existência, desde 2002. Dessa forma, parece apropriado lançar um olhar sobre a atuação de países com experiências mais longas no apoio governamental ao comércio exterior. Em especial, tentar explorar caminhos para o aperfeiçoamento da sistemática hoje existente no Brasil. Esse é o objetivo central deste artigo.

Este artigo está estruturado em oito seções. Depois desta introdução, serão abordadas a temática do financiamento à exportação de aeronaves por parte de instituições financeiras governamentais – as ECAs – e as justificativas e decisões de política econômica que respaldam tal quadro. Além disso, serão apresentadas as características básicas do SCE, *vis-à-vis* seus correspondentes ou equivalentes nas demais ECAs de peso no financiamento à exportação de aeronaves.

¹ São aquelas utilizadas para o transporte comercial de passageiros e/ou carga, podendo ser propulsionadas tanto por motores a jato como por turboélices.

² Essencialmente Airbus (Europa), Boeing (Estados Unidos), Bombardier (Canadá), Embraer (Brasil) e ATR (França e Itália). O total anual de aeronaves comerciais novas entregues em todo o mundo é estimado atualmente em 1,3 mil a 1,4 mil unidades.

³ A referência ao BNDES diz respeito às operações de sua Área de Comércio Exterior.

Quadro 1 | Agências governamentais de crédito à exportação dos principais países fabricantes de aeronaves comerciais

País	Classificação de risco de crédito (rating) global*	Export Credit Agency	Principais fabricantes aeronáuticos apoiados
Alemanha	AAA	Euler Hermes Kreditversicherungs-AG	Airbus
Brasil	BB	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), por meio do BNDES Exim (complementado pelo FGE)**	Embraer
Canadá	AAA	Export Development Canada (EDC)	Bombardier, motores Pratt & Whitney Canada
Estados Unidos	AAA	Export-Import Bank of the United States (US Ex-Im)	Boeing, motores Pratt & Whitney, General Electric
França	AA	Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (Coface)	Airbus e ATR
Itália	BBB	Servizi Assicurativi del Commercio Estero (Sace Spa)	ATR
Reino Unido	AA+	United Kingdom Export Finance (UKEF)	Airbus e motores Rolls Royce

Fonte: Elaboração própria.

*De acordo com a avaliação da agência Moody's Investors Service, dos Estados Unidos, em 15.3.2015.

** Fundo de Garantia à Exportação, de natureza contábil, com recursos do Tesouro Nacional, vinculado ao Ministério da Fazenda, com assessoramento técnico da Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias (ABGF). A operacionalização do fundo é feita pela Secretaria de Assuntos Internacionais, do Ministério da Fazenda, por meio do Seguro de Crédito à Exportação (SCE).

Na sequência, este estudo tentará mostrar como e por que as ECAs têm sua atuação formalmente balizada pelas regras do *aircraft sector understanding* (ASU),⁴ ou seja, o acordo setorial aeronáutico. Trata-se de um “acordo de cavalheiros” entre nações, não sendo, portanto, um tratado internacional. Foi firmado em 2007 (e revisto em 2011) pelos principais países fabricantes de aeronaves, incluindo o Brasil, no âmbito da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE ou, no inglês, Organisation for Economic Co-operation and Development – OECD).

⁴ O texto completo do acordo está disponível em: <www.oecd.org/tad/xcred>.

Em seguida, inicia-se a busca da *raison d'être* do presente artigo. Isso é feito tentando-se obter uma visão panorâmica da sistemática europeia. Esta é calcada no conceito do seguro de crédito – portanto mais próximo ao Fundo de Garantia à Exportação (FGE) brasileiro. Dependendo do(s) país(es) do fabricante da aeronave em questão, há uma, duas ou mesmo três ECAs envolvidas ao mesmo tempo, o que amplia as dimensões e a complexidade da discussão.

Na seção subsequente, é discutida a experiência dos Estados Unidos da América (EUA). Nessa parte, busca-se uma explicação para o fato de que a garantia financeira oferecida pelo US Ex-Im Bank veio a predominar, ao longo do tempo, como o instrumento para apoiar a exportação de aeronaves, ganhando ampla aceitação entre os bancos comerciais.

Posteriormente, procede-se à avaliação da experiência canadense, apesar de, no setor aeronáutico, a Export Development Canada (EDC) não operar com seguro ou garantia de crédito. Porém, do mesmo modo que o BNDES, essa ECA também desembolsa recursos nas operações de financiamento de aeronaves.

Em seguida, procura-se resumir o “campo de jogo” atual do financiamento oficial a exportações de aeronaves, levando em consideração o ASU, as várias ECAs e suas diferentes formas de apoio.

Por fim, são sintetizadas as “lições aprendidas” ao longo da realização deste trabalho, explicitando algumas possíveis contribuições do BNDES ao aperfeiçoamento do apoio público oficial às exportações brasileiras de produtos da indústria aeronáutica.

Cabe destacar que, para elaboração deste artigo, os autores realizaram entrevistas com especialistas das ECAs no apoio à exportação de aeronaves. As consultas ocorreram entre novembro de 2014 e junho de 2015 em reuniões presenciais, videoconferências e contatos por *e-mail*. A lista com os profissionais consultados e suas respectivas agências consta no Apêndice.

Por que apoiar a exportação de aeronaves?

Apesar da experiência de quase vinte anos do BNDES, por meio do produto BNDES Exim, no apoio à exportação de aeronaves, com frequência esse apoio suscita dúvidas e conjecturas no público leigo. Para muitas pessoas, não parece óbvio ou natural que governos devam ter envolvimen-

to no financiamento⁵ desses bens de capital de altíssimo valor agregado,⁶ comercializados em dólares dos EUA e que estão sempre na fronteira da inovação tecnológica.

Esse debate é antigo. No Reino Unido, por exemplo, o secretário de Indústria e Comércio chegou a contratar uma consultoria especializada, em fins da década de 1990, para elaboração de um estudo sobre o assunto, o qual foi subsequentemente apresentado ao Parlamento Britânico (NERA, 2000). Em artigo anterior (GOMES, 2010), foram apresentadas algumas das recentes controvérsias que existem em torno da atuação das ECAs, em escala global. De um modo geral, análises desse tipo chegam a algumas conclusões semelhantes, entre as quais se mencionam cinco, nos parágrafos seguintes.

A primeira conclusão recorrente é que, em análises de dados de séries temporais longas, a fatia de mercado das ECAs atinge a média anual de 20% do total de recursos demandados para financiar novas aeronaves comerciais a jato em todo o mundo. Isso se refere essencialmente aos jatos produzidos por Airbus (Europa), Boeing (EUA), Bombardier (Canadá) e Embraer (Brasil). Nos períodos de crise, em que o setor financeiro privado se retrai, essa fatia pode subir para 30%-40%. Já nos períodos exuberantes do ciclo econômico capitalista, fatias de apenas 10% para as ECAs já foram observadas (WEIJER, 2007). Para 2015, as projeções indicam valores um pouco abaixo da média. Conforme indicado no Gráfico 1, a participação das ECAs tem sido de aproximadamente 15% do total das entregas de aeronaves comerciais da indústria aeronáutica mundial.

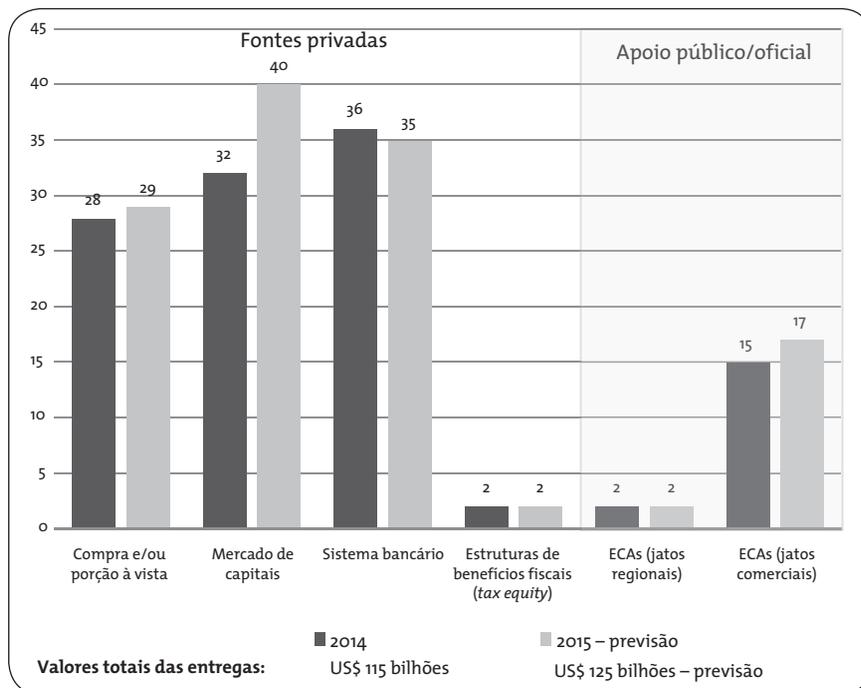
A segunda é que há certos modelos de aeronaves (lançamentos ou de nicho) que claramente não despertam o apetite para financiamento no setor privado. Um caso clássico desse mercado foi o financiamento das aeronaves Boeing 747-400F – a versão para o transporte exclusivo de carga aérea do Boeing 747 – para a Korean Air. Essa é uma empresa que tem um bom histórico financeiro. Portanto, não representa um risco anormal de crédito. Porém, como na maioria dos financiamentos aeronáuticos, a garantia principal é a própria aeronave: em caso de inadimplemento, a aeronave será apropriada pelo financiador, para venda no mercado, visando quitar o saldo

⁵ As principais formas de apoio das ECAs – financiamento direto, seguro, garantia – são apresentadas na subseção “Formas de apoio”.

⁶ Aeronaves comerciais a jato, por exemplo, têm preços de tabela entre US\$ 20 milhões (E-Jets da Embraer) e US\$ 400 milhões (Airbus A380, sem desconto por compras em quantidade).

devidor. Ocorre que o Boeing 747-400F tem um mercado secundário relativamente escasso, poucas empresas se interessariam em comprar um produto desses, usado e fora de um planejamento de longo prazo bem estruturado.⁷ Assim, não é surpreendente que as aeronaves da Korean Air tenham sido adquiridas com o apoio do US Ex-Im Bank.

Gráfico 1 | Fontes de recursos para a aquisição de aeronaves comerciais a jato (em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria, com base em Bonnassies (2015).

A terceira é que o mercado de aeronaves comerciais a jato tem abrangência geográfica global, operando com elevado nível de concorrência entre seus principais *players*, havendo inclusive mercados com elevado risco político e/ou jurisdicional. Assim, nenhum país que fabrica aeronaves pode prescindir do apoio de uma ECA própria, pois todos os demais países assim o fazem. Se o Brasil não contasse com o apoio do BNDES, a Embraer atuaria

⁷ Usualmente avalia-se que um modelo de aeronave comercial terá um razoável mercado secundário para recomercialização quando alcança pelo menos 19 operadores no mundo.

no mercado mundial em grande desvantagem em relação à sua principal concorrente, Bombardier, do Canadá.

A quarta é que, quando fabricantes de aeronaves concorrem para fornecer um novo lote de aeronaves, a negociação com a empresa aérea pode se estender por prazos, por exemplo, de dois anos. Ocorre assim muitas vezes que a empresa exija, como pré-condição, que a ECA do país do fabricante esteja disposta a analisar e, eventualmente, a conceder o financiamento requerido para garantir o cronograma de entregas de parte daquele lote. Caso a ECA não existisse ou se negasse a participar da concorrência em apoio ao fabricante, este estaria em clara desvantagem em relação aos concorrentes de outros países, vindo possivelmente a ser eliminado do certame.

A quinta é que a fabricação de aeronaves engloba sempre uma cadeia produtiva, integrada, em grande parte, por pequenas e médias empresas.⁸ Nesse conjunto, estão também, frequentemente, pequenas empresas fabricantes de aeronaves leves, para uso como táxi aéreo, pulverização agrícola, transporte executivo etc. Em concorrências internacionais – visto que essa indústria é global – o apoio da ECA é muitas vezes vital para essas empresas de menor porte. Isso porque o setor financeiro privado não tem, de modo geral, esse segmento de negócios entre as suas prioridades.

Observa-se, assim, que essas conclusões básicas se referem essencialmente ao mercado de financiamento de aeronaves em escala global. Outros fatores, no entanto, costumam também fundamentar a existência das ECAs e o apoio realizado por elas, como o suporte à base industrial de aeroespço e defesa do país. A empresa fabricante de jatos comerciais também é, com frequência, fabricante de material de defesa e até mesmo de produtos do setor espacial. Como exemplo, podemos citar Airbus, Boeing, Embraer e, em menor escala, Bombardier.

Nesse contexto, a existência e a atuação a contento das ECAs é considerada prioridade nacional, na medida em que manter e fomentar a base industrial de defesa seja política de Estado. No Brasil, tal formulação só se consolidou de fato com o Decreto 6.703, de 18 de dezembro de 2008, que aprovou a Estratégia Nacional de Defesa. Esta estabelece, entre outras prioridades, as medidas e os incentivos necessários à sustentabilidade da BID

⁸ Segundo a Associação das Indústrias Aeroespaciais do Brasil, o setor foi responsável por 24 mil empregos em 2014, com receitas de mais de US\$ 6,4 bilhões (AIAB, 2015).

do país.⁹ Porém, nos demais países fabricantes de aeronaves, esse quadro institucional já acumula várias décadas, desde o fim da Segunda Guerra Mundial. O controle absoluto exercido sobre o espaço aéreo nacional por meio de aeronaves de combate fabricadas no próprio país, como premissa de soberania, foi um dos resultados duradouros daquele conflito. Assim, nos EUA, na Europa e no Canadá (e também na China, na Índia, na Rússia e no Japão), o fomento à BID é questão de Estado consolidada.

Como complemento a essa análise, é oportuno frisar que boa parte das tecnologias incorporadas nos equipamentos de defesa tem natureza dual: serve tanto para produtos comerciais como para material bélico. Assim, quando o US Ex-Im Bank apoia a exportação de um Boeing adquirido por uma empresa aérea, ele contribui para a sustentabilidade do equilíbrio entre os faturamentos civil e militar daquele fabricante. Além disso, permite que diversas tecnologias incorporadas nessa aeronave possam também integrar produtos de defesa daquele fabricante, gerando economias de escala.

Dessa forma, parece apropriado afirmar que o apoio continuado do BNDES às exportações de jatos comerciais da Embraer tem relevância para o país. Tendo acumulado já quase duas décadas, esse apoio permitiu que a empresa tivesse o domínio de tecnologias que têm sido incorporadas em seus novos produtos, por exemplo, no KC-390, sua aeronave militar cargueira e para reabastecimento em voo que está chegando atualmente ao mercado sob encomenda e patrocínio da Força Aérea Brasileira. De forma complementar, também parece correto afirmar que essa atuação do BNDES tem contribuído para a criação e manutenção de empregos que exigem especialização e qualificação elevadas. Essa atuação na fronteira da tecnologia e inovação propicia a geração de produtos com alto valor agregado.

Qual o papel do seguro de crédito?

A forma de apoio das ECAs aos seus fabricantes aeronáuticos não é idêntica mundo afora. O US Ex-Im Bank,¹⁰ por exemplo, trabalha principalmente com a oferta de garantia ao crédito à exportação, sendo os recursos

⁹ “É um dado da realidade. Nós demoramos muito tempo a lançar as bases de uma indústria de defesa...”, declaração de Jaques Wagner, ministro da Defesa, publicada em *O Globo*, edição de 22.5.2015, p. 3.

¹⁰ O US Ex-Im é uma agência governamental subordinada ao Poder Executivo do governo dos EUA. Apesar de não regulado pelo Federal Reserve Board, tem em seu escopo de atuação a concessão de empréstimos, emissão de seguros e garantias bancárias, podendo ainda atuar como arrendatária em estruturas de *leasing*. O US Ex-Im goza de imunidade tributária.

financeiros (*funding*) fornecidos e desembolsados por um banco privado. Em caso de inadimplemento do comprador/importador da aeronave, o banco privado é ressarcido prontamente do saldo devedor em aberto. O US Ex-Im Bank passa a deter o controle da operação daí em diante (para tentar a recuperação do crédito, partir para a execução da hipoteca sobre a aeronave etc.). Como esse ressarcimento ao banco privado é feito de forma rápida e desburocratizada, esse tipo de garantia é conhecido no jargão do mercado como *on-demand*. A garantia ao crédito será honrada por simples demanda do banco privado, desde que, naturalmente, a situação de inadimplemento financeiro (*default*) do tomador original dos recursos (importador) reste comprovada nos termos do contrato que rege o financiamento (ver seção “A trajetória norte-americana”).

No caso das ECAs europeias, a modalidade do apoio é similar àquela do US Ex-Im Bank, porém na forma de um seguro de crédito. Em caso de inadimplemento, as ECAs e os bancos responsáveis pelo *funding* da operação têm um caminho maior a percorrer até o desenlace da indenização, chamado de regulação do sinistro. Esse processo envolve não somente uma caracterização mais detalhada e auditada do inadimplemento em si como também um trabalho conjunto na fase subsequente de tentativa de recuperação do crédito (ver seção “A trajetória europeia”).

Já no caso do Canadá, apesar do baixíssimo risco que representaria uma garantia canadense para atrair *funding* privado, dada sua classificação de risco de crédito AAA, a EDC trabalha com recursos próprios. Dessa forma, sua atuação é similar àquela de um banco, na medida em que desembolsa, ela própria, os créditos à exportação de aeronaves fabricadas no país. Nesse sentido, o Brasil seguiu um caminho parecido com o canadense: o BNDES, quando instado a financiar a exportação de aeronaves, também desembolsa integralmente os valores de créditos contratados.

Há, porém, no caso brasileiro, uma opção aberta ao BNDES: ele pode atuar puramente como banco, carregando o risco de inadimplemento do importador da aeronave no seu próprio balanço patrimonial ou pode recorrer ao SCE, com a finalidade de ser ressarcido do valor do financiamento em aberto quando da ocorrência de um inadimplemento. No quadro institucional do país, o SCE é operacionalizado pela Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias (ABGF), contratada pelo Ministério da Fazenda. O SCE tem por lastro o FGE, o qual está legalmente vinculado a esse ministério.

No contexto geral preliminar assim descrito, pode-se inferir que, em determinadas circunstâncias, é possível ao BNDES agir como uma instituição financeira internacional, avaliando de forma independente os riscos que poderá correr ao financiar diretamente determinado importador de aeronave. Já em outras circunstâncias, essencialmente relacionadas aos limites regulatórios de exposição¹¹ e à preservação destes para operações domésticas do Banco, o BNDES pode optar por repassar tal risco, contratando o SCE. Naturalmente que, nesse último caso, tal contratação só será possível depois da análise da operação de financiamento e aceitação da mesma por parte do Comitê de Financiamento e Garantia das Exportações.¹² Nesta última modalidade, o BNDES age como os bancos internacionais que financiam as exportações da Airbus ou da Boeing, os quais contam com a cobertura das ECAs europeias ou do US Ex-Im Bank, respectivamente.

Em todas as circunstâncias, porém, seja no caso do Brasil, seja nos demais países e suas respectivas ECAs, é importante que se registre que o último recurso é sempre ao Tesouro Nacional de cada país. Ou seja, tal participação governamental em um mercado de transações essencialmente privadas, como é o financiamento da aquisição de aeronaves comerciais, é o resultado de políticas públicas deliberadas em favor do setor aeronáutico, há mais de cinquenta anos no caso dos EUA e da Europa (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003) e há menos de vinte anos no caso do Brasil.

Nesse sentido, para além das várias razões já elencadas no início desta seção, permanece a razão fundamental, que é o fomento das exportações, algo de que nenhum país pode prescindir, uma vez que afeta diretamente seu balanço de pagamentos. Ademais, o fomento às exportações de produtos e serviços de aeroespço e defesa reveste-se de um caráter estratégico singular no campo das prioridades nacionais de cada país, como já indicado anteriormente. Dessa forma, a existência do SCE no ordenamento exportador brasileiro permite que o BNDES apoie exportações de aeronaves para além dos limites regulatórios estabelecidos para o próprio Banco se viesse assumir

¹¹ O estabelecimento desses limites regulatórios, assim como da fiscalização de sua observância, é de responsabilidade do Banco Central do Brasil. O BNDES recebe tratamento regulatório idêntico aos demais bancos que compõem o sistema financeiro brasileiro, inclusive no âmbito tributário.

¹² Comitê de Financiamento e Garantias das Exportações, colegiado integrante da Câmara de Comércio Exterior (CAMEX). Tem, entre outras atribuições, a de aprovar a prestação de garantias do FGE, com base em relatório técnico da ABGF. É composto por representantes do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, da Fazenda (por intermédio da Secretaria de Assuntos Internacionais e da Secretaria do Tesouro Nacional), das Relações Exteriores, do Planejamento, Orçamento e Gestão e da Casa Civil da Presidência da República.

integralmente o risco de crédito em vez de transferi-lo ao SCE. Esse arranjo torna assim possível ampliar a exposição ao risco por empresa financiada e ao setor de transporte aéreo.

No entanto, é preciso levar-se em consideração que, em todas as operações de financiamento à exportação de aeronaves, qualquer que seja a ECA envolvida, há sempre um item fundamental para manter a solvência do sistema de cada país: a cobrança do chamado *spread* de risco ou da taxa de prêmio de risco. Isso significa que a empresa financiada paga um determinado valor à vista (prêmio) ou financiado (*spread*, que integra a taxa de juros total) a título de margem de risco. O cálculo desse prêmio obedece a critérios atuariais, da mesma forma como também são empregados critérios equivalentes no cálculo do prêmio para seguro automobilístico, para seguro de vida e, ainda, na concessão de créditos por instituições financeiras.

Tal explicação é forçosa e necessária para se poder afirmar, de forma robusta e inequívoca, um fato corriqueiro do mercado: nenhum Tesouro Nacional, operando em apoio à sua respectiva ECA, teve prejuízos significativos e duradouros desde o início do financiamento à exportação de aeronaves décadas atrás.

No caso do Brasil, se a operação de financiamento é realizada diretamente pelo BNDES, a taxa ou o *spread* de risco é destinada ao próprio Banco. Caso a operação conte com a cobertura do SCE, tais recursos vão para o FGE.

O papel do acordo setorial aeronáutico

Breve histórico

A sigla ASU é utilizada para designar o acordo setorial aeronáutico, que consiste, formalmente, no *Sector understanding on export credits for civil aircraft*, anexo III do chamado *Arrangement on officially supported export credits*¹³ – consenso da OCDE sobre créditos públicos à exportação –,¹⁴ denominado também, simplesmente, consenso. A essência do consenso da

¹³ Títulos dos dois documentos mencionados, em tradução livre: Acordo setorial sobre créditos à exportação de aeronaves civis e Consenso sobre diretrizes para créditos governamentais à exportação.

¹⁴ A primeira versão do consenso data de 1978, sendo aplicável na fase pós-embarque ao financiamento ou garantia pública à exportação com prazo de pagamento igual ou superior a dois anos, à exceção de produtos agrícolas e de defesa e segurança. Determinados segmentos de produtos ou projetos têm termos e condições específicas e mais favoráveis, resultando nos acordos setoriais, anexos ao consenso, como é o caso do ASU. Financiamentos na fase pré-embarque não são regulados pelo consenso ou pelo ASU.

OCDE, assim como do ASU, é a neutralização da influência do pacote de crédito público ao importador como elemento decisório na concorrência entre empresas exportadoras. Considerando que os governos ofereçam condições similares de financiamento,¹⁵ a escolha será baseada essencialmente pelo binômio preço-qualidade dos bens e/ou serviços exportados, sem a interferência do poder econômico estatal.

A adesão brasileira ao ASU é um desdobramento da disputa sobre subsídios ao comércio de aeronaves civis, protagonizado por Brasil e Canadá no âmbito da Organização Mundial do Comércio (OMC)¹⁶ entre 1998 e 2002. Mesmo depois de concluídos os painéis na OMC, nada garantia que não surgiria uma nova disputa entre o Brasil e o Canadá. O Órgão de Solução de Controvérsias havia conseguido pôr fim a conflitos específicos, mas sempre poderia surgir algum ponto a ser questionado futuramente caso fossem criadas novas modalidades de apoio à exportação, além do natural acirramento da competição com base em eventuais novos modelos e segmentos de aeronaves.

Ademais, naquele mesmo período, os EUA e o consórcio europeu de governos que apoiam as exportações da Airbus também buscavam aprimorar seu acordo sobre crédito à exportação de aeronaves, a versão já existente do anexo III do consenso da OCDE. Tal revisão era influenciada pelo resultado dos contenciosos Brasil e Canadá na OMC e pela orientação da Export Credits Guarantee Department (ECDG), ECA do Reino Unido, em ajustar suas práticas de precificação para que resultassem em maior consistência metodológica e melhor gestão de risco.¹⁷

Nesse contexto, o Brasil, além dos então recentes contenciosos na OMC, enfrentava ainda outros fatores que também pressionavam por melhor sistematização de seu apoio público à exportação de aeronaves:

- a) os atentados de 11 de setembro de 2001, que limitaram a oferta de crédito privado às exportações em geral, inclusive as da Embraer;

¹⁵ Os termos e condições regulados pelo ASU dizem respeito essencialmente à porção máxima financiável do valor exportado, prazo máximo de pagamento, taxa de juros e *spread* (ou prêmio) de risco.

¹⁶ Foram três painéis no órgão de dissolução de controvérsias da OMC: DS 46 (Export financing programme for aircraft); DS 70 (Measures affecting the export of civilian aircraft); e DS 222 (Export credits and loan guarantees for regional aircraft).

¹⁷ Como consequência das perdas com a crise asiática no fim dos anos 1990, o Tesouro britânico decidiu implementar um abrangente processo de revisão das práticas da ECGD, então percebida como em risco de insolvência.

- b) o limite de exposição do BNDES ao setor aeronáutico, esgotado pelo significativo volume das operações já realizadas em relação ao patrimônio de referência do Banco;
- c) a desvalorização do real no período de 1999 a 2002, que limitou radicalmente o orçamento do PROEX Equalização;¹⁸
- d) a limitada disponibilidade da nova garantia pública com recursos do FGE; e
- e) a sinalização, por parte do governo canadense, seja por meio da EDC ou da província de Québec, de intensificar sua disposição em apoiar as campanhas comerciais da Bombardier.

Assim, em abril de 2004, o Brasil iniciou sua participação no subgrupo de trabalho sobre o ASU, no âmbito do grupo de créditos à exportação da OCDE. Essa participação tinha como premissa a ampla revisão dos termos do acordo vigente, desde que em igualdade de condições negociadoras perante os demais membros.¹⁹

O consenso da OCDE é apenas um “acordo de cavalheiros” (*soft law*), não vinculante e que não prevê procedimentos arbitrais em caso de disputas. Diz-se, no jargão do setor, um acordo “sem dentes”.²⁰ Entretanto, considerando a permanente participação dos países-membros na negociação e monitoramento de suas regras, com pelo menos duas reuniões plenárias anuais, traduz-se em um eficaz mecanismo de autorregulamentação. Por meio dele, as ECAs voluntariamente adotam as condições por elas mesmas acordadas, de tal forma que dois princípios fundamentais sejam alcançados: transparência e previsibilidade.²¹

A primeira versão do ASU com a participação do Brasil passou a vigorar a partir de julho de 2007. Uma revisão desse acordo foi negociada ao longo de 2010 e entrou em vigência em fevereiro de 2011. Essa versão, conhecida como ASU 2011, reúne o conjunto de regras atualmente em vigor.

¹⁸ Programa de apoio às exportações brasileiras na forma de equalização da taxa de juros para níveis do mercado internacional. É operado pelo Banco do Brasil, sob delegação do Tesouro Nacional.

¹⁹ As principais delegações negociadoras no ASU são: Brasil, Canadá, Estados Unidos, Japão e União Europeia – especialmente, Alemanha, França, Reino Unido e Itália.

²⁰ Eventuais disputas pela inobservância dos termos regulados pelo consenso podem ser objeto de disputas na OMC. Entretanto, na prática, o ambiente negociador permanente entre seus participantes revela-se como um “colete à prova de balas” em relação à formalização de eventuais disputas.

²¹ Os termos e condições do ASU não devem ser percebidos *a priori* como melhores práticas. Entretanto, sua negociação tem por princípio propor condições que seriam pretensamente oferecidas pelo mercado privado e que, simultaneamente, garantam a solvência das ECAs e de seus instrumentos no longo prazo.

Formas de apoio

O tema central deste artigo consiste na investigação da origem e das diferenças entre as formas de crédito oficial à exportação. Para isso, o ASU busca regular termos e condições que equiparem, na percepção do importador, os diferentes instrumentos de crédito à exportação oferecidos pelas respectivas ECAs. As formas de apoio oferecidas são: o financiamento direto; seguro ou garantia de crédito (*pure cover*); mecanismo para fixação da taxa de juros; ou qualquer combinação desses instrumentos (SALCIC, 2014).

Como definido anteriormente, um financiamento direto consiste no empréstimo realizado com recursos públicos da própria ECA. A cobertura pura, ou *pure cover*, significa que o apoio se dá por meio de um seguro ou garantia pública em favor de uma fonte privada dos recursos emprestados, tipicamente um banco comercial ou instrumentos de dívida do mercado de capitais.

Nesse contexto, é importante fazer-se uma distinção referente ao termo garantia. O foco do presente artigo é a garantia no seu sentido financeiro, ou seja, como modalidade de apoio à exportação, da mesma forma como o SCE. Não deve ser confundida com o significado jurídico de garantia, ou seja, o lastro de um contrato de financiamento, que pode assumir duas formas: reais ou pessoais, em que se incluem tanto o seguro quanto a garantia de crédito à exportação emitidos pelas ECAs.

O mecanismo de fixação de juros resulta de um contrato com o banco privado provedor dos recursos para o empréstimo que cobre uma taxa básica de juros pós-fixada, geralmente a *libor* do período de pagamento de juros (mensal, trimestral ou semestral) contra uma taxa fixa pré-fixada oferecida ao tomador pelo instrumento oficial. A diferença a maior ou a menor em cada vencimento de juros será, respectivamente, paga à ou recebida da agência pública, conforme o caso.

A prática do US Ex-Im para o apoio à exportação de aeronaves se dá, predominantemente, na forma de garantia incondicional,²² o que será mais explorado na seção “A trajetória dos Estados Unidos”. Seus termos e condições são reconhecidos como os de melhor qualidade entre as ECAs e, com isso, capazes de atrair o *funding* privado com a menor taxa de juros

²² A modalidade garantia prevista, no consenso da OCDE e no ASU, já incorpora a sua característica de ser incondicional. O termo garantia incondicional foi assim empregado no título do artigo (assim como em algumas passagens do texto) apenas para enfatizar esse aspecto ao público em geral.

possível. Na prática, para o provedor privado do empréstimo, uma transação garantida pelo US Ex-Im tem como risco de crédito o Tesouro dos EUA, independentemente de quem seja o devedor financiado, seu risco-país ou modelo da aeronave dada em garantia.

Os participantes europeus ativos no financiamento de aeronaves, apesar de praticarem a modalidade de seguro de crédito e não de garantia, ajustaram ao máximo suas apólices com o objetivo de que os bancos garantidos tenham a menor percepção de risco possível, dado que também são lastreadas no baixo risco de seus respectivos Tesouros Nacionais. Tais ajustes foram motivados pela projeção das exportações da europeia Airbus, concorrente direta da norte-americana Boeing. Assim sendo, na percepção dos europeus, seu seguro de crédito incondicional oferece termos e condições compatíveis com a garantia *on-demand* dos EUA, pelo que o ASU não prevê qualquer distinção de tratamento entre a garantia e o seguro praticados, respectivamente, em benefício de Boeing e Airbus.

Aqui cabe uma ressalva quanto ao apoio europeu para aeronaves civis de menor porte, notadamente as fabricadas pela ATR, assim como pelos demais fabricantes europeus de modelos executivos, helicópteros e aviação geral. A regulamentação europeia vigente até o fim de 2012 impedia a oferta da apólice de seguro incondicional para o apoio à exportação desses modelos. Com isso, a oferta de uma apólice de seguro de crédito condicional piorava a percepção de risco pelo provedor privado do empréstimo, levando sistematicamente a maior margem adicionada em sua taxa de juros. Para lidar com essa limitação, os europeus propuseram que o ASU previsse um desconto sobre o *spread* de risco a ser cobrado pelas ECAs para compensar o maior custo do *funding* privado, nos casos de *pure cover* com base em uma cobertura condicional. Argumentaram que, dessa forma, o custo total para o tomador seria adequadamente compatível com as demais modalidades praticadas pelas ECAs, seja seguro de crédito incondicional, seja garantia, seja financiamento direto.

O desconto previsto no ASU para apoio na forma condicional é de 0,05% ao ano sobre o *spread* de risco ou de 0,29% sobre o prêmio de risco pago à vista antecipadamente, conforme o caso. Esse desconto deixou de ser praticado pelos europeus na medida em que a legislação aplicável foi alterada a partir de 2013, estendendo a oferta da apólice de seguro incondicional a todos os modelos de aeronaves civis exportadas pelo bloco.

Campo de jogo nivelado

Não obstante o menor impacto que a condicionalidade impõe atualmente ao apoio europeu, essa distinção permanece prevista não só nos termos do ASU, mas também nas regras horizontais do consenso. Apesar de absolutamente independentes, as normas do prêmio de risco do consenso auxiliam, apesar de não esgotarem, a compreensão das características de condicionalidade não explicitadas no texto do ASU. No caso do consenso, são identificados três níveis de qualidade do produto de crédito à exportação: *below standard*, *standard* e *above standard*. Os dois primeiros designam o nível de qualidade do produto seguro de crédito. Note-se que somente o *standard* cobre os juros decorridos entre a data do inadimplemento e o pagamento da indenização ao fim do chamado “período de aguardo” (pagamento da indenização), que pode chegar a 210 dias. O *below standard* prevê indenização ao fim do período de aguardo com base no valor histórico inadimplido, isto é, sem o acréscimo de juros nesse período. O *above standard* é identificado apenas como garantia. O apoio na forma de financiamento direto é classificado como *standard*.

Com base nas consultas realizadas com especialistas das ECAs praticantes de seguros e garantias no âmbito do ASU,²³ foi elaborado o Quadro 2. Ele apresenta as principais características que diferenciam o seguro condicional do incondicional, sendo certo que esse entendimento não é uniforme nas respectivas práticas das ECAs.

Quadro 2 | Diferenças entre seguros e garantias públicas para aeronaves

Condição	Seguro condicional	Seguro incondicional	Garantia
Riscos comerciais	90%-95%	100%	100%
Riscos políticos	90%-100%	100%	100%
Período de aguardo	90 dias-180 dias	90 dias	30 dias
Juros durante o período de aguardo	Não coberto	Coberto	Coberto
Risco documental	Não coberto	Coberto	Coberto
Recuperação de crédito	Garantido	Garantido	Garantido

Fonte: Elaboração própria.

²³ Registre-se que tais diferenças não foram narradas como exclusivas para transações de aeronaves, sendo razoável admitir que as mesmas características sejam válidas para o crédito à exportação de forma geral.

Os três elementos destacados no quadro resumem as diferenças mais relevantes na perspectiva das ECAs entrevistadas. O período de aguardo consiste em uma espécie de carência para o pagamento da indenização visando aguardar a oportunidade de o devedor regularizar ou renegociar o crédito inadimplido. O risco documental diz respeito à comprovação, como condição para a indenização, de que os documentos para execução do crédito estejam em boa ordem e juridicamente válidos para ensejar a recuperação do crédito, por exemplo: promissórias, hipotecas, garantias pessoais, depósitos ou qualquer outra forma de colateral estabelecido no contrato de financiamento garantido. Já a atuação para a recuperação do crédito determina qual entidade será responsável pelas medidas administrativas e judiciais de todo o processo de recuperação. Nos casos de seguro de crédito, todas as ECAs destacaram que o garantido agirá sempre sob instrução da ECA garantidora.

Como se pode constatar, o produto garantia tem a melhor efetividade para o garantido, pois a indenização se dá em prazo muito curto, não há risco documental e não cabe ao garantido administrar e se responsabilizar pela eventual recuperação do crédito. Apenas o produto do US Ex-Im Bank apresenta todas essas características. Por outro lado, o US Ex-Im Bank destacou que ele é parte dos contratos do financiamento,²⁴ isto é, todo o processo de negociação e formalização das garantias e respectivos contratos ocorrem sob sua intervenção direta, restando um espaço muito limitado para interferência do garantido no processo de contratação do crédito.

Uma outra característica crucial explorada nas entrevistas com as ECAs diz respeito ao tratamento dos casos de inadimplemento não financeiro, isto é, a ocorrência de eventos caracterizados como inadimplência sem que tenha ocorrido ainda o não pagamento de uma parcela da dívida. Os casos mais comuns são relacionados à instauração de processo de recuperação judicial da empresa devedora ou ao descumprimento de obrigações relativas à preservação e manutenção da aeronave dada em garantia. Todas as ECAs destacaram não dispor de mecanismos de acompanhamento preventivo para isso, apesar de algumas terem mencionado a intenção de fazê-lo, até mesmo no curto prazo. De toda forma, foram unânimes ao afirmar que suas coberturas não são suspensas ou canceladas pela eventual

²⁴ Inclusive com o controle do *security trustee*, entidade prevista na legislação internacional para facilitar a estruturação de contratos de financiamento. Serve para controlar as garantias e os fluxos de recebimentos e pagamentos nesses contratos.

intempestividade nesse acompanhamento por parte do garantido e, caso ele identifique tal ocorrência, qualquer ação será sempre subordinada à instrução do garantidor.

Como visto anteriormente, apesar das diferenças operacionais dos diferentes produtos das ECAs, o ASU prevê o mesmo tratamento para o seguro de crédito incondicional e o produto garantia, restando apenas uma pequena diferença no *spread* ou prêmio de risco para os casos de seguro de crédito condicional.

Pelos elementos aqui resumidos sobre a negociação e a prática do ASU, pode ser inferido que o papel central do acordo – de harmonizar formas distintas para o crédito público à exportação de aeronaves civis – é apenas parcialmente alcançado. No entanto, o registro histórico existente desde a sua adoção parece comprovar que ele atende de forma pragmática à finalidade de se preservar a neutralidade do crédito público na decisão do importador, dada a ausência de questionamentos, no âmbito da OCDE ou mesmo da OMC, assim como dos exportadores, das empresas aéreas e da sociedade em geral. Com isso, parece também legítimo reconhecer que o ASU permite aos governos garantir a oferta de mecanismos autorregulados de crédito público no apoio a uma atividade estratégica para seus respectivos países.

A trajetória europeia

A modalidade de SCE surgiu, pela primeira vez na história, na Europa, com a criação da primeira apólice para esse tipo de risco pela seguradora privada Federal of Switzerland, em 1906. O objetivo central desse produto financeiro era garantir ao exportador indenização pelo não recebimento de seus créditos concedidos a clientes no exterior. A primeira ECA a oferecer essa modalidade de cobertura foi a ECGD,²⁵ em 1919 (DELPHOS, 2004), visando fomentar a retomada do emprego e do fluxo de comércio exterior interrompido pela Primeira Guerra Mundial. A eficácia experimentada pelos ingleses com esse instrumento logo foi seguida pelo estabelecimento de outras ECAs no continente europeu, com programas similares de fomento à exportação.²⁶

²⁵ Export Credits Guarantee Department, atual UKEF, ou seja, a ECA do Reino Unido.

²⁶ Bélgica, 1921; Dinamarca, 1922; Holanda, 1923; Finlândia, 1925; Alemanha, 1926; Áustria e Itália, 1927; França e Espanha, 1928; e Noruega, 1929 (GIANTURCO, 2001).

A demanda pela cobertura do seguro, portanto, é originada pelo exportador, com o objetivo de mitigar os riscos dos créditos internacionais concedidos por este. Essa prática inicial é semelhante ao que se denomina até hoje como *supplier credit*. Parte desses recebíveis já era descontado nos bancos comerciais, sendo o exportador interveniente financeiro em relação à obrigação de seu cliente. Isto é, para o banqueiro, o risco de crédito era o próprio exportador. A inclusão da cobertura do seguro privado e, depois, da garantia pública, permitiu que o exportador negociasse taxas de juros mais atraentes em seus descontos bancários, mas sem que ele – o exportador – deixasse de representar o risco último do crédito.

O papel exercido pelo exportador na seleção dos riscos representados por seus clientes – que ele antes assumia integralmente – é central para compreender a política de compartilhamento do risco entre o garantidor (seguradora ou ECA) e o garantido (exportador), que vigora até hoje. O SCE cobria apenas uma parte do valor a receber, inicialmente 42,5%, posteriormente 75%, chegando-se aos níveis atuais de até 90%-95%. No entanto, manter o exportador com parte do risco é um critério fundamental para atender a um princípio básico do seguro: evitar o interesse do segurado na ocorrência do sinistro.

O poder de redução da taxa de juros cobrada pelos banqueiros nas operações de desconto desses recebíveis é até hoje fortemente influenciado pelos termos e condições da apólice de seguro. Os bancos podem receber o endosso dos direitos de indenização do exportador. Entretanto, havendo negativa da indenização, caberá regresso ao exportador.

O principal motivo para a negativa de uma indenização relaciona-se com a conformidade dos documentos de formalização da dívida, a ser verificada apenas no processo de liquidação do sinistro. A esse risco se dá o nome de risco documental.

A sofisticação das operações de determinadas exportações com valores vultosos em relação à capacidade de assunção de risco pelo exportador, assim como a necessidade de maiores prazos de pagamento e a possibilidade de constituir contragarantias reais, proporcionou a criação de instrumentos sem regresso ao exportador. Nesse contexto, a modalidade de seguro incondicional e com cobertura de até 100% do valor financiado atende de forma mais objetiva aos interesses do exportador e do banco garantido. É oferecida em circunstâncias mais específicas e restritivas na ótica das seguradoras e ECAs europeias.

A estrutura europeia de apoio às exportações aeronáuticas

A entrada das ECAs da Europa no apoio às exportações da Airbus se dá posteriormente ao apoio norte-americano. Isto se deve ao desenvolvimento mais tardio daquele fabricante europeu, cujas primeiras entregas ocorreram em meados da década de 1970. Um complicador adicional no caso europeu é a operação compartilhada do risco de cada transação entre as três ECAs que representam os principais países da Airbus: França, Alemanha e Reino Unido. Atualmente as respectivas ECAs operam em partes iguais em todos os riscos, na proporção de um terço para cada. Há um revezamento da agência-líder em cada transação, e as duas remanescentes atuam como resseguradoras.

Na década de 1970, o apoio norte-americano às exportações de aeronaves já se dava por meio de garantias, com cobertura de 100% do valor financiado e sem regresso ao exportador. Essa prática adotada pelo US Ex-Im tinha, como princípio fundamental, o foco nos bancos comerciais, no que diz respeito ao risco, em contraponto à perspectiva de uma seguradora de crédito, voltada ao exportador. Para os europeus competirem em igualdade de condições, tornou-se mandatório ajustar seu produto para aeronaves de modo a aproximarem-se da garantia norte-americana na ótica dos bancos provedores de *funding*. Como resumido na seção “Formas de apoio”, os europeus desenvolveram uma nova modalidade de seguro de crédito, por eles entendida como incondicional, ao menos para aeronaves.

Um aspecto já destacado anteriormente é o papel desempenhado pelos bancos garantidos pelas ECAs europeias. Dado que o risco documental passa a ser coberto, as ECAs participam diretamente da elaboração dos documentos e contratos do financiamento coberto pelo seguro. Entretanto, ao contrário dos norte-americanos, não assumem o controle formal sobre as contragarantias (em geral, as aeronaves financiadas) e mantêm os bancos como responsáveis pelo eventual processo de recuperação de crédito. Nas entrevistas realizadas para este artigo, foi apurado que os bancos comerciais atuam em estreito entendimento com as ECAs. Não haveria, assim, hipótese de um banco comercial tomar alguma medida em relação ao contrato segurado, como a notificação de um evento de inadimplemento não financeiro, sem a prévia consulta e orientação expressa da ECA. Nesse contexto, dado ainda o interesse dos bancos comerciais em manter o fluxo de novas operações no setor aeronáutico e na carteira de exportação, o poder de barganha das ECAs é significativamente elevado.

Como já assinalado na seção “Formas de apoio”, o tratamento europeu para as aeronaves de menor porte manteve-se com as características de seguro condicional até recentemente. Essa limitação certamente encarecia o custo de *funding* das transações desses modelos de aeronaves. A concorrência direta entre o modelo franco-italiano ATR-72 e o canadense Q-400 da Bombardier, agravado pelo maior custo generalizado de *funding* após a crise de 2008 e a deterioração do risco da garantia italiana a partir de 2011, motivou a alteração legal que estendeu o seguro incondicional a todos os modelos de aeronaves.

A trajetória norte-americana

Dado o protagonismo geopolítico e a gigantesca base industrial que caracterizaram os EUA no século XX, chega a ser surpreendente o seu comportamento retardatário no estabelecimento de um mecanismo governamental de apoio às exportações. De fato, conforme os registros históricos, tanto a Alemanha como o Reino Unido já haviam criado agências governamentais para prover créditos a seus exportadores desde o início da década de 1920. Já a França, a Itália e o Japão fizeram o mesmo em fins da mesma década (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003).

Somente em 1934 foi que os EUA, sob a presidência de Franklin Roosevelt, viriam a dar esse passo importante para o seu comércio internacional. Aparentemente, o país viu-se premido pela concorrência internacional, a pressão de seus exportadores e o clima geral da grande depressão deflagrada a partir de 1929. A crise fazia com que o setor financeiro privado se retraísse consideravelmente nos financiamentos internacionais, o que deixava muito exportador sem alternativas. Além disso, o caminho das exportações passou a ser atraente em função da recessão que prevalecia no mercado doméstico (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003).

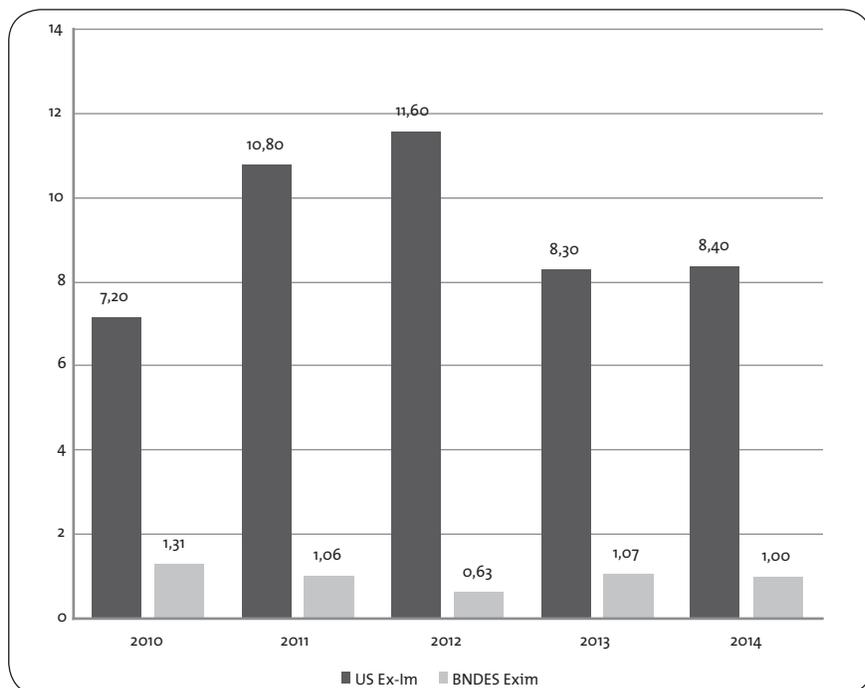
Diferentemente dos demais países, porém, os EUA resolveram dar uma solução bancária ao problema. Isto se deu com a fundação, em 2 de fevereiro de 1934, por decreto presidencial, do Export-Import Bank of Washington. O motivo oficial então alegado seria o fomento ao comércio bilateral com a União Soviética, o que não se concretizou naquela época. Depois de diversas alterações de estatuto, escopo e denominação, uma nova legislação em 1968 conferiu ao banco o nome contemporâneo de Export-Import Bank of the United States, frequentemente referenciado simplesmente como US Ex-Im.

Para o Brasil, a importância do “modelo US Ex-Im” parece ser digna de nota: tanto o US Ex-Im como o BNDES²⁷ são instituições estatais dedicadas ao apoio ao comércio exterior de seus respectivos países. Por outro lado, o FGE emula a modalidade de apoio na forma de seguro de crédito. Pode assim ter relevância o exame de algumas das características principais da garantia financeira, utilizada pelo US Ex-Im, como mostradas a seguir.

O US Ex-Im Bank

Os gráficos seguintes têm por objetivo mostrar a dimensão relativa do US Ex-Im *vis-à-vis* o BNDES. A princípio, parece haver uma proporção aproximada, no que tange a valores, de dez vezes: o BNDES vem desembolsando em torno de US\$ 1 bilhão por ano no financiamento a exportações de aeronaves, valor que sobe para US\$ 9 bilhões a US\$ 10 bilhões no caso do US Ex-Im, como mostra o Gráfico 2.

Gráfico 2 | Desembolsos anuais em exportação de aeronaves (em US\$ bilhões)



Fonte: Elaboração própria.

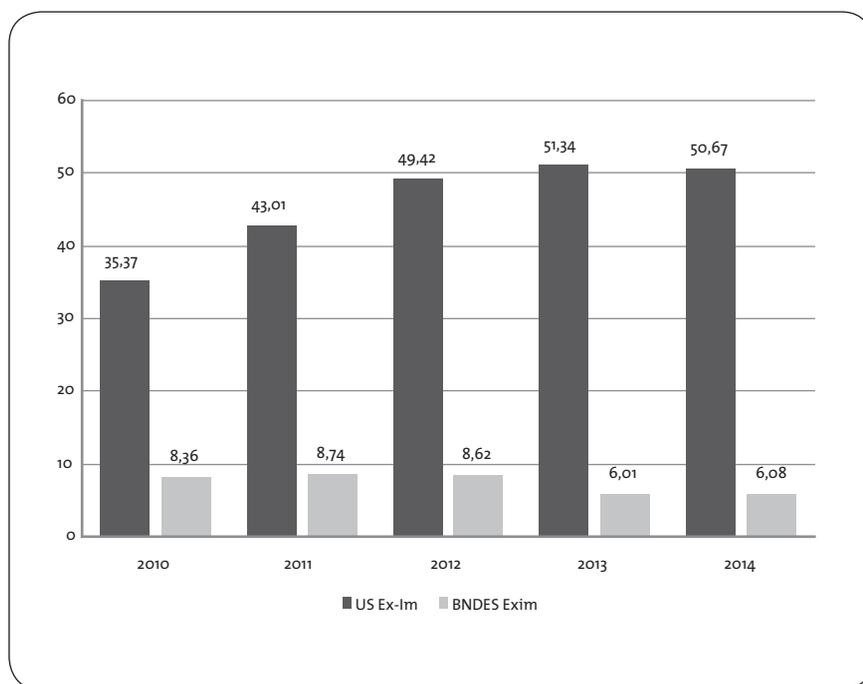
²⁷ A referência ao BNDES em comparação ao US Ex-Im diz respeito às operações de sua Área de Comércio Exterior.

A carteira de financiamentos aeronáuticos da ECA brasileira gira em torno de US\$ 7 bilhões, contra US\$ 50 bilhões do apoio correspondente norte-americano e a exportação de aeronaves representa pouco menos de 50% do total das carteiras em ambas as instituições, ver gráficos 3 e 4.

Vale observar ainda que o saldo da carteira de exportação de aeronaves do US Ex-Im é aproximadamente sete vezes superior, na média, ao saldo da mesma carteira do BNDES (US EX-IM, 2014).

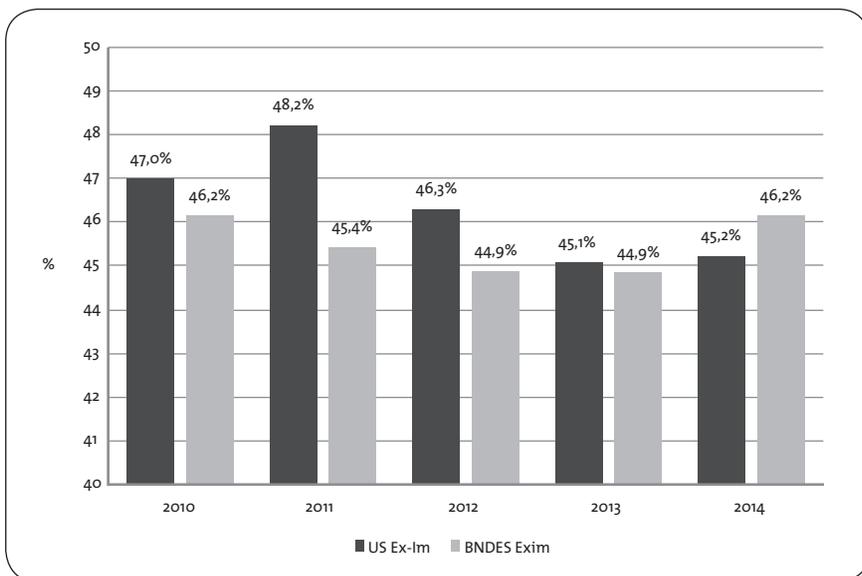
Porém, como o faturamento anual da Boeing²⁸ (BOEING, 2015) é de aproximadamente 14 vezes o da Embraer (EMBRAER, 2015) (ver Gráfico 5), pode-se inferir que, em termos relativos, o BNDES é um pouco mais importante para a Embraer do que o US Ex-Im é para a Boeing.

Gráfico 3 | Carteira aeronáutica (em US\$ bilhões)

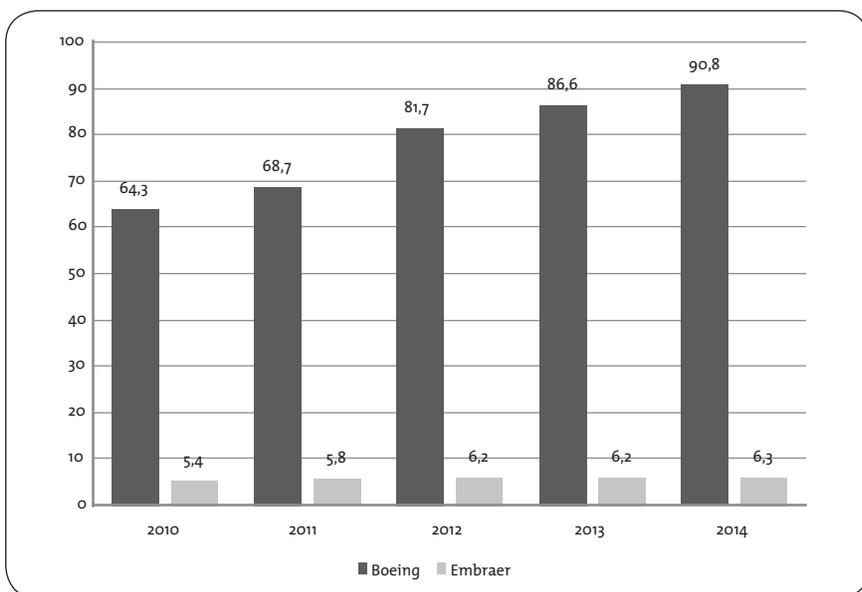


Fonte: Elaboração própria.

²⁸ O US Ex-Im apoia a exportação de aeronaves fabricadas por outras empresas além da Boeing. Porém, os valores são muito inferiores quando comparados ao apoio concedido a Boeing.

Gráfico 4 | Peso relativo da carteira aeronáutica em relação ao portfólio total de financiamentos à exportação

Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 5 | Comparativo de receitas operacionais líquidas (em US\$ bilhões)

Fonte: Elaboração própria.

Dado esse quadro geral, é importante ressaltar que essas duas ECAs trabalham, como já indicado, com ferramentas operacionais distintas: enquanto o BNDES efetivamente desembolsa os valores requeridos para o seu apoio às exportações (contratando diretamente com a empresa aérea no exterior),²⁹ o US Ex-Im provê garantias para que bancos privados, com seus próprios *fundings*, realizem a operação de financiamento ao comprador da aeronave exportada. Esse *modus operandi* do US Ex-Im não é fruto do acaso, ele decorre de uma série de causas, marchas e contramarchas que marcaram a evolução daquela instituição, como se verá a seguir.

A motivação para a evolução em direção à garantia

Fazendo um levantamento da história do US Ex-Im, constata-se que, desde sua fundação, três princípios básicos orientaram sua atuação em oitenta anos de evolução (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003):

- i. ser capaz de competir com as demais ECAs, de forma a assegurar, ao exportador norte-americano, um *level playing field*, ou seja, que o campo do jogo seja plano, sem vantagens indevidas para ninguém;
- ii. não competir com o setor financeiro privado, atuando, assim, de forma complementar aos bancos comerciais para cumprir as missões de remediar falhas de mercado, atuar em nichos específicos ou extraordinários e apoiar projetos de desenvolvimento no exterior, de interesse geopolítico dos EUA; e
- iii. os processos e metodologias empregados devem ser concebidos sob a premissa fundamental de que os empréstimos efetuados terão uma *reasonable assurance of repayment*, ou seja, uma segurança razoável de que a dívida será integralmente quitada.

Apesar da clareza desses princípios e do aparente caráter atemporal que os permeia, o US Ex-Im tem a sua função, ou mesmo a sua própria existência, reavaliada periodicamente, em intervalos irregulares não superiores a seis

²⁹ Apesar de o contrato ser firmado com empresa no exterior, o desembolso do BNDES, referente à aeronave exportada, é feito diretamente ao fabricante no Brasil (ex: Embraer), e em reais. A partir do momento desse desembolso, o BNDES vira credor da empresa aérea no exterior. Esta pagará as prestações do financiamento (em dólares) no exterior ao BNDES, que os remeterá regularmente ao Brasil, trazendo, portanto, divisas ao país.

anos. Isso porque, embora ele seja um instrumento do Poder Executivo, é o congresso norte-americano que tem o poder de renovar seus estatutos de criação e atuação, fazer a tomada de contas e aprovar as autorizações de gastos administrativos e orçamento de investimentos em regime plurianual – as chamadas *reauthorizations of Ex-Im's charter*.³⁰

Assim, o US Ex-Im tem a sua atuação fixada no nível das mais altas autarquias do Estado norte-americano. Dessa forma, a situação fiscal e de balanço de pagamentos da nação produz efeitos diretos na ECA norte-americana, algo que nem sempre ocorre de maneira tão direta nos demais países, em relação às suas respectivas agências. Em especial, deve-se ressaltar os seguintes aspectos da atuação do US Ex-Im:

- i. por particularidades do sistema de controle e contabilidade pública dos EUA, valores desembolsados diretamente pelo US Ex-Im, independentemente da fonte de captação dos recursos, são debitados à conta do Tesouro Nacional norte-americano, situação que perdurou até a reforma bancária do início dos anos 1990 (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003);
- ii. de forma a aumentar seu grau de autonomia em relação ao Tesouro, o Ex-Im passou a ter uma divisão de “participações privadas”³¹ em seus financiamentos desde 1946. Em 1958, tal participação teria chegado a 26%, a maior da história. Porém, quando as taxas de juros na economia doméstica norte-americana subiam, os bancos comerciais abandonavam o comércio exterior, o que não resolvia o problema de forma perene (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003);
- iii. a despeito do mencionado no item “ii”, o Ex-Im não tem limites de empréstimos por devedor, por país ou por setor da economia, apenas os limites estabelecidos para o seu orçamento pelo congresso, de

³⁰ O congresso americano, pela primeira vez na história, não renovou a “autorização” vencida em 30.2.2015, em meio a questionamentos sobre a relevância e os impactos negativos da atuação do US Ex-Im. Alguns opositores – tanto no congresso como fora dele – argumentam que o banco compromete a livre-concorrência ao financiar exportações, em termos que seriam mais favoráveis para empresas estrangeiras que competem com as norte-americanas no mercado global. Após intensos debates políticos e reações dos principais exportadores, como a Boeing e a General Electric, nova autorização foi aprovada em 4.12.2015, com validade até 30.9.2019.

³¹ No jargão financeiro atual é denominado cofinanciamento – dois ou mais bancos atuando na mesma operação, cada qual provendo determinado percentual do *funding* requerido. A porção privada, nessa época, poderia ou não contar com a cobertura do US Ex-Im.

acordo com o que tenha sido estipulado para o orçamento da nação (informação verbal);³²

- iv. em razão dos ciclos econômicos inerentes ao capitalismo, em períodos da história em que os EUA apresentaram *deficits* significativos em seu balanço de pagamentos, o Ex-Im era pressionado a financiar intensamente a exportação de produtos e serviços norte-americanos, e o contrário ocorria em períodos de *superavits*; e
- v. da mesma forma, em períodos de *deficits* fiscais significativos, o Ex-Im teve seus recursos próprios severamente limitados pelo congresso.

Foi exatamente em situações desse último tipo, ou seja, épocas em que o Ex-Im sentia sua capacidade de atuação ser diminuída, com prejuízos evidentes para o setor exportador, que o movimento na direção de viabilizar a sua garantia – para que o setor privado provesse o *funding* – se intensificava. Isso ocorreu de forma particularmente aguda na virada da década de 1950 para 1960 e no fim da década de 1960. Registre-se que o primeiro apoio do US Ex-Im à exportação de aeronaves se deu em 1957, para um Boeing 707 (BERG; VERSPYCK, 2011).

De fato, o registro histórico mostra que foi no governo do presidente Kennedy, a partir de 1961, que o US Ex-Im se reestruturou de forma muito significativa. Foram criados dois programas que aumentaram a capacidade financeira do banco para bem além do que era possível apenas contando-se com o Tesouro Nacional. O primeiro programa foi voltado para o fornecimento de SCE, cobrindo operações de curto prazo (até 180 dias) e médio prazo (de 181 dias a cinco anos). Para isso foi criada uma nova entidade, a Foreign Credit Insurance Association (FCIA), com a participação do Ex-Im e mais de sessenta empresas seguradoras. Com a FCIA atuando como agente do Ex-Im, proporcionando a capilaridade advinda de suas diversas filiais pelo país, o setor exportador das pequenas e médias empresas foi consideravelmente alavancado.³³

³² Informação obtida durante entrevista com James C. Cruse, *senior vice president* Policy & Planning do US Ex-Im. Ver Apêndice.

³³ Esta forma de apoio – via FCIA – perdurou até 1992. As perdas acumuladas na década de 1980 levaram à extinção desse arranjo. O US Ex-Im trouxe o seguro de crédito para dentro do Banco e também ficou com os escritórios regionais do FCIA para atender às pequenas e médias empresas.

O segundo programa foi voltado para o fornecimento de garantias, principalmente em créditos de médio prazo. Bancos comerciais foram os principais atores da iniciativa. Nesse programa, assim como no de seguros, foi permitido que o Ex-Im fizesse uso de *fractional reserve provisions*, ou seja, o valor de face de seguros e garantias só demandava reservas monetárias de 25%, perfazendo assim um índice de alavancagem de 4:1.³⁴

O conjunto dos dois programas fez com que o US Ex-Im efetivamente se livrasse de ter de operar empréstimos diretos de curto e médio prazo. Com isso, a partir de 1965, o banco se tornou duas instituições: uma que operava com seguros e garantias, e outra que prosseguiu concedendo empréstimos diretos de longo prazo, tradicionalmente no setor de *commodities* agrícolas e créditos emergenciais para países com problemas no balanço de pagamentos (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003).

Foi, porém, a partir justamente da década de 1960, que a carteira de créditos de longo prazo começou a mudar de forma significativa para englobar a exportação de jatos comerciais, usinas nucleares e toda a infraestrutura terrestre requerida para as telecomunicações via satélite. Além disso, a experiência com o fornecimento de garantias – inicialmente apenas para créditos de curto e médio prazo – foi sendo acumulada, de tal maneira que se tornou um produto financeiro corriqueiro do banco.

No fim da década de 1960, problemas fiscais importantes viriam a assolar a economia norte-americana, notadamente os rombos causados pelos elevados dispêndios causados pela guerra do Vietnam. O US Ex-Im foi orientado a suspender boa parte das operações de crédito direto e passar a operar quase exclusivamente com garantias. Um fator adicional que contribuiu para isso foi a constatação de que “*guarantees are cheap*”,³⁵ ou seja, o preço de se operar com garantias é barato. Isso advém das regras de contabilidade pública dos EUA: se o próprio Ex-Im conceder um empréstimo de US\$ 100 milhões, este seria o valor contabilizado pelo Tesouro. Caso, em vez disso, emita uma garantia para um banco comercial nesse mesmo valor e houver um inadimplemento líquido final de US\$ 10 milhões, então o custo fiscal para o Tesouro será de apenas US\$ 10 milhões. Se não houver inadimplemento, então o custo da garantia é considerado zero.

³⁴ Isto foi extinto na reforma financeira e bancária de 1992 (ver adiante).

³⁵ Idem nota 30.

Portanto, foi a crise fiscal uma das responsáveis pela transformação do US Ex-Im em garantidor de bancos comerciais (e outros tipos de agentes, conforme explicado adiante). A outra responsável foi a demanda vinda do setor aeronáutico: a esse contexto de aperto fiscal no fim da década de 1960, somava-se a clara perspectiva de demanda por aumentos substanciais nos créditos de longo prazo, para o financiamento das novas aeronaves comerciais de grande porte (*widebodies*), tais como o Boeing 747, o McDonnell Douglas DC-10 e o Lockheed L1011. Tais aeronaves apresentavam um valor unitário bastante superior à média na época.

A direção do US Ex-Im considerou então que a solução passaria por uma alavancagem a ser feita de forma articulada com o setor financeiro privado. Essa solução foi concebida e implementada em dois “capítulos”.

O primeiro consistiu na criação da Private Export Finance Corporation (PEFCO). Os acionistas iniciais foram um consórcio de 55 bancos comerciais, sete corporações industriais exportadoras e um banco de investimentos. Sua missão foi atrair recursos financeiros no mercado, de forma a poder realizar financiamentos a exportações de longo prazo, algo que os bancos comerciais relutavam em fazer. O Ex-Im teve papel importante na viabilização da PEFCO, atuando diretamente na sua gestão financeira. Além disso, proveu títulos com recebíveis de financiamentos de exportações garantidos diretamente por ele – Ex-Im – de tal forma que a PEFCO usasse como lastro em suas captações no mercado, uma vez que a sua capitalização original foi muito baixa. Com isso, operações com prazos de até 14 anos tornaram-se possíveis.

O segundo “capítulo” consistiu na criação de um programa de participação financeira dirigido ao setor privado, um arranjo hoje designado como cofinanciamento. Nesse esquema, o financiamento de longo prazo à exportação (de uma aeronave, por exemplo) requeria, tipicamente, um pagamento à vista de 10% por parte do importador. Os restantes 90% eram repartidos igualmente entre o Ex-Im (45%) e outro do banco comercial (45%), e este último frequentemente recebia o apoio representado pela garantia financeira do próprio Ex-Im.

Além disso, esse programa permitia que ao financiador privado – que preferia períodos de financiamentos de médio prazo, até cinco anos – fossem alocados os recebimentos iniciais, até quitar a sua parte de juros e principal.

Também permitia que, nessa parte do crédito, fossem cobrados juros de mercado. Ao Ex-Im cabiam, portanto, os recebimentos em prazo mais longo, com a cobrança sempre de juros fixos, estabelecidos na sua política operacional, de 6% ao ano.³⁶ Esse quadro de “alavancagem com flexibilidade” foi considerado a principal razão para o sucesso do programa, que fez com que, de 1969 a 1972, o número de bancos comerciais atuando com o Ex-Im passasse de 27 para 139. Isso ocorreu em um período em que as exportações de aeronaves já atingiam 25% dos desembolsos da ECA norte-americana (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003).

O próximo passo importante do US Ex-Im foi iniciar uma participação negocial mais séria e apurada nos demais países exportadores integrantes da OCDE. A crise do petróleo deflagrada em 1973 fez com que inúmeros países tivessem problemas – ou mesmo atingissem o estágio de crise – de balanço de pagamentos, em função da necessidade de importação de petróleo com preços triplicados. Exportar, a qualquer preço, tornou-se, por isso, política de estado em diversas economias industrializadas, abrindo-se as torneiras dos subsídios para as ECAs europeias, do Japão etc.

O resultado das longas deliberações em Paris, na sede da OCDE, foi a celebração de diversos entendimentos e acertos intermediários de consultas mútuas e coordenação de ações, registradas, em 1978, no Arrangement on Officially Supported Export Credits (o consenso, como é amplamente conhecido). Em razão de alguns itens que ainda suscitavam controvérsias e conflitos, o consenso teve de ser forçosamente aperfeiçoado, até que se chegasse a uma nova versão em 1982. Os itens essenciais cobertos foram, como não poderia deixar de ser, porção não financiada (para fazer jus ao financiamento), taxas de juros, proporção do financiamento sobre o preço total, créditos mistos³⁷ etc.

É importante ressaltar que o item aeronaves³⁸ não fez parte do consenso dessa época. Tal dificuldade de consenso é atribuída à complexidade tecnológica desses equipamentos, ao seu valor unitário muito elevado e às vantagens auferidas pelos EUA em liderar o desenvolvimento do setor até

³⁶ Tal valor para a taxa de juros fez com que, ao longo da década de 1970, ela frequentemente estivesse abaixo das taxas de mercado (por exemplo, títulos do governo). Isso configurava, nesses períodos, certo subsídio às exportações norte-americanas, gerando calorosos debates no congresso dos EUA.

³⁷ Créditos mistos são aqueles que combinam créditos comerciais com outros destinados ao auxílio ao desenvolvimento do país receptor dessa “ajuda” (*aid*, em inglês).

³⁸ Assim como produtos agrícolas, usinas nucleares, navios oceânicos e equipamentos militares.

então. Dessa forma, só se chegou a um entendimento básico entre europeus e norte-americanos depois de três etapas sucessivas.

- i. Um entendimento provisório e informal de 1975, de apenas duas páginas, conhecido apenas por *standstill agreement on aircraft finance*.
- ii. Um novo acordo, de 1981, materializado por uma simples troca de cartas-compromisso entre os países europeus e os EUA. Foi assim acertado que, nos contratos de exportação, denominados em dólares, de jatos comerciais concorrentes, a taxa de juros mínima subiria para 12% ao ano (fixa), com a cobrança de uma comissão única de 2%. Naquela época, Boeings 757 e 767 norte-americanos e os A300 e A310 da Airbus europeia eram as principais aeronaves com comercialização afetada por essa combinação.
- iii. Entendimento mais robusto, de 1986, entre os EUA e a então Comunidade Europeia, denominado *large aircraft sector understanding (LASU)*,³⁹ aplicava-se a aeronaves de mais de setenta assentos, permitia um prazo de financiamento de até 12 anos, criou o compromisso tácito da *home market rule (HMR)*,⁴⁰ proibia a inclusão de créditos para projetos de desenvolvimento no mesmo pacote de financiamento à exportação de aeronaves e estabelecia ajustes quinzenais nas taxas de juros para novas operações, em conexão com a variação das remunerações de títulos governamentais denominados nas moedas dos países participantes. Também de forma tácita, o prêmio de risco à vista, cobrado pela garantia financeira ou seguro de crédito, era de 3% sobre o valor financiado, sem levar em conta o risco do importador. Mais adiante, foi admitida a redução para 2% no caso de jurisdições beneficiadas pelo Tratado da Cidade do Cabo, prática que vigorou até as negociações do ASU 2007.

Considera-se hoje que esses acordos de 1981 e 1986 foram importantes para direcionar o apoio do US Ex-Im para o crédito na forma de garantias financeiras, em vez de provedor de *funding*. Isso porque as taxas de juros

³⁹ Acordo setorial para aeronaves de grande porte, em tradução livre.

⁴⁰ Regra do Mercado Doméstico, em tradução livre. Estabelecia que o US Ex-Im não apoiaria exportações da Boeing para os países fabricantes de Airbus (Reino Unido, França, Alemanha e Espanha) e que as ECAs desses países não apoiariam exportações da Airbus para os EUA.

reguladas para a modalidade financiamento foram inicialmente muito elevadas – o que reduzia a atratividade de desembolsos do próprio US Ex-Im, e, na etapa seguinte, passaram a ter de se ajustar a taxas de mercado que podiam variar muito rapidamente. Ademais, os europeus só trabalhavam com a modalidade de seguro de crédito com *funding* de bancos comerciais. Esse quadro atraiu o setor privado, ao mesmo tempo que atendia à meta da ECA norte-americana de reduzir seus saques no Tesouro.

Foi, portanto, na década de 1980 que o US Ex-Im consolidou de forma mais sólida e significativa o instrumento garantia de crédito. Em 1984, por exemplo, o banco teve estipulado os limites de US\$ 3,9 bilhões para empréstimos diretos e US\$ 10 bilhões para garantias e seguro de crédito, ou seja, uma relação de 1:2,5. Esse período foi marcado por diversas iniciativas em favor das garantias, uma vez que a era Reagan foi caracterizada por elevados *deficits* fiscais, mitigados pelo uso de garantias. Houve inclusive uma tentativa de extinção dos empréstimos diretos em financiamentos de longo prazo (mais de cinco anos), caso aplicável a aeronaves. Porém, o congresso norte-americano acabou impedindo que essa iniciativa fosse implementada.⁴¹

De qualquer forma, o interesse do setor privado em operar com as garantias do US Ex-Im continuou. Novas normas foram aprovadas pelo congresso para facilitar a “venda”, no mercado financeiro, de contratos de financiamento em curso. Isso se refere a operações em que o US Ex-Im já havia desembolsado os recursos requeridos, as exportações de bens ou serviços já haviam ocorrido, e o banco estava na fase de recebimento das prestações devidas pelos importadores. Securitização de recebíveis é o nome técnico que essa transferência recebe no mercado financeiro, e que faz com que o US Ex-Im receba à vista o fluxo financeiro futuro do contrato, mediante determinada taxa de desconto, na data da securitização.

Porém, a década de 1980 mostrou-se bastante difícil para a ECA norte-americana. Ao mesmo tempo que refinava a técnica de *price-to-risk*,⁴² ou seja, o estabelecimento de tarifa ou *spread* equivalente que refletisse o risco de crédito do cliente/importador, a crise da dívida de diversos países em

⁴¹ O motivo principal para isso foi que o US Ex-Im teria de pagar, diretamente aos bancos privados, eventuais diferenças quando as taxas de juros de mercado superassem aquelas estabelecidas no consenso da OCDE, o que foi considerado politicamente insustentável. O ASU atual elimina essa discrepância.

⁴² Em consonância com o que ocorria também com outras ECAs no âmbito do consenso na OCDE em Paris.

desenvolvimento (Brasil incluído) fez com que o US Ex-Im apresentasse prejuízos no período 1982-1989. Renegociações dessas dívidas governamentais – também chamadas de soberanas –, no âmbito do Clube de Paris, deram a tônica do setor na época, tendo gerado, nos EUA, um profundo debate sobre a adequação das práticas de gestão de risco do Ex-Im.

Esses e outros problemas daquele contexto histórico contribuíram para uma reforma geral do sistema bancário e financeiro dos EUA. O Credit Reform Act de 1990 veio a ser regulamentado e aplicado ao US Ex-Im a partir do ano fiscal de 1992. Uma nova formulação foi estabelecida para as contas públicas do país, afetando diretamente a ECA norte-americana (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003), com a extinção da determinação de que cada desembolso do US Ex-Im deveria ser levado a débito do Tesouro Nacional. Em vez disso, o custo das operações do banco para os EUA passou a ser uma combinação dos seguintes fatores: (i) o valor presente líquido (VPL) da perda estimada⁴³ oriunda das operações do banco sobre o período do crédito ou garantia concedidos; e (ii) o lucro (ou prejuízo) relativo ao *funding* utilizado nessas mesmas operações.

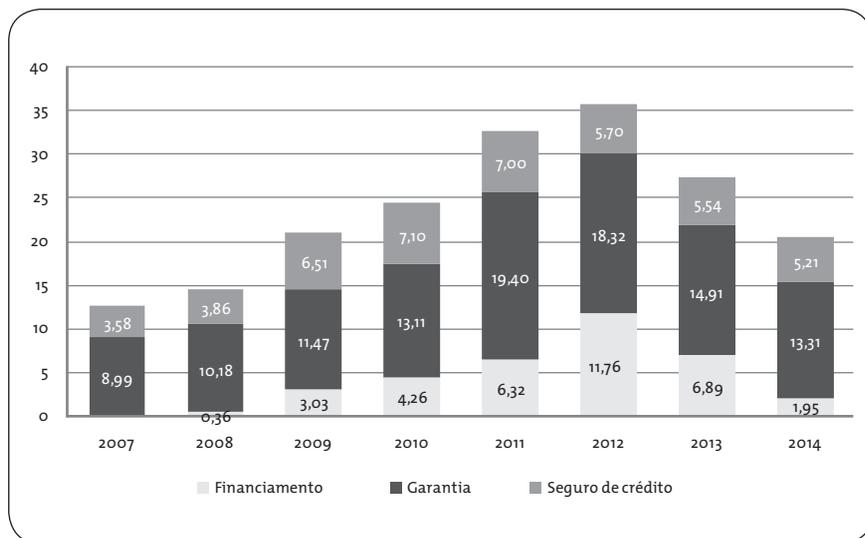
Nesse novo enfoque contábil para o setor público, o risco de crédito estimado no item “i” anteriormente mencionado deveria ser considerado idêntico, tanto para a realização de um empréstimo direto como para o fornecimento apenas da garantia financeira ao banco comercial que provê o *funding*, dada uma mesma transação. Já o item “ii” resultava em um diferencial positivo em caso de empréstimo direto: como o US Ex-Im cobrava 1% ao ano acima de seus custos com o Tesouro, em valor de face, os recebíveis gerados por desembolsos diretos são menos dispendiosos para a nação do que as garantias, dada uma mesma operação. A solução foi estabelecer uma estrutura de comissões (*fees*) distinta para garantias e empréstimos diretos.

Outro ponto importante dessa reforma bancária para o US Ex-Im foi o fim das autorizações – por parte do congresso – da apropriação de recursos do Tesouro por tipo de rubrica de crédito. Assim, esse banco passou a ser autorizado, pelo congresso, a ter um determinado orçamento fixo, com o qual passou a cobrir todas as operações de crédito direto, garantias e seguro de crédito, a seu próprio critério.

⁴³ Conceito de perda esperada que resulta da multiplicação do saldo devedor pela probabilidade de inadimplência (associada à classificação de risco) e pela estimativa da porção não recuperável do crédito inadimplido.

Nesse novo quadro geral, em vigor há pouco mais de duas décadas, não é de todo surpreendente que a tendência na direção da concessão de garantias tenha se consolidado na ECA norte-americana. Esta sempre postulou sua atuação como complementar ao setor privado e, de preferência (até por indução do congresso e de autoridades ligadas ao Tesouro e à execução orçamentária), pautando-se pelas condições de mercado quanto às taxas de juros, prazos de financiamento, classificação de risco, comissões etc. Além disso, os bancos comerciais potencializaram o fornecimento, no curso das operações, de uma gama adicional de serviços importantes, tais como *marketing*, aconselhamento e orientação, pacotes de empréstimos e atividades de cobrança. O próprio US Ex-Im deu curso à sua visão de que os bancos comerciais, usuários de seus programas de garantia, passassem a oferecer outros produtos financeiros – fora do escopo da ECA –, por exemplo, cartas de crédito e linhas de crédito específicas para comércio exterior.

Gráfico 6 | Valor do apoio do US Ex-Im às exportações por modalidade de crédito (em US\$ bilhões)

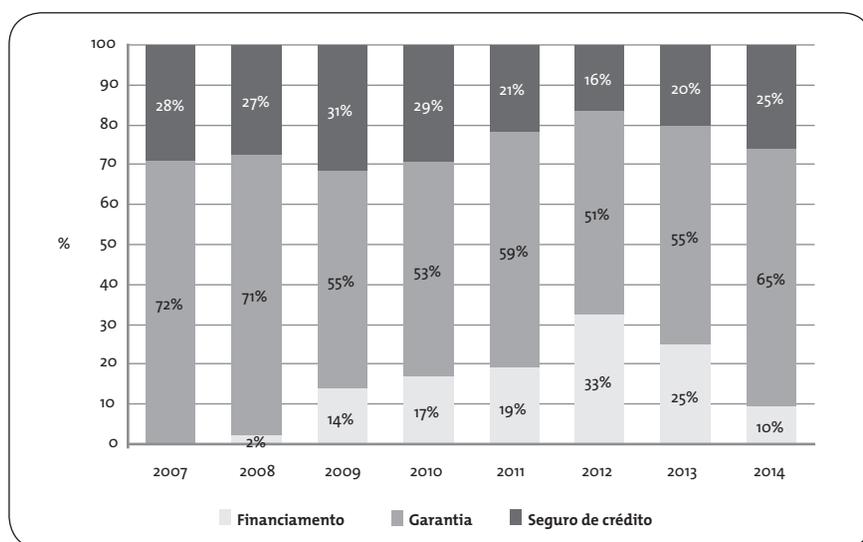


Fonte: Elaboração própria.

De fato, o que se observa, em tempos mais recentes, é que o US Ex-Im parece modular suas operações às condições do mercado, em razoável consonância com as premissas estabelecidas para sua atuação, conforme

mostram os gráficos 6 e 7 (US EX-IM, 2014). Nos anos mais agudos da crise econômico-financeira deflagrada a partir de setembro de 2008, a ECA norte-americana aumentou tanto o valor total do seu apoio – quase triplicou – como a parcela de empréstimos diretos requeridos pelas exportações do país em geral. Além disso, nesse período, o US Ex-Im teve de suprir, em parte, a falta de liquidez/apetite ao risco do setor privado. Com isso, a importância relativa de sua garantia diminuiu, ao mesmo tempo que aumentaram seus empréstimos diretos em apoio às exportações em geral.

Gráfico 7 | Proporção relativa entre as três principais modalidades de crédito do US Ex-Im



Fonte: Elaboração própria.

A narrativa que naturalmente decorre dessas duas figuras adquire importância ainda maior quando se constata que, nas duas décadas anteriores à crise deflagrada a partir de 2008, a ECA norte-americana se considerava “duas organizações”, com as seguintes atribuições (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003):

- i. empréstimos diretos e garantias financeiras empregadas em operações tipo *buyer credit* de longo prazo (cinco anos ou mais) de bens de capital (incluindo aeronaves) e projetos intensivos em capital; e

- ii. empréstimos diretos, garantias financeiras e – principalmente – seguro de crédito em operações tipo *supplier credit* para operações de *ticket* médio mais baixo, períodos de curto prazo (então classificado como menos de um ano) ou médio prazo (mais de um, mas menos de cinco anos).

Como se observa, a exuberância de liquidez no mercado financeiro era tal em 2007 na véspera da crise, que o US Ex-Im podia se contentar em providenciar apenas seguro de crédito para as exportações de menor *ticket* (geralmente atendendo a pequenas e médias empresas) e garantias financeiras para as de valores elevados (geralmente atendendo às grandes corporações). Porém, em 2009, no auge da crise, a ECA norte-americana teve de financiar, com *funding* próprio, US\$ 730 milhões para o setor aeronáutico, incluindo helicópteros, aeronaves executivas e até jatos comerciais. Esse desembolso representou 24,1% do total de empréstimos diretos concedidos no ano e 11,2% de todo o apoio dado ao setor aeronáutico (que inclui as tradicionais garantias financeiras). Esse foi, portanto, um dos períodos mais críticos para o setor, que dependeu, assim, claramente, do apoio governamental.

Conforme os efeitos da crise vão diminuindo, percebe-se que a importância das garantias financeiras é restabelecida, e elas já voltam a predominar como antes no setor aeronáutico. Além disso, a ECA norte-americana ampliou o escopo das garantias, mesmo durante a crise. Fazendo uso da estrutura com títulos de dívida, o US Ex-Im realizou a sua primeira grande operação de garantia a títulos (e não para um banco comercial) comprados diretamente por investidores do mercado de capitais, no financiamento para a exportação de um lote de aeronaves da Boeing em 2010. Até então, apenas operações de *asset-backed security* e *enhanced equipment trust certificate*⁴⁴ eram realizadas exclusivamente no âmbito privado, servindo as aeronaves como as garantias reais ao financiamento, como é usual no setor.

Portanto, as garantias financeiras do US Ex-Im, se já contavam com aceitação praticamente irrestrita do setor bancário comercial, ampliaram sua atuação também para o mercado de capitais. Trata-se assim de uma trajetória de aumento de escopo, deflagrada justamente em uma fase em que o setor bancário havia se retraído. Agora a ECA norte-americana tenta

⁴⁴ Modalidades de financiamento para equipamentos de transporte já longamente estabelecidas no mercado de capitais dos EUA.

replicar essa forma de atuação para além do setor aeronáutico, conforme foi dito aos autores em reunião com a equipe do US Ex-Im (ver Apêndice).

Os autores também apuraram, no mesmo ensejo e olhando para toda essa evolução histórica em direção às garantias no financiamento à exportação de aeronaves, que nada disso foi feito de forma planejada ou resultando de uma clara visão de futuro. Decorreu, na verdade, de intensos debates no congresso, que contaram com a participação do US Ex-Im, de pleitos feitos abertamente pelo setor financeiro privado e do direcionamento político induzido por certos aspectos ideológicos que permearam o debate. Com isso, movido inicialmente pelas regras do *home market rule*, chegou-se à condição de observar os parâmetros “de mercado” no crédito oficial às exportações de aeronaves. Dessa forma, o governo dos EUA parece conseguir se justificar perante seus cidadãos contribuintes de impostos e tributos. O peso desse argumento foi tal, que essas condições de mercado estão refletidas fielmente na metodologia que instrui a última versão do ASU, de 2011.

Por outro lado, para entender por que a garantia financeira do US Ex-Im, depois de mais de trinta anos de evolução no mercado, tornou-se uma espécie de paradigma, é preciso examinar detidamente suas principais características, apresentadas na seção a seguir.

Características principais do “produto” garantia

A garantia oferecida pelo US Ex-Im no financiamento à exportação de aeronaves é considerada o paradigma (*benchmark*) do mercado de créditos apoiados por ECAs. Embora tal afirmação não possa ser facilmente respaldada por publicações ou textos acadêmicos, ela é facilmente constatada em seminários internacionais que, anualmente, reúnem os principais agentes (*players*) desse mercado, realizados nos principais centros de negócios aeronáutico-financeiros do mundo: Nova York, Dublin, Londres etc.

De forma a se verificar as origens dessa avaliação e o porquê de ela se manter inalterada ao longo dos últimos tempos (inclusive durante a crise econômico-financeira deflagrada a partir de 2008), os autores buscaram e obtiveram o benefício de dois dias seguidos de reuniões com funcionários graduados do US Ex-Im Bank, em Washington, D.C., EUA, em março de 2015. Nessas reuniões, pode-se percorrer os pontos principais de uma típica garantia financeira do US Ex-Im, com a assistência técnica da equipe norte-americana.

Os principais pontos levantados⁴⁵ durante tal exercício podem ser sintetizados a seguir.

- Independentemente da letra fria do contrato de garantia (*guarantee agreement*), firmado entre o US Ex-Im e o banco comercial ou equivalente (*guaranteed loan agent*), para efeitos de apoio ao financiamento à exportação de aeronaves fabricadas nos EUA, o papel reservado à ECA norte-americana é o de garantidor e o do *agent* é o de provedor dos recursos monetários (*funding*) para a operação.
- O US Ex-Im, sendo empresa estatal e dada a sua longa experiência no setor, não “confia” em empresas aéreas, *agents* em geral, arrendadores de aeronaves etc. Assim, se durante o período do financiamento não ocorrer nenhum problema, ele se contentará em meramente monitorar os participantes. Porém, ocorrendo a falta de pagamento de uma prestação, basta que o *agent* denuncie o contrato para que o US Ex-Im prontamente quite integralmente o saldo devedor remanescente. A ECA norte-americana toma, então, todo o controle da operação – direitos e obrigações – daí em diante.
- Em virtude disso, o *guarantee agreement* do US Ex-Im é conhecido no jargão do mercado por ser uma garantia *on-demand*, ou seja, ela será honrada e paga por simples demanda justificada do *agent*, sem as exigências de prazo de aguardo e condicionalidades documentais que normalmente fazem parte das apólices de seguro de crédito.
- Como exemplos da facilidade com que o *agent* pode lidar com a garantia *on-demand* do US Ex-Im, apresentam-se algumas informações.
 - i. Embora vários tipos de estrutura contratual financeira sejam corriqueiramente praticados no financiamento internacional de aeronaves,⁴⁶ o princípio geral com que trabalha o US Ex-Im é que o devedor emita títulos da dívida, um para cada pagamento – semestral, trimestral etc. A ECA norte-americana, então, endossa, previamente ao desembolso do financiamento, todos e cada um desses títulos individualmente, por meio de sua *guarantee legend*.

⁴⁵ Esses pontos advêm de interpretações a cargo dos autores, elaboradas para publicação no presente artigo. Não refletem, portanto, nem as opiniões dos funcionários do US Ex-Im Bank nem aquelas do BNDES.

⁴⁶ Exemplos: com ou sem arrendamento mercantil (*leasing*), com o emprego de sociedade de propósito específico (SPE), com o uso de incentivos fiscais oferecidos em algumas jurisdições (EUA, Espanha etc.).

- ii. Em caso de inadimplemento, o pedido de indenização por parte do *agent* é relativamente “desburocratizado”. É necessário aguardar, concomitantemente, trinta dias desde a ocorrência do *default* – a data em que o pagamento regular deveria ter ocorrido – e 15 dias desde a notificação e cobrança do pagamento devido por parte do *agent*, conforme lançado em determinado título da dívida. Satisfeitas essas duas condições, a demanda de indenização estará caracterizada e será aceita pelo US Ex-Im, que procederá a sua liquidação, desde que não tenham decorrido mais de 150 dias desde o inadimplemento original.
- iii. A partir desse ponto, todos os direitos e obrigações que o *agent* detinha, no contrato de financiamento original, são repassados (*assigned*) para o US Ex-Im, e o *agent* estará excluído, de fato e de direito, dessa operação de financiamento internacional definitivamente.
- iv. Para que não fiquem dúvidas ou haja margem de interpretação por parte de advogados ou quem quer que seja, o *guarantee agreement* então encerra de forma clara o ocorrido: declara expressamente que não há mais condicionalidades a serem satisfeitas, e o *agent* efetivamente abre mão de diligências, protestos ou quaisquer outras ações ou notificações contra o devedor ou o próprio US Ex-Im.
- v. O *guarantee agreement* também esclarece que a efetiva liquidação da indenização ocorrerá em até cinco dias úteis após a data da demanda de indenização, a não ser que circunstâncias excepcionais (acúmulo de pedidos ou aspectos ligados a moedas estrangeiras) prorroguem tal prazo, que nunca excederá 15 dias da data do pedido. Tal liquidação será feita em um único pagamento, cobrindo o principal e os juros acumulados – na taxa de juros do contrato de financiamento – até a data da efetiva liquidação, por parte do US Ex-Im. Assim, o *agent* está sempre seguro de que não terá perdas financeiras, embora o acionamento da garantia, antes do término do contrato, faça com que ele não venha a auferir o montante total de juros que esperava caso o contrato fosse honrado pelo devedor original até o fim.
- vi. Deve-se notar, contudo, que o valor da transferência de recursos do US Ex-Im para a conta do *agent* é calculado como se não tivesse havido o inadimplemento, utilizando-se o chamado *accelerated*

payment method. Dessa forma, eventuais despesas de *swap breakage costs* não são cobertas.⁴⁷

Constata-se, assim, que o *guarantee agreement* é bastante robusto ao cumprir o espírito original da garantia *on-demand* do US Ex-Im. Fica claro que a ECA norte-americana demanda do *agent* essencialmente os seus recursos de *funding* para realizar a operação de financiamento à exportação de aeronaves. Assim, em caso de inadimplemento, o *agent* sai de cena, sem prejuízo financeiro, preservando aquilo que auferiu de juros e taxas até o momento.

Tal orientação foi também expressa nas já mencionadas reuniões dos autores com a equipe do US Ex-Im. O outro lado dessa história é que a ECA norte-americana acompanha de perto a operação, seguindo as melhores práticas bancárias. Isso inclui monitorar a saúde financeira do operador da aeronave ou do arrendador mercantil dela, que, independentemente da estrutura geral da operação de financiamento, são as fontes de onde provirão os recursos para pagar as prestações. Também abarca realizar ou contratar terceiros para inspeções *ad hoc* por amostragem das aeronaves financiadas, monitorar as suas horas voadas etc. Tudo isso é feito com o objetivo que virou bordão de mercado para financiadores de aeronaves: *to preserve the value of the asset*, ou seja, para preservar o valor do ativo.

O “ativo” aqui tem dois significados: o sentido contábil tradicional e também o sentido de garantia essencial ao financiamento. A maioria (mas não todas) as operações de financiamento de aeronaves tem a própria aeronave como garantia principal ou mesmo única. É exatamente isso que faz com que esse tipo de financiamento se insira no conceito mais amplo de *asset-backed finance* ou, no português, financiamento garantido pelo próprio ativo financiado.

Dessa forma, uma vez que o *agent* esteja fora da operação, o US Ex-Im partirá para a tentativa de recuperar o seu prejuízo até o momento. Normalmente, os seguintes passos são tentados sucessivamente:

⁴⁷ Bancos vivem de administrar – captar e investir – recursos de terceiros. São assim gerados continuamente ciclos de captação, investimento e retorno ao verdadeiro dono dos recursos. Se um desses fluxos é interrompido antes do tempo, haverá custos decorrentes dessa “quebra” repentina e a necessidade de realocar ou reinvestir o montante “devolvido” pelo US Ex-Im.

- i. fazer com que o devedor retome o fluxo de pagamentos no prazo mais breve possível, pagando as multas e custos aplicáveis;
- ii. se isso falhar, renegociar o fluxo de pagamentos, possivelmente alongando o prazo e aumentando a taxa de juros do contrato de financiamento;
- iii. se isso falhar, retomar a aeronave amigavelmente, para posterior revenda no mercado internacional e amortização ou quitação do saldo devedor em aberto; e
- iv. se isso falhar, entrar em corte de justiça da jurisdição do contrato de financiamento original, pedindo a execução da hipoteca sobre a aeronave dada em garantia ao financiamento, o que levará à sua venda, como no item anterior.

Conforme já assinalado, o sucesso no mercado da garantia do US Ex-Im no financiamento à exportação de aeronaves é incontestável. Há pelo menos dois fatos que comprovam tal assertiva.

- Durante a crise econômico-financeira deflagrada a partir de 2008, houve uma certa especulação no mercado a respeito da possibilidade de um *funding gap*, ou seja, um hiato entre o que o mercado aportaria de recursos e os recursos efetivamente necessários para financiar as exportações de aeronaves em 2009 ou 2010 (GOMES, 2010). Na prática, o US Ex-Im simplesmente aumentou o seu orçamento de garantias e empréstimos diretos, da média de US\$ 4 bilhões a US\$ 5 bilhões/ano para US\$ 9 bilhões a US\$ 10 bilhões/ano, e resolveu o problema.
- Além disso, às duas fontes tradicionais de recursos financeiros – os bancos comerciais e a PEFCO – foi acrescentado o mercado de capitais como financiador de aeronaves com garantia US Ex-Im, durante a vigência do período mais agudo da crise, 2009-2010, conforme visto no item anterior.

Portanto, o fato de que investidores, sem intermediação bancária, aceitaram a garantia US Ex-Im no financiamento à exportação de aeronaves serviu para comprovar a confiança e robustez do produto. O sucesso é tal, que o US Ex-Im está atualmente estendendo tal mecanismo a outros bens

e serviços que não aeronaves, conforme assinalado em reunião dos autores com a equipe daquela ECA.

Um caso especial: o Canadá

A criação da agência canadense de crédito à exportação deu-se em 1944, como uma medida de retomada do emprego e do comércio internacional. Sua abertura fez parte do processo de recuperação econômica após a Segunda Guerra Mundial. A proximidade geográfica, comercial e cultural com os norte-americanos fez com que sua forma de atuar fosse bastante influenciada pelo US Ex-Im.

Um aspecto curioso do apoio canadense é a atuação, até os dias atuais, majoritariamente na modalidade de financiamento direto para créditos acima de dois anos, apesar de sua excelente classificação de risco. A empresa oferece seguros condicionais para créditos de curto prazo e garantias para risco de fabricação e financiamento do capital de giro na fase pré-embarque.

A principal meta de sua política de crédito é o oferecimento de termos e condições absolutamente em linha com o disponível para os exportadores concorrentes, seja por meio de outras ECAs, seja pelo próprio mercado privado de financiamento ou de seguros. Quando em concorrência com as demais ECAs, a EDC opera em linha com os termos do consenso da OCDE. Não obstante, mantém uma política formal de acompanhamento dos termos e condições praticados pelo mercado, ao qual chamam de *market window*. Se ela observa em uma concorrência com o crédito privado que o mercado está oferecendo condições mais favoráveis, reajusta suas condições, reavaliando, caso a caso, todos os créditos concedidos.

No apoio às exportações em geral de curto prazo, até dois anos, a EDC opera apenas na modalidade de seguro, mas igualmente orientada pela política de garantia da condição mais favorável. Sua atuação é tão expressiva, que a EDC domina cerca de 80% do segmento, preocupada em garantir a competitividade dos exportadores canadenses em relação aos vizinhos norte-americanos.

No âmbito do setor aeronáutico, a presença da EDC também é bastante expressiva no que tange às exportações da Bombardier. Não raro sua participação no total exportado supera os 70% a cada ano. Parte das tratativas desde o ASU 2007 diz respeito à política de *market window* da EDC. Com

a previsão no acordo da taxa flutuante de juros, a *libor*, ou da taxa fixa com base no mercado de *swap* de juros da mesma *libor*, os canadenses passaram a adotar exclusivamente os parâmetros do acordo em suas operações de financiamento direto no setor. Dessa forma, considerando os interesses brasileiros, os canadenses ficaram restritos a condições previsíveis e equiparáveis àquelas que o Brasil também é capaz de oferecer.⁴⁸

A concorrência da Bombardier com a ATR demonstra a importância da modalidade crédito direto em relação à cobertura de seguro. Os europeus reclamam que o custo do *funding* de bancos privados em relação ao mesmo custo para financiamento direto estipulado pelo ASU, caso dos financiamentos canadenses e brasileiros, acaba sendo sempre mais favorável aos financiadores públicos.

Não obstante tal vantagem, as discussões em curso no âmbito do consenso da OCDE sobre os custos de *funding*, públicos e privados, nas diferentes formas de apoio oficial, levaram a EDC a desenvolver um produto de garantia incondicional, com prazo entre dois e cinco anos de amortização. Esse produto ainda não é utilizado em operações do setor aeronáutico, mas aponta para um eventual reposicionamento daquela ECA.

Breve análise comparativa

O nivelamento proposto pelo ASU das diferentes formas de apoio – seguro condicional, seguro incondicional, garantia e financiamento direto – deve ser compreendido como uma convergência suficiente para não interferir na escolha do importador. No entanto, como visto, há diferenças no custo final para o financiado.

Verifica-se que os modelos de aeronaves que concorrem diretamente entre si costumam receber a mesma forma de apoio: Boeing e Airbus com *pure cover* (garantia e seguro incondicional, respectivamente) e Embraer e Bombardier com financiamento direto de suas respectivas ECAs. A exceção são os turboélices da Bombardier e da ATR: o primeiro recebe financiamento direto e o segundo *pure cover*. No caso europeu, a crise de liquidez deflagrada a partir de 2008 revelou um impacto mais significativo nas margens cobradas pelos bancos para prover *funding*, em parte atribuído aos termos do seguro incondicional, *vis-à-vis* os correspondentes da garantia norte-americana.

⁴⁸ O apoio brasileiro nas condições mais favoráveis previstas no ASU é viabilizado pela composição do financiamento do BNDES, da cobertura do FGE e do PROEX Equalização.

Já o financiamento direto dá à ECA total controle quanto ao custo e disponibilidade do *funding*. As transações de *pure cover* podem atrair *funding* com custo inferior ou superior ao regulado no ASU para financiamento direto, dependendo das variações no ciclo econômico. Naturalmente que, desde a crise de 2008, a escassez de liquidez (*credit crunch*) encareceu esses custos de *funding* privado, dando margem inclusive à maior arbitragem por parte dos bancos comerciais. Não por acaso, o US Ex-Im implementou o uso de sua garantia com *funding* do mercado de capitais, atraindo custos mais baixos para os importadores de aeronaves norte-americanas e pressionando os bancos.

Ocorre que o apoio, na forma de financiamento direto, exigiria a mobilização de vultosos recursos públicos para realização dos desembolsos, o que seria especialmente desafiador nos casos norte-americano e europeu. Por outro lado, a neutralidade do apoio oficial na comercialização de aeronaves é premissa permanente dos países participantes do ASU. Consequentemente, a percepção de que o financiamento direto proporciona vantagem ao exportador poderá fazer com que essa modalidade possa ser, futuramente, penalizada no âmbito do ASU.

Finalmente, um eventual crescimento na demanda por apoio às exportações da Embraer poderá resultar em maior urgência por um instrumento brasileiro de *pure cover* capaz de atrair o *funding* privado em condições competitivas, sob pena de a empresa buscar produzir em mercados mais favoráveis ao financiamento de suas exportações.

Conclusões

Algumas reflexões emergem ao se chegar à conclusão desse levantamento (*survey*) da evolução e das formas de apoio das principais ECAs à exportação em seus respectivos países. A primeira é que não parece ser exagero afirmar que elas hoje são instituições de Estado, e não de governo. Isso dada a longevidade – de várias décadas – que é comum a todas elas; algumas já são quase centenárias. Não obstante, parece ser o US Ex-Im a ECA que, em oitenta anos de história, mais enfrentou questionamentos sobre a sua existência – inclusive no ano em curso – dado que depende perenemente do congresso norte-americano para funcionar (BECKER; MCCLENAHAN JR., 2003).

A segunda ponderação é que os instrumentos ou formas de apoio de que as ECAs lançam mão atualmente, no que se refere ao setor aeronáutico, são diferentes entre si. Como visto, resultaram de aperfeiçoamentos que, em alguns casos, atravessaram décadas. Assim, compreendem atualmente três mecanismos para proteção do crédito: o seguro de crédito condicional, o seguro de crédito incondicional e a garantia incondicional. A esses três mecanismos soma-se a forma de apoio que é imanente: a do financiamento direto, com desembolso de recursos por parte da ECA. Em todos os casos, a aeronave é dada em garantia real, servindo, portanto, como lastro tangível e fungível qualquer que seja a estrutura financeira empregada.

O quadro geral assim apontado não significa que a evolução foi idêntica e linear para todas as ECAs. No caso do US Ex-Im, a história se inicia com o financiamento direto, passa pelo cofinanciamento com bancos comerciais e chega ao estágio atual caracterizado essencialmente pelas garantias incondicionais, com retorno residual ao financiamento direto em momentos de escassez da liquidez, como em 2009-2012. Já entre as ECAs europeias, o seguro condicional foi inicialmente empregado, chegando-se ao incondicional na atualidade, havendo sinais já claros, especialmente pela ECA inglesa, de avanço para a garantia incondicional. Já o Canadá prossegue, como o Brasil, nos financiamentos diretos. Porém, em outros setores, já começa a testar a garantia incondicional em operações de até cinco anos.

Esses avanços parecem ter uma motivação em comum: ter o poder de atrair *funding* privado na quantidade e na tempestividade que a ECA considere conveniente para o desempenho adequado do crédito público, sempre em complemento ao crédito privado. Com isso, ganha a ECA, que passa a ter mais flexibilidade na sua atuação, e ganha o setor privado, na medida em que financiar aeronaves – com o apoio da ECA – é claramente um negócio com boa relação risco/retorno.

Nesse contexto geral, qual seria a situação brasileira? O BNDES apoia as exportações do setor aeronáutico por meio de financiamentos diretos, podendo contar (ou não), a cada operação, com o SCE (do tipo condicional) lastreado no FGE. Trata-se, assim, de um ordenamento único, resultante também da evolução das instituições do Brasil no campo das exportações.

Quando se compara, por exemplo, o processo histórico brasileiro com o norte-americano, as constatações a seguir parecem evidentes.

- O Brasil apoiou as exportações aeronáuticas com bastante sucesso desde seu início até hoje por intermédio de um banco público, o BNDES. Assim, não precisou enfrentar as dificuldades pelas quais passou o US Ex-Im, sujeito, até 1992, a regras de contabilidade pública segundo as quais cada desembolso gerava um débito no Tesouro Nacional dos EUA. A agilidade de atuação do BNDES⁴⁹ – que não comprometeu sua lucratividade – parece ter sido fundamental para a indústria nacional, especialmente no período imediato de pós-privatização da Embraer, ocorrida em dezembro 1994 (GOMES, 2012).
- Como demonstrado no presente artigo, a expansão do apoio do BNDES ao setor aeronáutico foi fomentada pelo fato de o Banco poder contar, caso a caso, com o SCE, que é lastreado no FGE, desde 2002. Porém, as atuais regras de contabilidade pública do Brasil estipulam que o pagamento de eventual sinistro de crédito, por parte do FGE, gerará débito no Tesouro Nacional. Essa sistemática gera preocupação aos atores privados em relação a eventual contingenciamento futuro dos pagamentos de sinistros.

Fica assim a pergunta: seria possível um avanço no país, baseado no que foi visto e discutido até aqui? Esse é o assunto da seção seguinte.

Sugestões

Em termos gerais, parece indicado que se aprimorem e se desenvolvam termos e condições de garantia pública que sejam robustos o suficiente para atrair *funding* de bancos comerciais e investidores institucionais. A experiência com o SCE do FGE teve, quando de sua elaboração na década de 1990, forte influência do sócio estratégico da Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação (SBCE),⁵⁰ a ECA francesa Coface. O produto brasileiro nasceu assim sob a égide dos termos de apólices de seguro condicional. A quase exclusividade de *funding* do BNDES nos financiamentos aeronáuticos cobertos pelo FGE levou a que se subestimasse o impacto negativo do seguro condicional brasileiro no custo de *fundings* que fossem oriundos de outras fontes.

⁴⁹ O BNDES contou com a equalização de taxa de juros por meio do programa PROEX Equalização, este sim oriundo do Tesouro Nacional.

⁵⁰ Prestadora de serviços ao Ministério da Fazenda na operacionalização do FGE até a criação da ABGF em 2014.

O impacto desse custo de *funding* fica evidente de forma inquestionável quando são comparados financiamentos aeronáuticos cobertos pelo seguro incondicional europeu *vis-à-vis* esse mesmo custo associado à garantia incondicional norte-americana. O primeiro é consistentemente superior ao segundo.

Nesse contexto, o desenvolvimento de um instrumento incondicional de cobertura de riscos seria desejável, já que atenderia tanto à precificação adotada para o *funding* do BNDES quando coberto pelo FGE quanto serviria à efetiva atração de recursos de fontes privadas, visando a uma ampliação significativa, no futuro, das exportações aeronáuticas brasileiras.

Entretanto, o arranjo institucional para um eventual aperfeiçoamento das condições do SCE apresenta alguns desafios. De um lado, os termos e condições da legislação ora aplicável à matéria espelham as práticas do seguro condicional. De outro lado, os bancos privados internacionais têm expectativas de encontrar, na garantia brasileira, condições semelhantes àquelas de outros países exportadores de aeronaves.

Assim, alternativamente, para desenvolver um instrumento de garantia incondicional brasileiro e atrair *funding* de bancos privados e investidores institucionais, existiria a hipótese do cofinanciamento, com o risco de crédito assumido diretamente pelo BNDES. Essa, aliás, foi uma das etapas vistas na evolução de atuação do US Ex-Im, na proporção original de 50% do valor financiado para cada uma das partes (ver seção “A motivação para a evolução em direção à garantia”). Além disso, também seria viável estabelecer regras de amortização diferenciadas, com o *funding* privado sendo quitado na primeira metade do período do financiamento conjunto, dado que *fundings* de prazo muito longo são de difícil captação no contexto do país. Para compensar a classificação de risco de crédito brasileira, na medida do necessário, a estruturação desses cofinanciamentos poderia ser complementada com o uso dos recursos do PROEX Equalização.

Naturalmente, essas sugestões demandarão diversos estudos aprofundados, de forma a se determinar a relação viabilidade-dificuldade de cada uma delas. Porém, podem indicar caminhos para o aumento do potencial das exportações aeronáuticas brasileiras, da mesma forma como vem ocorrendo nas principais nações que dominam essa tecnologia estratégica e indispensável.

Referências

- AIAB – ASSOCIAÇÃO DAS INDÚSTRIAS AEROESPACIAIS DO BRASIL. *Números da AIAB*. Disponível em: <www.aiab.org.br/br/numeros-da-aiab>. Acesso em: 30 jun. 2015.
- BECKER, W. H.; MCCLENAHAN JR., W. M. *The market, the state, and the Export-Import Bank of the United States: 1934-2000*. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.
- BERG, D.; VERSPYCK, M. The 2011 aircraft agreement: a turning point? In: OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *Smart rules for fair trade: 50 year of export credits*. Paris, 2011. Disponível em: <www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/trade/smart-rules-for-fair-trade_9789264111745-en#page4>. Acesso em: 30 jun. 2015.
- BOEING. *Financial reports*. Disponível em: <<http://investors.boeing.com/investors/financial-reports/default.aspx>>. Acesso em: 30 jun. 2015.
- BONNASSIES, O. Moving to the capital. *Airline Business*, Londres, Reed Business, v. 31, n. 1, p. 36-39, jan.-fev. 2015.
- DELPHOS, W. A. *Inside the world's export credit agencies*. Ohio: Thomson South-Western, 2004.
- EMBRAER. Relatórios anuais de 2010 a 2014. Disponível em: <<http://ri.embraer.com.br/show.aspx?idCanal=iM2P2p1lloUsWi5mzDbdbA==>>>. Acesso em: 30 jun. 2015.
- GIANTURCO, D. E. *Export credit agencies: the unsung giants of international trade and finance*. Westport: Greenwood Publishing Group, 2001.
- GOMES, S. B. V.; MIGON, M. N. O papel crescente das agências de crédito à exportação no setor aeronáutico e perspectivas a partir de 2010. *BNDES Setorial*, Rio de Janeiro, n. 32, p. 91-112, set. 2010.
- NERA – NATIONAL ECONOMIC RESEARCH ASSOCIATES. *The economic rationale for the public provision of export credit insurance by ECGD: report for the Export Credits Guarantee Department*. London, 2000.

SALCIC, Z. *Export Credit Insurance & Guarantees*. Palgrave Macmillan Publishers: Basingstoke, UK, 2014.

SOUZA, A. Jaques Wagner defende mais recursos para o Ministério da Defesa. *O Globo*, Rio de Janeiro, p. 3, 22 maio 2015.

US EX-IM – THE EXPORT-IMPORT BANK OF THE UNITED STATES. *2014 Annual report*. Disponível em: <<http://www.exim.gov/sites/default/files/reports/annual/EXIM-2014-AR.pdf>>. Acesso em: 30 jun. 2015.

WEIJER, J. E. *An analysis of export credit support in commercial aircraft financing*. Cranfield: Cranfield University, 2007.

Apêndice

Apêndice I | Relação de entrevistados para a elaboração deste artigo

US Ex-Im

James C. Cruse	Senior vice president Policy & Planning
Robert A. Morin	Senior vice president Business & Product Development
Robert F. X. Roy, Jr	Vice president Transportation Division
Isabel Galdiz	Vice president International Relations Policy Group
Andrew E. Falk	Vice president Transportation Portfolio Management Division
David R. Fiore	Deputy vice president Transportation Division
David A. Baughan	Deputy vice president Transportation Portfolio Management division
Polina Goubanov	Senior Portfolio Manager, Transportation Portfolio Management division
Louis E. Emery	Assistant general Counsel for Transportation, Office of the General Counsel
Wendy Wright	Director, Policy and Program Evaluation Policy Group
Claire F. Avett	Policy analyst, International Relations division
Christian Piccolo	Credit Administration Officer

Demais agências de crédito à exportação contactadas

Benjamin Philippaerts	Compagnie Française d'Assurance pour le Commerce Extérieur (Coface)
Rosanna Panetta	Export Development Canada (EDC)
Yvette Frost	
Thomas Kolberg	Euler Hermes Kreditversicherungs-AG
Jennifer Loewen	
David Drysdale	Organization for Economic Co-operation and Development (OECD)
Jean Le Cocguic	
Paola Valerio	Servizi Assicurativi del Commercio Estero (Sace Spa)
Vincenzo Abbate	
John Snowdon	United Kingdom Export Finance (UKEF)
Tim Palmer	
Chris Basiurski	