

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**GUILHERME ZANIOL**

**UMA INTERPRETAÇÃO DO IMPACTO DOS EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS  
PELO TESOUREIRO NACIONAL AO BNDES SOBRE AS CONTAS PÚBLICAS ENTRE  
2008 E 2018**

**Porto Alegre**

**2018**

**GUILHERME ZANIOL**

**UMA INTERPRETAÇÃO DO IMPACTO DOS EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS  
PELO TESOURO NACIONAL AO BNDES SOBRE AS CONTAS PÚBLICAS ENTRE  
2008 E 2018**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

**Porto Alegre**

**2018**

#### CIP - Catalogação na Publicação

Zaniol, Guilherme

Uma interpretação do impacto dos empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES sobre as contas públicas entre 2008 e 2018 / Guilherme Zaniol. -- 2018.

74 f.

Orientador: Leonardo Xavier da Silva.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas, Porto Alegre, BR-RS, 2018.

1. BNDES. 2. Empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES. 3. Impacto sobre as contas públicas. I. Silva, Leonardo Xavier da, orient. II. Título.

**GUILHERME ZANIOL**

**UMA INTERPRETAÇÃO DO IMPACTO DOS EMPRÉSTIMOS CONCEDIDOS  
PELO TESOIRO NACIONAL AO BNDES SOBRE AS CONTAS PÚBLICAS ENTRE  
2008 E 2018**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Ciências Econômicas.

**Aprovado em: Porto Alegre, 3 de dezembro de 2018.**

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva - Orientador

UFRGS

---

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima

UFRGS

---

Prof. Dr. Stefano Florissi

UFRGS

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço ao professor Leonardo Xavier da Silva, por estar presente em momentos que marcaram a minha trajetória na Universidade até então, como no início e no final do curso de graduação, além da motivação e das pertinentes orientações que permitiram a evolução desta monografia.

Agradeço, também, aos professores Antonio Ernani Martins Lima e Stefano Florissi, por aceitarem compor a banca e avaliar o presente trabalho.

Agradeço a minha amiga, companheira e eterna namorada Thais, pela sua compreensão e carinho, e por estar ao meu lado nos momentos mais importantes da minha vida, desejando que isso possa permanecer para sempre.

Agradeço a minha família, em especial nas pessoas da minha mãe Gislaine, minha vó Hilda e minha tia Iracema, por serem pessoas fundamentais na minha formação pessoal e profissional e por tanto terem me apoiado e incentivado desde a infância, sem as quais, mesmo que distante no cotidiano, procuro não dormir à noite sem conversar com elas diariamente.

“O governo é como um bebê: um canal alimentar com um enorme apetite, numa ponta, e nenhum senso de responsabilidade na outra.”

*Ronald Reagan*

## RESUMO

O Tesouro Nacional concedeu empréstimos na forma de títulos públicos ao BNDES de cerca de R\$ 441 bilhões entre 2008 e 2014, objetivando provê-lo de recursos para atender aos anseios da equipe econômica à época no sentido de viabilizar uma atuação anticíclica expansionista que pudesse conter os efeitos da crise sobre economia doméstica. O objetivo central deste trabalho é elucidar, através de uma revisão bibliográfica, de que forma esses empréstimos impactaram as contas públicas, tratando também de outras questões que permeiam o assunto. Verificou-se que essa prática heterodoxa, além de elevar o endividamento do Banco, promoveu uma significativa transformação da composição do seu *funding*, tornando-o dependente desses recursos para suas operações. A diferença entre o custo de oportunidade do Tesouro Nacional – custo para emissão de títulos da dívida – e a remuneração recebida pelos recursos – prioritariamente pactuados por TJLP – originou despesas com subsídios – de caráter implícito, por não constarem no Orçamento Geral da União – da ordem de cerca de R\$ 160 bilhões já contabilizados até o ano de 2017 – a valores constantes de 2017 –, além dos projetados para o futuro até o vencimento dos contratos, originalmente pactuados para até 2060. O estudo revelou que essas operações foram e ainda são objeto de controvérsia, sobretudo por terem sido responsáveis por impactos contestáveis e distintos sobre os principais indicadores utilizados para mensurar o endividamento brasileiro, tanto por estudos teóricos quanto por instituições como o Tribunal de Contas da União (TCU) e por membros de consultoria do Senado Federal, os quais qualificaram o fato como uma das práticas que ficaram conhecidas como “contabilidade criativa”. Nesse sentido, enquanto a DBGG foi impactada pelas emissões dos títulos e pelos subsídios, a DLSP – até então o indicador usual para mensurar oficialmente a dívida pública no Brasil – foi impactada apenas pelos subsídios, fato este que contribuiu para uma percepção de piora na qualidade da gestão fiscal. A partir de 2015, as devoluções antecipadas dos empréstimos e, a partir de 2018, a nova TLP, propõem-se a reverter esse contexto, reduzindo os impactos sobre as contas públicas. Evidenciou-se a necessidade de um debate mais qualificado e maior transparência previamente a realização de tal prática e dispêndio, sobretudo em um cenário de dificuldades fiscais como o que se apresenta atualmente.

**Palavras-chave:** BNDES. Empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES. Impactos sobre as contas públicas.

## ABSTRACT

In order to provide resources to the BNDES (Brazilian Development Bank) to meet the government expectations of enabling a countercyclical expansionist agenda that could contain the global crisis effects in the national economy, the National Treasury granted BRL 441 Billion in loans (as bonds) to the Bank between 2008 and 2014. The main objective of this paper is to elucidate, through a bibliographical review, how these loans affected the national accounts, also dealing with other issues that permeate the subject. It was verified that this heterodox practice, in addition to raising the Bank's indebtedness, promoted a significant change in the composition of its funding, making its operation dependent on those resources. The difference between the opportunity costs of the National Treasury: the costs of issuing bonds, and the yield received from the resources at TJLP (an arbitrary long-term interest rate) originated expenses with subsidies. Those are implicit in nature, since they are not internalized to the Government Budget, and accounted for approximately BRL 160 Billion until 2017 (at constant values of 2017). Adding to those are the future expenses until the maturity of the contracts, originally agreed to 2060. The study revealed that these operations were and still are subject to controversy, mainly because they have been responsible for distinct contestable effects on the main indicators used to measure the Brazilian National Debt. The TCU (Federal Audit Office) and Federal Senate described the fact as one of the practices that became known as "creative accounting." In this sense, while the DBGG (Brazilian Gross Debt) was affected by both Treasury Bond issues and subsidies paid, the DLSP (Brazilian Net Debt) - the standard indicator to measure public debt in Brazil, was impacted only by the subsidies, this contributed to a perception of deterioration in the quality of fiscal management. Beginning in 2015, the early repayment of the loans and, and in 2018, the adoption of the new TLP (long-term rate), propose to reverse this context, reducing the burden on the national accounts. A more technical debate and greater transparency were evidenced to be needed prior to those practices and expenditures, especially in a scenario of fiscal difficulties such as the present one.

**Key Words:** BNDES. Brazil National Treasury Loans to BNDES. Burden on National Accounts.

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Captações realizadas pelo BNDES com o Tesouro Nacional entre 2008 a 2014 (R\$ bilhões, em valores correntes) .....	27
Gráfico 2 - Composição do passivo do BNDES (posição de 31 de dezembro) de 2001 a 2016 (R\$ bilhões, em valores correntes) .....	28
Gráfico 3 - Evolução da TJLP, Selic e Custo Médio DPMFi de 2008 a 2017 (% a.a) .....	33

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Principais fontes de recursos do BNDES, ordenadas por relevância, entre 2001-2008 e 2009-2017 .....	28
Tabela 2 - Desembolso total do BNDES com recursos do Tesouro Nacional e com outras fontes entre 2008 e 2016 (R\$ bilhões em valores correntes) .....	29
Tabela 3 - Captações de recursos realizadas pelo BNDES com o Tesouro Nacional entre 2008 e 2014 e custos pactuados (R\$ bilhões, em valores correntes).....	30
Tabela 4 - Benefícios Creditícios (Subsídios Implícitos) originados pelos empréstimos da União ao BNDES, valores contabilizados anualmente (2007 a 2017) em valores nominais e constantes de 2017 .....	38
Tabela 5 - Benefícios financeiros (explícitos) e creditícios (implícitos) da União – valores totais e participação relativa com destaque a Empréstimos da União ao BNDES – 2007 a 2017 (R\$ mil, valores constantes de 2017) <sup>1</sup> .....	39
Tabela 6 - Valor presente dos subsídios concedidos pela União ao BNDES calculados pela STN a cada bimestre (6º bimestre de 2015 a 4º bimestre de 2018) .....	40
Tabela 7 - Valor presente dos subsídios concedidos pela União ao BNDES – valores divulgados e recálculos a partir da nova TJLP – ao final de 2015, 2016 e 2017 .....	41
Tabela 8 - Valores liquidados antecipadamente pelo BNDES junto ao Tesouro Nacional, anualmente 2015-2018 (R\$ bilhões, em valores correntes) .....	57

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BIRD	– Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento
BNDE	– Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico
BNDES	– Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CMBEU	– Comissão Mista Brasil-Estados Unidos
CMN	– Conselho Monetário Nacional
DBGG	– Dívida Bruta do Governo Geral
DLSP	– Dívida Líquida do Setor Público
DPMFi	– Dívida Pública Federal interna
FAT	– Fundo de Amparo ao Trabalhador
FMI	– Fundo Monetário Internacional
FMM	– Fundo da Marinha Mercante
FINAME	– Agência Especial de Financiamento Industrial
FINSOCIAL	– Fundo de Investimento Social
FND	– Fundo Nacional de Desenvolvimento
FNE	– Fundo Nacional de Eletrificação
FRE	– Fundo de Reparçamento Econômico
IOF	– Imposto sobre Operações Financeiras
IPCA	– Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPI	– Imposto sobre Produtos Industrializados
LDO	– Lei de Diretrizes Orçamentárias
LIBOR	– <i>London InterBank Offered Rate</i>
LRF	– Lei de Responsabilidade Fiscal
MF	– Ministério da Fazenda
MP	– Medida Provisória
NTN–B	– Notas do Tesouro Nacional – Série B
OGU	– Orçamento Geral da União
PAC	– Programa de Aceleração do Crescimento
PASEP	– Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público
PIB	– Produto Interno Bruto
PIS	– Programa de Integração Social
PLOA	– Projeto de Lei Orçamentária Anual
PSI	– Programa de Sustentação do Investimento

SEFEL	– Secretaria de Acompanhamento Fiscal, Energia e Loteria
SPE	– Secretaria de Política Econômica
STN	– Secretaria do Tesouro Nacional
TCU	– Tribunal de Contas da União
TJLP	– Taxa de Juros de Longo Prazo
TLP	– Taxa de Longo Prazo

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>BREVE HISTÓRICO DO BNDES</b> .....	<b>14</b>
2.1	ORIGEM E CONTEXTO .....	14
2.2	ATUAÇÃO.....	15
2.3	DESAFIOS RECENTES.....	17
<b>3</b>	<b>FUNDING</b> .....	<b>19</b>
3.	FUNDING DO BNDES 1952-2008 .....	19
3.2	FUNDING DO BNDES 2008-2017 .....	23
<b>4</b>	<b>SUBSÍDIOS CONCEDIDOS PELO TESOIRO AO BNDES</b> .....	<b>30</b>
4.1	ORIGEM E CONCEITO DOS SUBSÍDIOS .....	30
4.2	MARCO LEGAL .....	33
4.3	METODOLOGIA E CÁLCULO DOS SÚSÍDIOS E PROJEÇÕES.....	36
<b>5</b>	<b>IMPACTO FISCAL DOS EMPRÉSTIMOS DO TESOIRO AO BNDES</b> .....	<b>43</b>
5.1	DEBATE TEÓRICO SOBRE AS IMPLICAÇÕES FISCAIS .....	43
5.2	ASPECTOS LEGAIS E NORMATIVOS SOBRE OS IMPACTOS FISCAIS.....	49
5.3	DEVOLUÇÕES ANTECIPADAS E A NOVA TAXA DE LONGO PRAZO .....	55
<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>61</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>66</b>
	<b>ANEXO A – METODOLOGIA DE CÁLCULO DOS SUBSÍDIOS CONFORME PORTARIA MF Nº 57/2013</b> .....	<b>72</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), reconhecido como o principal ofertante de crédito de longo prazo no Brasil, foi instrumento de política econômica anticíclica frente à crise financeira internacional de 2008, a partir do entendimento das autoridades fazendárias à época de que promover uma expansão creditícia, além de outras medidas fiscais e monetárias que foram colocadas em prática, teria a capacidade de atenuar os efeitos da crise sobre a economia doméstica. Para viabilizar essa atuação, foram realizadas operações de empréstimos do Tesouro Nacional ao Banco, com o objetivo de capacitá-lo para tal.

O principal objetivo deste trabalho é elucidar de que forma essas operações de empréstimos do Tesouro ao BNDES impactaram as contas públicas na última década. Como objetivos secundários, abordará também outros possíveis efeitos causados pelas transações mencionadas e pela atuação do Banco no mercado de crédito, bem como outras questões. Para isso, está estruturado em uma sequência lógica de quatro capítulos.

O primeiro e mais breve capítulo busca resgatar aspectos peculiares ao favorável contexto em que o Banco foi criado, abordando também a sua forma de atuação ao longo dos mais de 65 anos de existência, revelando a sua importância para o desenvolvimento brasileiro e, por fim, pontuando alguns fatos recentes que podem ser entendidos como “desafios” à instituição, principalmente a mencionada atuação frente à crise.

O segundo capítulo, que aborda as fontes de recursos do BNDES, encontra-se subdividido em duas seções. A primeira seção trata especificamente do período de 1952 a 2008, abordando as fontes de recursos a partir de uma perspectiva histórica, expondo reconhecidos trabalhos que tratam das fontes desde a fundação do Banco até o ano de 2008. A segunda seção procura expor as fontes entre 2008 até 2017, ressaltando a importância dos repasses efetuados pelo Tesouro Nacional nesse novo período, abordando os principais dispositivos legais e suas motivações para a realização dos empréstimos, demonstrando sua magnitude e de que forma impactou o endividamento e a composição do *funding* do Banco, tornando-o, de fato, dependente desses recursos para os desembolsos das operações com os seus clientes nos anos que sucederiam.

Já o terceiro capítulo busca tratar detalhadamente de uma das principais consequências dessas operações, que é a existência de um subsídio implícito que onera o Tesouro Nacional, originado pela diferença entre custo de captação e remuneração recebida pelos repasses, demonstrando a questão através de conceitos e dispositivos legais que versam sobre a matéria,

além de manifestação de órgãos federais de controle como o Tribunal de Contas da União (TCU). Além disso, expõe a metodologia de apuração desses subsídios e de que forma são efetuadas as projeções de valor presente, expondo os valores já contabilizados na última década até então, bem como a relevância dessa rubrica ao compará-la com outros tipos de subsídios da União. O capítulo buscará demonstrar, também, a dificuldade encontrada pelas autoridades com as projeções dos dispêndios futuros com subsídios, em função da necessidade de estimação de variáveis para um horizonte de até 2060, prazo originalmente pactuado para o fim dos contratos.

O quarto e último capítulo tem o objetivo de apresentar de que forma as contas públicas são impactadas por esses repasses – através da emissão de novos títulos da dívida pelo Tesouro Nacional – e pelos subsídios, apresentando estudos que se posicionaram de forma favorável à prática e outros de forma contrária, estes capazes de expandir a crítica para outras questões que permeiam a atuação do Banco. Na sequência, os impactos fiscais são abordados também a partir de um ponto de vista legal e normativo, trazendo novamente posicionamentos do TCU e da consultoria de orçamentos do Senado Federal sobre as operações, além de confirmar através das notas metodológicas da Secretaria de Política Econômica (SPE) essa forma de impacto. Por fim, uma última seção aborda duas práticas, uma adotada a partir de 2015 e outra entrou em vigor em a partir de 2018, que são as devoluções antecipadas dos empréstimos por parte do BNDES e a nova Taxa de Longo Prazo (TLP), respectivamente, explicando de que forma essas duas medidas podem também impactar as finanças públicas.

Elucidar de que forma a relação entre Tesouro Nacional e BNDES contribuiu para a evolução das finanças públicas na última década torna-se particularmente relevante, tendo em vista o cenário de deterioração das contas públicas visto recentemente, com sucessivos resultados negativos e a discussão da necessidade de ajustes e reformas para que se contenha a trajetória de elevação da relação entre endividamento e PIB do Brasil.

## 2 BREVE HISTÓRICO DO BNDES

O presente capítulo tem como objetivo apresentar, de forma sucinta, a origem do BNDES a partir do seu contexto, destacando a sua forma de atuação ao longo da sua existência e, por fim, pontua alguns importantes desafios e questionamentos pelos quais passaram recentemente a instituição.

### 2.1 ORIGEM E CONTEXTO

Após um longo período de um cenário externo conturbado que incluiu a Primeira Guerra Mundial, a Grande Depressão de 1929, e meados do final da Segunda Guerra Mundial, o ano de 1944 foi um marco na história financeira contemporânea. Naquele ano, foi realizada a conferência de Bretton Woods em New Hampshire, nos Estados Unidos, onde Líderes de 44 nações reuniram-se para discutir diretrizes para a reorganização do capitalismo, estabelecer regras financeiras e comerciais e debater medidas para prover estabilidade financeira e apoio para a economia mundial.

Naquele contexto, novos arranjos institucionais foram necessários para suprir principalmente a demanda por reconstrução e novos projetos de infraestrutura em diversos países devastados pela Guerra. A partir das discussões da Conferência, surge o Fundo Monetário Internacional (FMI), destinado a auxiliar países em situação de crise no balanço de pagamentos, e o Banco Internacional para a Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD), encarregado da reconstrução e desenvolvimento dos países europeus, mas que tinha em sua pauta o apoio ao desenvolvimento de países do terceiro mundo (BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES, 2013). Nos países subdesenvolvidos, que em geral não tiveram sua extensão territorial atingida pela Guerra, a necessidade estava justamente em superar essa questão e fomentar o desenvolvimento.

Ambas as instituições entraram em operação, de fato, em 1946, quando um número suficiente de países ratificou o acordo. Assim, o cenário externo apresentava-se favorável para o surgimento de bancos de desenvolvimento regionais e nacionais, onde a maioria foi fundada após Bretton Woods, objetivando enfrentar os desafios de desenvolvimento específicos nas diversas partes do mundo.

No plano brasileiro, a partir do início da década de 1950, o governo já havia encaminhado um acordo com o BIRD para suprir o país com recursos, além do auxílio de uma equipe técnica no programa de desenvolvimento nacional, a Comissão Mista Brasil-Estados

Unidos (CMBEU). A contrapartida do Brasil para garantir esses recursos do empréstimo externo seria a cobrança de um adicional ao Imposto de Renda para a criação do Fundo de Reaparelhamento Econômico, fundo este que viria a ser uma das primeiras fontes de recursos do banco de desenvolvimento brasileiro a ser fundado, também por sugestão da Comissão (BNDES, 2012a).

Assim, o Artigo 8º da Lei 1.628 de junho de 1952 criou, durante o segundo governo do presidente Getúlio Vargas e sob a jurisdição do Ministério da Fazenda, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), sendo uma autarquia federal com a finalidade de atuar como agente do Governo no fomento da economia nacional e no financiamento da infraestrutura e da industrialização brasileira (BRASIL, 1952). Outros artigos da mesma lei definem que a Instituição à época nascente teria autonomia administrativa e personalidade jurídica própria, gozaria de direitos equivalentes a outros órgãos do serviço público federal, e estabeleceram a estrutura de gestão e cargos de presidência, diretoria e conselho de administração, com seus respectivos tempos de mandato e suas atribuições.

## 2.2 ATUAÇÃO

No ano de 1982, foi incorporada a letra “S” ao nome da instituição, revelando que seu foco de atuação não se restringiria ao campo econômico, integrando as preocupações sociais à sua política de desenvolvimento e transformando-a no que conhecemos hoje: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Esse acréscimo no foco de atuação justifica-se, pois, “[...] as conquistas na área econômica não resolveram os problemas sociais, ao contrário, eles pareciam ter se agravado no país.” (BNDES, 2012a. p. 82). A nova atividade seria viabilizada através de recursos provenientes de contribuição de empresas públicas e privadas no valor de 0,5% do seu faturamento, para a constituição do Fundo de Investimento Social (Finsocial), destinado a custear investimentos de caráter assistencial em alimentação, habitação popular, saúde, educação, justiça e amparo ao pequeno agricultor (BNDES, 2012a).

Não apenas o acréscimo das funções sociais, mas também o seu diversificado escopo de atuação passou por significativas mudanças ao longo dos seus mais de 65 anos de existência, sobretudo em resposta aos desafios em cada complexo contexto e conjuntura que se apresentara.

O trabalho de Currello (1998) argumenta em prol da existência de duas grandes fases vividas pelo BNDES desde a sua fundação até o ano de 1996. O primeiro período, encerrado no ano de 1979, possui como elementos em destaque o modelo econômico conduzido pela atuação do Estado, as altas taxas de crescimento, a elevação na participação do capital externo

na economia doméstica e a existência de políticas industriais como o Plano de Metas e o II Plano Nacional de Desenvolvimento. O segundo período foi marcado pela perda de “dinamismo” e “funcionalidade”, causados devido ao choque do petróleo e à alta das taxas de juros internacionais, que culminaram com a necessidade de ajustes internos e externos. Segundo a autora, devido a essas necessidades, “[...] as estratégias de desenvolvimento foram deixadas para segundo plano e a instituição voltou-se à finalização de projetos em andamento e socorro financeiro a empresas em crise.” (CURRALERO, 1998, p. 6).

Já Além (1998), por sua vez, categorizou em três fases principais a atuação do Banco. A primeira, desde o início de suas atividades até o final da década de 1970, onde a autora define como um período de “consolidação”, financiando desde as atividades do setor de infraestrutura necessárias à industrialização e outras ligadas ao próprio desenvolvimento tecnológico, como máquinas e equipamentos para a instalação de novas fábricas. A segunda – e não tão próspera – fase vai do início dos anos 1980 até meados do ano de 1993, caracterizada pela queda das operações do Banco decorrentes da desaceleração do crescimento causada pela instabilidade macroeconômica do período. A terceira fase foi marcada pela retomada do crescimento, possibilitada pela estabilidade econômica a partir de 1994, seguida pela recuperação dos financiamentos, sobretudo no setor de serviços, financiamento à exportação e apoio a programas de estímulo às privatizações.

De forma semelhante e ampliando o período de análise, Giambiagi, Rieche e Amorim (2009), também destacaram, nos primeiros anos de atividade, a atuação no financiamento da infraestrutura brasileira, seguindo para o amadurecimento da indústria de bens de capital e no apoio a empresas na crise, nos anos 1970 e 1980, respectivamente. Segundo os autores, o Banco também exerceu papel importante no financiamento às privatizações nos anos 1990 e colaborou no esforço de crescimento às exportações nos anos 2000, além do recente papel anticíclico na crise de 2008-2009, em um momento de retração do crédito a nível internacional.

O BNDES passou a ser reconhecido, ao longo dos anos de atuação, como um dos principais bancos de desenvolvimento do mundo, atuando, portanto, no investimento em diversos segmentos da economia e, principalmente, no financiamento produtivo de longo prazo, exercendo, praticamente de forma monopolística, a função de prover este tipo de crédito no Brasil. Justamente por ter atuado em várias áreas, o banco foi importante para o desenvolvimento de diversos setores estratégicos, promovendo mudanças na estrutura produtiva brasileira. Nesse sentido, a importância do BNDES na história brasileira é evidente, a partir do entendimento de que, “[...] a existência de um sistema financeiro e/ou mercado de

capitais pouco desenvolvidos não fornece o financiamento de longo prazo necessário ao esforço de desenvolvimento do sistema econômico.” (GIMABIAGI; ALÉM, 2016, p. 8).

### 2.3 DESAFIOS RECENTES

O segundo semestre do ano de 2008 reservava a mais recente crise financeira de proporções mundiais no caminho do Brasil, ocorrida devido ao colapso dos *subprimes* – empréstimos hipotecários de alto risco – nos Estados Unidos, onde numerosos bancos entraram em processo de falência e alastraram rapidamente os efeitos para as economias de diversos países. Mais uma vez frente a um cenário externo conturbado, o BNDES, juntamente com outras instituições financeiras públicas nacionais – principalmente Caixa Econômica Federal e Banco do Brasil – foi instrumento de política econômica de caráter anticíclico, visando resistir à restrição de crédito internacional imposta pela circunstância e expandir a sua oferta, buscando manter a demanda agregada interna – que vinha de sucessivos anos de crescimento – e atenuar os efeitos da crise sobre a economia doméstica.

No entanto, verifica-se que expandir a oferta de crédito via bancos de desenvolvimento objetivando a redução dos efeitos recessivos não foi prática exclusiva das autoridades monetárias brasileiras. Araújo e De Negri (2017) observaram que bancos como o KfW da Alemanha, o Chinese Development Bank (CDB), o Korean Development Bank (KDB) e o Banco Agrícola da Turquia (T. C. Ziraat Bankas), expandiram a participação dos seus ativos na economia dos seus países já no ano de 2009 como resposta imediata à crise. Apesar disso, segundo os autores, a atuação específica do BNDES no Brasil levou a dois problemas. Primeiramente, a possibilidade de redução da eficiência da política monetária, uma vez que considerável parte do crédito disponível na economia é subsidiado e responde de forma menos elástica a variações na taxa básica de juros economia. Assim, em uma situação em que haja a necessidade de elevar essa taxa objetivando o controle da inflação, esta elevação deverá ser maior do que seria caso o crédito não fosse subsidiado, resultando no aumento do custo da política monetária e impactando também no efeito fiscal sobre a dívida pública. O segundo problema diz respeito à forma como foi financiada a expansão do BNDES, utilizando recursos provenientes do Tesouro Nacional, gerando também um custo fiscal significativo originado pelo diferencial entre as taxas de captação e de recebimentos, caracterizando um subsídio a ser pago pela União. (ARAÚJO; DE NEGRI, 2017).

De forma mais acentuada na última década, o BNDES também esteve no cerne de outros assuntos controversos que levaram a sua atuação a ser questionada. Como exemplo, temas como

a efetividade do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) e a política de atuação setorial com o objetivo de fomentar grandes empresas “campeãs nacionais” e fortalecer oligopólios. Ainda, sobretudo nos últimos anos, questionam-se as relações do Banco com uma das maiores empresas do setor de carnes do mundo, que atualmente seus sócios são réus em processos de corrupção de agentes públicos.

Em um ato de atendimento a demanda por maior transparência e prestação de contas por parte da sociedade e por ocasião do seu 65º aniversário, o BNDES lançou, no ano de 2017, uma publicação denominada “Livro Verde” que, nas palavras do próprio presidente do Banco à época “[...] não deixa de ser uma ‘contabilidade escancarada’ para avaliação serena dos próprios brasileiros, pois só estes poderão emitir juízo irrecorrível sobre as ações do BNDES no momento que lhes parecer mais apropriado.” (BNDES, 2017, p. 9).

Por fim, fomentar o crescimento e a economia nacional sempre foi a principal razão de ser do BNDES. Ainda segundo o presidente do Banco em exercício, “Tal fomento, contudo, não é uma dádiva – alguém sempre paga pela ação do Estado. O fomento ao desenvolvimento do país implica um custo social relevante – [...]” (BNDES, 2017, p. 5). Daí a latente importância de a sociedade compreender como são utilizados os seus recursos escassos, principalmente em um cenário de dificuldades fiscais como o que se impõe atualmente.

### 3 FUNDING

Uma vez que a disponibilidade de recursos está diretamente relacionada com a capacidade de desempenho – em termos de capacidade de desembolso – de um Banco de Desenvolvimento, torna-se particularmente importante entender como ocorre a formação dos seus fundos. O objetivo do presente capítulo é abordar alguns dos principais textos da literatura existente sobre a composição do *funding* do BNDES, tratando de questões centrais desde a fundação do Banco até o ano de 2017. A escolha por dois períodos – um grande período, de 1952 a 2008, e outro pequeno período, a partir de 2008 até 2017 – tendo como marco o ano de 2008 justifica-se, pois, naquele ano, houve o lançamento de uma alternativa heterodoxa inédita que objetivou prover de recursos a instituição e se repetiu por anos seguintes, que foram os empréstimos concedidos pelo Tesouro Nacional. Essas operações foram motivo de debate e controvérsia, sobretudo em relação a sua efetividade e impactos fiscais, assuntos esses a serem melhor tratados ao longo deste trabalho.

#### 3.1 FUNDING DO BNDES 1952-2008

Historicamente, sobretudo no período em análise, os fundos de poupança compulsória – contribuições de trabalhadores, firmas e consumidores para fundos de poupança administrados por instituições públicas – representaram a principal fonte de recursos do BNDES (BONELLI; PINHEIRO, 1994). Os autores esclarecem que “[...] estas receitas diferem de impostos puros, já que os contribuintes têm direito a parte dos lucros destes fundos, que diferem da poupança comum porque os agentes são obrigados a contribuir.” (BONELLI; PINHEIRO, 1994, p. 27).

O mesmo entendimento sobre a predominância de recursos compulsórios é compartilhado por Prochnik (1995) que, após um detalhado estudo das fontes de recursos do Banco, argumenta que é possível identificar quatro etapas distintas no período 1952-1993, dependendo da fonte. Segundo a autora, a primeira etapa consistiu desde a fundação do Banco em 1952 até meados de 1964, onde um adicional restituível sobre o imposto de renda deveria constituir o Fundo de Reparcelamento Econômico (FRE), com vistas a financiar o crescimento, sendo contrapartida em moeda nacional para financiar a importação de equipamentos conforme acordos da CMBEU. “Assim, o adicional sobre o imposto de renda foi a mais importante fonte de recursos do BNDE durante 12 anos, até ser extinto em novembro de

1964”. (PROCHNIK, 1995, p. 145). Nessa primeira etapa, destacou-se também a disponibilidade de fundos, depositados no Banco em caráter transitório e com finalidade específica, onde a instituição agiu apenas como depositária, pois havia a vinculação “nas duas pontas”, ou seja, na arrecadação e na aplicação. Como exemplo, o Fundo Nacional de Eletrificação (FNE), formado pela taxação sobre o consumo de energia elétrica. (PROCHNIK, 1995).

A segunda etapa, entre 1967 e 1973, diferiu da anterior pois os recursos passaram a constar no orçamento fiscal e monetário, formados a partir da arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF). O Banco obteve também recursos vinculados à Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME) – que foram instituídos na forma de fundo – e outros provenientes de captações externas. Houve, no período em questão, instabilidade na obtenção de recursos e, nos últimos dois anos, queda no orçamento em valores reais e nominais. (PROCHNIK, 1995).

A terceira etapa, que englobou o período de 1974 a 1988, foi caracterizada novamente pela desvinculação da principal fonte do orçamento fiscal e pela estabilização do ingresso de recursos, tornando o Banco capaz de atender a demanda por financiamento ocorrida na década de 1970. Durante esses 14 anos, coube ao BNDES a administração dos recursos provenientes do Programa de Integração Social (PIS) e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), criados pela Lei Complementar nº 7 de setembro de 1970 e nº 8 de dezembro de 1970, respectivamente, que originaram o Fundo PIS-Pasep. Conforme a autora, “[...] no período 1974/88, os recursos do PIS e do Pasep eram recolhidos, respectivamente, à Caixa Econômica Federal e ao Banco do Brasil e, descontados os valores pagos aos trabalhadores sob a forma de rendimentos, abonos e cotas, repassados ao BNDES.” (PROCHNIK, 1995, p. 147).

A Constituição Federal de 1988 definiu o início da quarta etapa. (PROCHNIK, 1995). Em seu Artigo 239, estabeleceu que pelo menos quarenta por cento da receita arrecadada com os tributos PIS e PASEP seria destinada para financiar programas de desenvolvimento econômico através do BNDES (BRASIL, 1988). Os tributos arrecadados, então, constituiriam o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) – criado posteriormente em 1990, quando passou a ser o depositário das contribuições – que, além de suporte ao BNDES, seria responsável por outras funções como o custeio do programa seguro desemprego e do abono salarial. A autora esclarece que:

A aliança entre o seguro-desemprego e o BNDES dá-se sob a lógica de que a parcela de recursos do FAT que é gerida pelo BNDES retorna ao segmento produtivo sob a forma de financiamentos a investimentos geradores de renda e emprego e, portanto, minimiza o desemprego. (PROCHNIK, 1995, p. 147-148).

Bonelli e Pinheiro (1994) observaram, além da importância dos recebimentos do FAT em termos de fluxo estável e quantidade de recursos – que se tornara praticamente responsável pela totalidade dos recursos do Banco a partir da sua criação e à época da publicação do seu trabalho –, outros benefícios indiretos como disponibilidade de contrapartida doméstica necessária para a contratação de empréstimos externos por instituições bilaterais e multilaterais, bem como outros financiamentos externos a taxas favoráveis de juros.

A relevância dos recursos dos tributos PIS e PASEP para a formação dos fundos do BNDES também pode ser notada a partir do trabalho de Bernardino (2005). Conjuntamente, os recursos provenientes do FAT e do Fundo PIS-Pasep – estoque dos recursos, anteriores à criação do FAT – corresponderam por cerca de 66% do total das fontes no período 1999-2005, em média. Na tabela apresentada pela autora é possível perceber, mesmo que em pouca magnitude, a perda de importância relativa do Fundo PIS-Pasep – que passou de 24% das fontes em 1999 para 14% em 2005 – e o aumento relativo nos recursos oriundos do FAT – que passaram de 46% das fontes em 1999 para 52% em 2005 –, dada a mudança instituída pelo Artigo 239 da Constituição de 1988, em que o Fundo PIS-Pasep deixou de receber as contribuições. (BERNARDINO, 2005).

Os mecanismos compulsórios de poupança também foram objeto de estudo e crítica em conhecido texto, onde o autor se propõe a explorar a questão da funcionalidade dos mesmos, propondo uma transição para um sistema mais eficiente. Conforme Arida (2005), há quatro áreas que podem ser aprimoradas para tornar os mecanismos mais eficientes: governança; gestão estatal; precificação e, por fim, a eliminação de distorções alocativas. Um dos pontos de maior relevância na proposta para o *fundings* do BNDES é a constatação de que como os recursos do FAT vêm do PIS-PASEP – que são impostos sobre o faturamento –, a carga fiscal impacta sobre a atividade e, portanto, reduz a eficiência da economia, a renda disponível e a taxa de crescimento. Especificamente em relação ao PIS, a proposta consiste em zerar a alíquota, reduzindo, portanto, essa carga fiscal. O autor esclarece que:

Minha sugestão a esse respeito é zerar a alíquota do PIS, de imediato ou conforme um cronograma previamente anunciado. Isso equivaleria a uma redução da carga fiscal sem perda da capacidade de custear as despesas da União. O efeito da proposta seria apenas fazer cessar novos aportes de recursos para o FAT, passando sua evolução patrimonial a depender da balança entre gastos e retornos dos depósitos anteriormente feitos no BNDES (ARIDA, 2005, p. 8).

Outra questão particularmente importante observada pelo autor é que a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), cobrada pelo BNDES em suas operações, tem sido historicamente fixada em valores inferiores ao custo de oportunidade dos recursos. Assim, a partir do momento em que se tem uma parcela considerável do crédito do mercado respondendo de forma inelástica à taxa básica de juros da economia, há uma relativa perda de “tração” da política monetária, dado que a taxa necessária para viabilizar uma determinada meta inflacionária tem de ser maior do que seria caso não houvesse o diferencial supracitado. Nessa questão, a proposta do autor é constituir um índice em moeda doméstica que capte de maneira adequada uma “TJLP da economia brasileira” a cada momento, de acordo com o sinal enviado pelo mercado, refletindo a rentabilidade dos títulos longos do Tesouro Nacional. (ARIDA, 2005).

A polêmica “Proposta Arida” suscitou debate e logo foi objeto de críticas. Torres Filho (2005), por exemplo, argumentou que, caso a alíquota do PIS fosse reduzida à zero, o BNDES perderia em um curto período a sua principal fonte permanente de recursos, afetando a liquidez corrente do Banco e a capacidade de financiar novos investimentos. Sobre a precificação das operações do BNDES, o argumento é que, na prática, a mudança representaria um aumento significativo no custo das operações, o que impactaria a demanda por investimentos e tenderia a reduzir o mercado. (TORRES FILHO, 2005).

Prochnik e Machado (2008), por sua vez, se propuseram a dar sequência ao trabalho de Prochnik (1995), estendendo-o para o período 1995-2007, e inovaram ao apresentar as diversas fontes de recursos em seis grupos por ordem decrescente de flexibilidade de alocação, a saber: i) recursos vinculados – aqueles com destinação identificada –; ii) captações institucionais – depósitos especiais do FAT, Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) e Organismos Internacionais –; iii) ingressos automáticos – FAT Constitucional conforme Artigo 239 –; iv) retorno líquido – amortizações, juros, encargos e comissões recebidas pela concessão dos financiamentos do ano anterior –; v) captações em mercado – através de renda variável e renda fixa no mercado doméstico e externo –; e, por fim, vi) outras entradas – provenientes de ajustes de saldos de fundos e fluxos de equalização com o Tesouro Nacional. Segundo as autoras:

A série histórica encadeada (1952-2007) permite ressaltar que os recursos captados pelo BNDES são progressivamente desvinculados de um objetivo específico, mesmo no caso dos recursos institucionais, ampliando-se as captações de recursos em mercado, que implicam maior flexibilidade em sua alocação (PROCHNIK; MACHADO, 2008, p. 4).

Dessa forma, pode-se afirmar que a perda da importância relativa de recursos vinculados e o aumento relativo nas captações a mercado na composição das fontes do BNDES no período

em questão, concedeu maior autonomia e flexibilidade na alocação das operações pela instituição, permitindo a alavancagem dos desembolsos e a diversificação das atividades apoiadas, em um contexto de maior competição interbancária. (PROCHNIK; MACHADO, 2008).

O trabalho de Giambiagi, Rieche e Amorim (2009) procurou analisar as finanças do BNDES na década anterior à publicação e identificou algumas perspectivas e desafios, principalmente em relação à composição do *funding*, como esforço de reflexão para os destinos da instituição nos anos que viriam. Segundo os autores, alguns pontos são verificados sobre a composição do endividamento, como: i) a oscilação da participação relativa – com alto grau de dependência – dos recursos do FAT e do Fundo PIS-Pasep, com recente redução; ii) a queda do financiamento externo e iii) aumento expressivo da parcela fundos associadas ao Tesouro Nacional que, segundo o autor, assumiria valores notáveis dos próximos anos. (GIAMBIAGI; RIECHE; AMORIM, 2009).

Identificou-se, também, uma tendência de amadurecimento do FAT, considerando que se observou a redução do seu resultado líquido devido à queda na arrecadação e ao aumento com despesas com o seguro desemprego, fazendo com que o Fundo deixasse de crescer como proporção do Produto Interno Bruto (PIB) da maneira que fazia nos anos anteriores. Desse fato depreende-se uma questão importante: os planos futuros de expansão do BNDES não poderão depender desses recursos, sendo que o Banco terá de identificar novas fontes de captação caso queira expandir suas operações. (GIAMBIAGI; RIECHE; AMORIM, 2009).

### 3.2 FUNDING DO BNDES 2008-2017

A falência do banco de investimentos Lehman Brothers foi o estopim para a crise financeira que eclodiu a partir de 2008, retraindo a liquidez na economia internacional – onde as principais economias mundiais apresentaram retração da atividade – e a concessão de crédito no Brasil, sobretudo pelos bancos privados, dado o cenário de incerteza e elevado risco à época.

O choque externo e a consequente crise do crédito atingiram o Brasil e o planejamento das empresas em um momento em que havia uma perspectiva de aumento na demanda por recursos do BNDES, principalmente pela então condução de programas de investimentos e de linhas de crédito oficiais pelo governo, como o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), diversas iniciativas de política industrial, apoio aos investimentos do setor público e do PSI. (BNDES, 2017).

No plano doméstico, em uma clara atuação anticíclica e buscando combater os efeitos da crise, o governo adotou medidas expansionistas de política econômica, como por exemplo a redução da taxa básica de juros – no ano de 2009, iniciou em um patamar de 13,75% a.a e, ao seu fim, estava na casa dos 8,75% a.a –, reduziu alíquotas do depósito compulsório dos bancos comerciais, reduziu alguns tributos como o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) e IOF – o que contribuiu para a redução do resultado primário – e utilizou bancos públicos para expandir o crédito na economia (BNDES, 2017).

Naquele contexto, levando em conta as fontes tradicionais de recursos do BNDES, o cenário de *funding* apresentava-se desafiador à instituição, sobretudo para que fosse possível viabilizar as medidas de política econômica expansionistas anticíclicas propostas pela equipe econômica à época. Nesse sentido, o entendimento das autoridades era de que era necessário prover o Banco de recursos para que liderasse a expansão do crédito na economia brasileira.

O trabalho de Aronovich e Rigolon (2010), por exemplo, demonstrou importância à questão do *funding* ao projetar cenários para a disponibilidade de recursos futuros do Banco na década vindoura e observou a sua atuação no contexto de expansão do crédito:

Na verdade, o governo federal, por meio da expansão do crédito do BNDES, utilizou o Banco como um dos principais instrumentos para atenuar os efeitos da crise de liquidez de 2008 sobre a economia brasileira. Em sua atuação anticíclica, o Banco substituiu linhas de crédito internacionais para as empresas brasileiras, ampliou sua atuação no segmento de capital de giro, continuou a apoiar fortemente projetos de infraestrutura, participou de projetos privados de consolidação setorial, ampliou o crédito para as micro e pequenas empresas, expandiu o crédito para regiões menos desenvolvidas e viabilizou programas governamentais visando à sustentação do nível de atividade, do investimento e do emprego (ARONOVICH; RIGOLON, 2010, p. 108).

Assim, a diferença existente entre os recursos disponíveis para fazer frente às operações do Banco e o tamanho entendido como necessário para que fosse possível viabilizar as orientações de política econômica motivaram o Governo Federal ao lançamento de uma alternativa não convencional com o objetivo de aumentar o *funding* do BNDES e, assim, foram editadas diversas medidas provisórias que, posteriormente convertidas em Lei, autorizaram o Tesouro Nacional a conceder empréstimos ao Banco.

A seguir, sintetiza-se, de forma cronológica, os principais dispositivos legais que normatizaram a questão, com uma breve descrição dos fatos aprovados em cada uma das Leis que abriram novos créditos para o BNDES:

- a) Lei 11.668 de 4 de junho de 2008: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 12,5 bilhões. (BRASIL, 2008a);
- b) Lei 11.805 de 6 de novembro de 2008: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 15 bilhões. (BRASIL, 2008b);
- c) Lei 11.948 de 16 de junho de 2009: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 100 bilhões. (BRASIL, 2009a);
- d) Lei 12.249 de 11 de junho de 2010: alterou a Lei 11.948 e ampliou o valor para R\$ 180 bilhões. (BRASIL, 2010);
- e) Lei 12.397 de 23 de março de 2011: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 30 bilhões. (BRASIL, 2011a);
- f) Lei 12.453 de 21 de julho de 2011: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 55 bilhões. (BRASIL, 2011b);
- g) Lei 12.712 de 30 de agosto de 2012: alterou a Lei 12.453 e ampliou o valor para R\$ 100 bilhões. (BRASIL, 2012);
- h) Lei 12.872 de 24 de outubro de 2013: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 15 bilhões. (BRASIL, 2013a);
- i) Lei 12.979 de 27 de maio de 2014: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 24 bilhões. (BRASIL, 2014a);
- j) Lei 13.000 de 18 de junho de 2014: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 30 bilhões. (BRASIL, 2014b);
- k) Lei 13.126 de 21 de maio de 2015: autorizou a União a conceder crédito ao BNDES no valor de até R\$ 30 bilhões. (BRASIL, 2015a).

Uma análise dos documentos “Exposição de Motivos”, que acompanharam as Medidas Provisórias que originaram as Leis<sup>1</sup> supracitadas, evidenciam aspectos semelhantes entre os dispositivos legais, revelando o entendimento das autoridades à época a respeito da conjuntura econômica interna e externa frente à crise e a adoção dessa postura claramente anticíclica. Por exemplo, cita-se a preocupação com a possível dificuldade de caixa do BNDES em virtude do aumento da demanda por crédito relacionada a projetos do PAC ou ao PSI. Outra preocupação recorrente refere-se à necessidade de evitar uma insuficiência de liquidez e redução do crédito

---

<sup>1</sup> Os valores autorizados pelas Leis citadas, considerando as que alteraram outras anteriores ampliando o seu valor, totalizaram cerca de R\$ 436,5 bilhões. No entanto, esses valores não correspondem exatamente ao total dos créditos concedidos ao BNDES no período pois houveram outros dispositivos legais e também artigos das Leis mencionadas que autorizaram renegociações e, de certa forma, um “reperfilamento” de dívidas anteriores, principalmente pela alteração da sua remuneração.

às empresas na economia nacional, visto que empresas que usualmente captavam no mercado internacional foram fortemente afetadas pela restrição desses mercados. Desse modo, fica evidente a atuação que se esperava do BNDES naquele momento, através do aprofundamento do seu papel de protagonista no crédito de longo prazo e que fosse capaz de manter e fazer crescer o emprego e a renda nacional, através dos novos desembolsos.

No entanto, uma mudança particularmente importante pode ser notada neste conjunto de dispositivos legais. A Medida Provisória (MP) nº 414 que originou a Lei 11.668 – e, portanto, o primeiro repasse desse novo ciclo – esclarece em seus motivos – EMI nº 194/2007 – que “a concessão de crédito ao BNDES será realizada com recursos do superávit financeiro existente no Tesouro Nacional no encerramento dos exercícios financeiros”. (BRASIL, 2007). Já a MP nº 439 que originou a Lei 11.805 – o segundo repasse – autoriza e esclarece em seu sexto motivo – EMI nº 135/2008 – que:

Tendo em vista a indisponibilidade de recursos ordinários do Tesouro Nacional para a finalidade sem comprometer fontes orçamentárias para outras despesas de caráter obrigatório, que não contam com receitas vinculadas, a concessão de crédito ao BNDES será realizada mediante a emissão pela União, sob a forma de colocação direta em favor do BNDES, de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal, cujas características serão definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda. (BRASIL, 2008c).

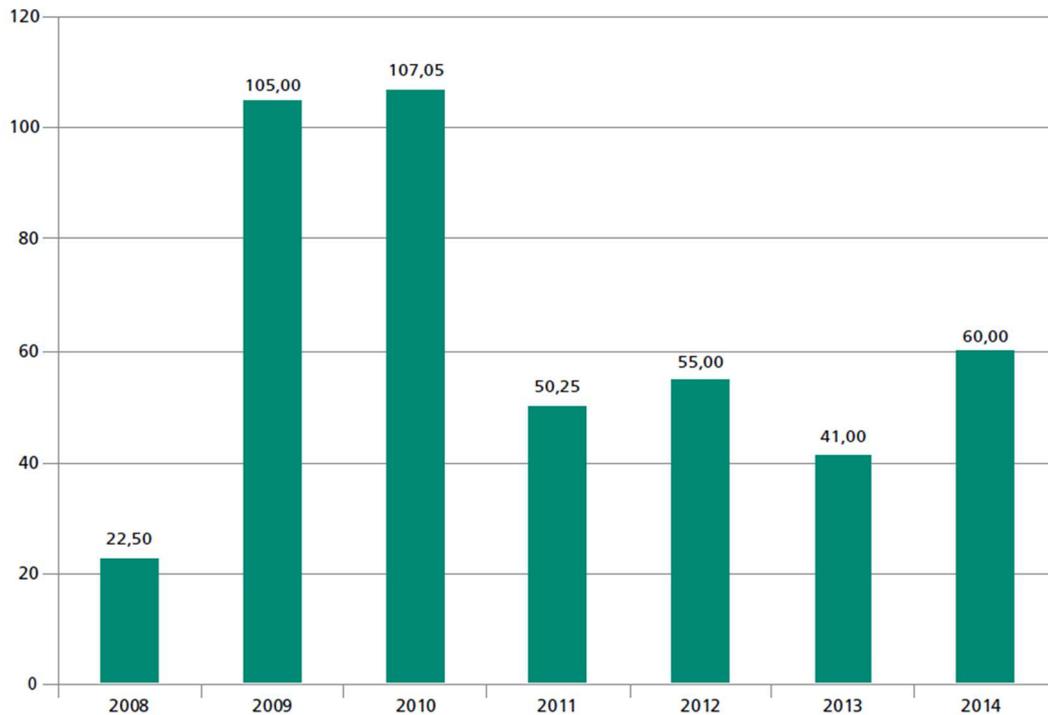
Seguindo este formato, a totalidade dos dispositivos posteriores foram editados de forma idêntica ou semelhante ao texto redigido na MP 439, onde a concessão do montante se deu através da emissão de títulos da Dívida Pública em favor do BNDES, que posteriormente poderia monetizar esses papéis em mercado secundário. A maioria dessas normas estabeleceu, também, que a remuneração que o Tesouro Nacional faria jus seria a TJLP, a ser paga pelo Banco.

Com base no conjunto das Leis mencionadas, O gráfico 1 ilustra os repasses do Tesouro Nacional ao BNDES entre 2008 e 2014 como eles de fato ocorreram, totalizando cerca de R\$ 440,8 bilhões<sup>2</sup> no período. A partir de 2015, não foram mais realizadas novas captações com o Tesouro Nacional.

---

<sup>2</sup> Valores estimados em cerca de R\$ 351 bilhões, a valores constantes de 2018, deflacionados pelo IPCA anual (IBGE) e estimativas Boletim Focus (BACEN) de 05/11/2018.

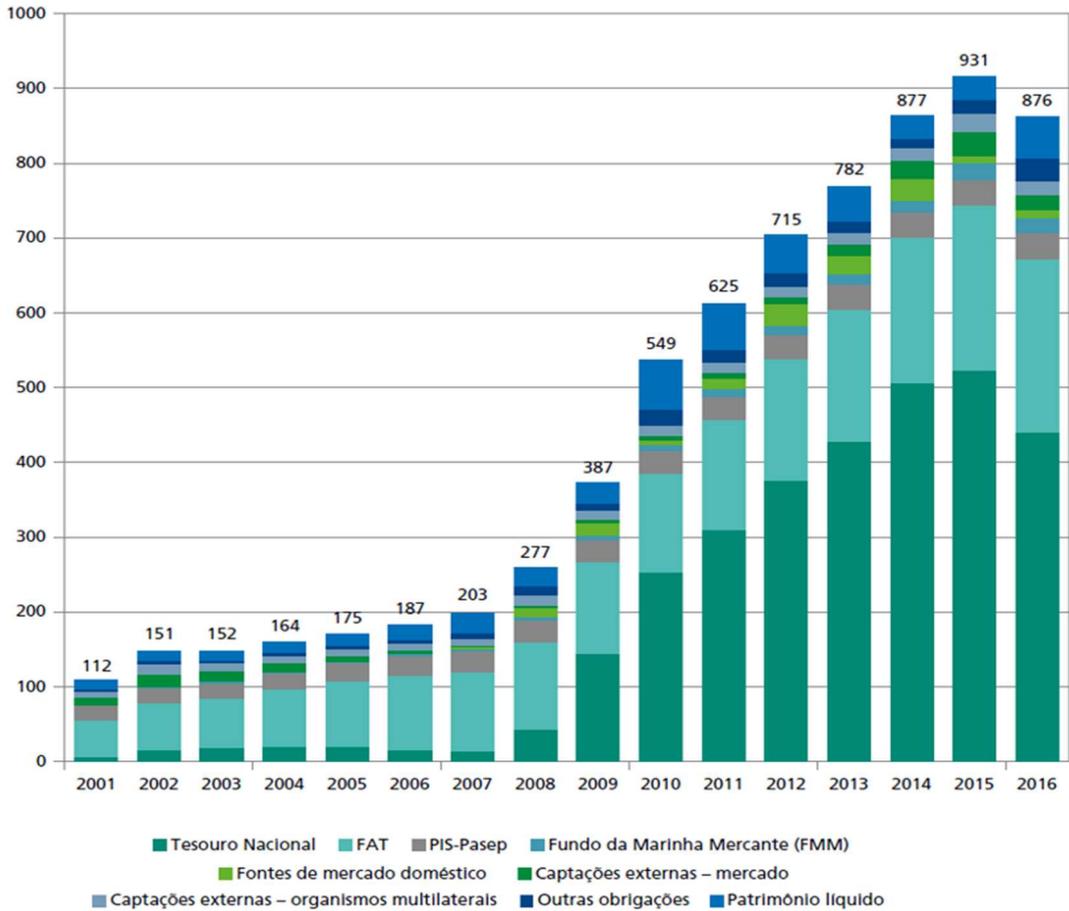
**Gráfico 1 - Captações realizadas pelo BNDES com o Tesouro Nacional entre 2008 a 2014 (R\$ bilhões, em valores correntes)**



Fonte: BNDES (2017)

A partir do aumento na participação do Tesouro Nacional na capitalização do BNDES, o gráfico 2 demonstra – além do crescimento do endividamento explicado justamente pelas capitalizações efetuadas – a transformação na composição do passivo do Banco ocorrida entre 2001 e 2016. Nesse período, a parcela referente às fontes governamentais aumentou de 70% para cerca de 85% do total, enquanto a das fontes externas diminuiu de cerca de 17% para 4,5%. No entanto, a “transformação” propriamente dita refere-se ao fato de que, enquanto FAT e PIS-PASEP diminuíram, conjuntamente, de 88% para 36% do total, a participação do Tesouro Nacional aumentou de 7,2% para 59,3% no mesmo período, evidenciando que a partir de 2008 o Banco ficou, gradativamente, cada vez mais dependente dos empréstimos concedidos pelo Tesouro na composição das suas fontes de recursos. (BNDES, 2017).

**Gráfico 2 - Composição do passivo do BNDES (posição de 31 de dezembro) de 2001 a 2016 (R\$ bilhões, em valores correntes)**



Fonte: BNDES (2017)

A tabela 1 sintetiza e ordena, por relevância da participação sobre o total, as principais fontes de recursos do BNDES, antes e após o início dos empréstimos realizadas pelo Tesouro Nacional. A análise conjunta com o gráfico 2 revela que já nos primeiros anos a partir dos repasses, os recursos da União passaram a predominar na composição do *funding* do Banco.

**Tabela 1 - Principais fontes de recursos do BNDES, ordenadas por relevância, entre 2001-2008 e 2009-2017**

2001 - 2008	2009 - 2017
1. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)	1. Tesouro Nacional
2. Fundo PIS-PASEP	2. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT)
3. Captações Externas	3. Patrimônio Líquido
4. Tesouro Nacional	4. Fundo PIS-PASEP
5. Outras Fontes	5. Outras Fontes

**Fonte:** Elaboração própria com dados de Giambiagi, Rieche e Amorim (2009) e BNDES (2017).

A tabela 2, por sua vez, demonstra a importância dos recursos do Tesouro Nacional frente aos desembolsos totais do BNDES. No ano de 2008, os recursos da União foram responsáveis por 20,9% do total desembolsado pelo Banco, ao passo que já no ano de 2009, esses recursos representaram 63,2% do total utilizado nos desembolsos. Os anos seguintes confirmaram essa mudança, uma vez que sucessivamente os recursos do Tesouro representaram maioria – exceto em 2011 e 2016 – ou considerável parte do total emprestado. O valor mais representativo foi observado no ano de 2013, com a maior participação relativa dos recursos do Tesouro sobre o total – com 63,7% – e também maior volume desembolsado utilizando essa fonte, da ordem de R\$ 121 bilhões. (BNDES, 2017).

**Tabela 2 - Desembolso total do BNDES com recursos do Tesouro Nacional e com outras fontes entre 2008 e 2016 (R\$ bilhões em valores correntes)**

	2008		2009		2010	
	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total
<b>Desembolso total do BNDES</b>	<b>91</b>	-	<b>136</b>	-	<b>168</b>	-
Desembolsos com recursos do Tesouro	19	20,9%	86	63,2%	104	61,9%
Desembolso com outras fontes	72	79,1%	50	36,8%	64	38,1%

	2011		2012		2013	
	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total
<b>Desembolso total do BNDES</b>	<b>139</b>	-	<b>156</b>	-	<b>190</b>	-
Desembolsos com recursos do Tesouro	67	48,2%	91	58,3%	121	63,7%
Desembolso com outras fontes	72	51,8%	65	41,7%	69	36,3%

	2014		2015		2016	
	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total
<b>Desembolso total do BNDES</b>	<b>188</b>	-	<b>136</b>	-	<b>88</b>	-
Desembolsos com recursos do Tesouro	111	59,0%	67	49,3%	36	40,9%
Desembolso com outras fontes	77	41,0%	69	50,7%	52	59,1%

**Fonte:** Elaboração própria com dados BNDES (2017).

É natural que uma inovação financeira e de tal magnitude, considerando os valores envolvidos, suscite o debate por parte da sociedade, instituições e autoridades competentes. Mesmo sabendo que a atuação de bancos públicos na economia ou o papel do estado no mercado de crédito estão longe de ser consenso também entre a literatura econômica, o lançamento desta alternativa não convencional de *funding* – através de emissão de dívida – foi capaz de dar nova dimensão e suscitar o antigo debate sobre o papel do BNDES no desenvolvimento da economia brasileira.

## 4 SUBSÍDIOS CONCEDIDOS PELO TESOIRO AO BNDES

O presente capítulo tem o objetivo de demonstrar os subsídios originados pelos empréstimos realizadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir da descrição da sua origem e conceituação, seguindo com o marco legal que dispõe sobre sua apuração e transparência e, por fim, demonstrar sua metodologia de cálculo de valores apurados e de projeções até o final da vigência dos contratos.

### 4.1 ORIGEM E CONCEITO DOS SUBSÍDIOS

A tabela 3, detalha os fluxos anuais efetivos dos créditos recebidos pelo Banco expostas no gráfico 1 e a sua respectiva remuneração estabelecida.

**Tabela 3 - Captações de recursos realizadas pelo BNDES com o Tesouro Nacional entre 2008 e 2014 e custos pactuados (R\$ bilhões, em valores correntes)**

Ano	Data de captação	Custo	(R\$ bilhões)	Total Ano (R\$ bilhões)
2008	20/mar	US\$ + 5,5 % a.a <sup>1</sup>	10,0	22,5
	03/jun	US\$ + 4,8 % a.a <sup>1</sup>	2,5	
	24/set	11,8% a.a <sup>1</sup>	5,0	
	14/out	12% a.a <sup>1</sup>	5,0	
2009	14/jan	Selic	5,0	105,0
	31/mar	TJLP + 2,5% a.a <sup>1</sup>	13,0	
	15/jun	TJLP + 1,0% a.a <sup>1</sup>	26,0	
	30/jul	US\$ + 6% a.a <sup>1</sup>	8,7	
	30/jul	TJLP	16,3	
	21/ago	TJLP	8,5	
	25/ago	TJLP	21,2	
	27/ago	TJLP	6,2	
2010	20/abr	TJLP	74,2	107,1
	04/mai	TJLP	5,8	
	21/jun	US\$ + LIBOR + Spread	1,4	
	27/set	TJLP	24,8	
	15/dez	US\$ + LIBOR + Spread	0,9	
2011	15/mar	TJLP	5,2	50,2
	14/jun	TJLP	30,0	
	15/dez	TJLP	15,0	
2012	13/jan	TJLP	10,0	55,0
	21/jun	TJLP	10,0	
	16/out	TJLP	20,0	
	28/dez	TJLP	15,0	
2013	30/jun	Res. CMN 4.192/2013	15,0	41,0
	10/mai	TJLP	2,0	
	06/dez	TJLP	24,0	
2014	24/jun	TJLP	30,0	60,0
	16/dez	TJLP	30,0	
<b>Total</b>				<b>440,8</b>

Fonte: Elaboração própria adaptado de BNDES (2017).

<sup>1</sup> Custo renegociado para TJLP ou contrato liquidado com o Tesouro Nacional

A partir de uma análise da tabela 3 é possível verificar que aproximadamente R\$ 348 bilhões – cerca de 79% do total das captações – foram originalmente pactuadas para serem remuneradas pelo BNDES ao Tesouro pela TJLP. Ao considerar-se que algumas das operações dos anos de 2008 e 2009 foram originalmente acordadas por outras taxas e posteriormente repactuadas também para TJLP, pode-se afirmar que o total dos repasses a serem remunerados exclusivamente por esta Taxa supera o percentual citado. Um dos dispositivos legais que permitiu esta repactuação é a Lei 12.096 de novembro de 2009 que, em seu Artigo 2º, modificou a Lei 11.948 de junho de 2009 e retirou o *spread* de 2,5% sobre a TJLP até então vigente. (BRASIL, 2009a). A exposição de motivos da MP que originou essa Lei – EMI nº 92/2009 – revela a intenção das autoridades de compatibilizar o custo do crédito a uma referência mais apropriada para o longo prazo frente a uma parte do ciclo de flexibilização monetária que ocorrera à época:

Desde de 22 de janeiro de 2009, quando da edição da Medida Provisória nº 453, primeiro instrumento legal a tratar da questão, a qual foi convertida na Lei nº 11.948, de 2009, a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados pelo Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – SELIC teve uma queda de 4,5 pontos percentuais ao ano, passando de 13,75% para 9,25% ao ano, enquanto a TJLP permaneceu estável em 6,25% ao ano. Isso justifica a necessidade de também reduzir a remuneração do crédito em questão, eliminando a taxa de juros acrescida à TJLP, levando-se em conta o cenário esperado de redução paulatina das taxas de juros domésticas, que tendem a acompanhar a queda das taxas de juros no mercado internacional diante da crise externa. (BRASIL, 2009b).

A TJLP foi instituída através da Lei 9.365 de dezembro de 1996 e, na ocasião, ficou estabelecido que a Taxa seria apurada com base em normas a serem baixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), sendo que seu cálculo consideraria a rentabilidade anual média dos títulos da Dívida Pública externa e interna. Posteriormente, a Lei 10.183 de dezembro de 2001 acrescentou novos parâmetros a serem considerados no cálculo, como a meta de inflação proporcional para o os doze meses seguintes acrescida de um prêmio de risco (BRASIL, 1996). Apesar disso, há indícios de que a TJLP tenha sido definida de forma arbitrária na última década, sofrendo influência das autoridades monetárias na sua determinação.

Tendo isso em vista a “engenharia financeira” que foi estruturada para viabilizar os empréstimos da União ao BNDES – que, sem dúvida, foi a responsável por fortalecer a controvérsia –, segue-se a seguinte problemática: considerando que o Tesouro Nacional emite títulos – para posterior repasse ao Banco – que são remunerados por taxas de mercado, e que o BNDES remunera esses fundos ao Tesouro majoritariamente pela TJLP, há a existência de um diferencial de juros relacionados ao custo de captação – custo de oportunidade dos recursos – e

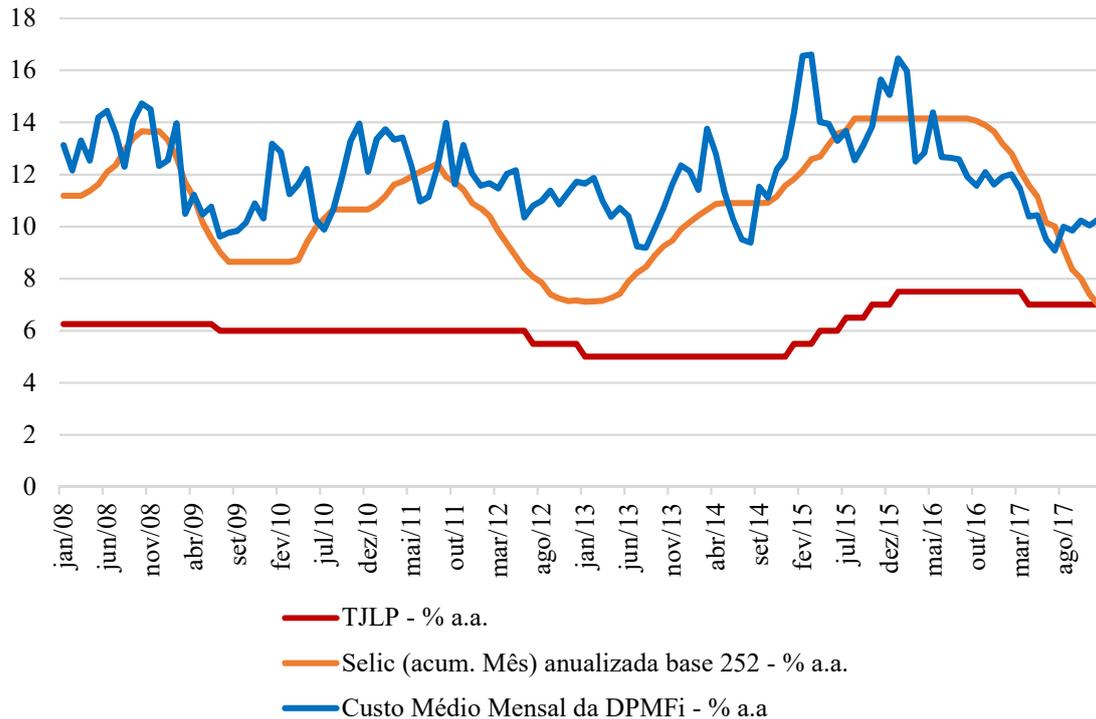
ao retorno recebido pela União, dado que, historicamente, a TJLP é inferior às taxas de mercado. Esse diferencial é contabilizado como um subsídio concedido pela União ao BNDES.

Subsídio é um instrumento de política pública que tem a finalidade de reduzir o preço de algo ao consumidor ou o custo do produtor – visando fomentar a atividade econômica por meio da correção de falhas ou imperfeições de mercado –, sendo que há subsídios que impactam o lado da receita – que são os gastos tributários – e subsídios que impactam o lado da despesa – que são os benefícios financeiros e creditícios –. Os gastos tributários são caracterizados por renúncias fiscais e desonerações – mediante exceções ao sistema tributário de referência – que afetam a arrecadação e, portanto, a apuração do resultado primário do governo central, de estados e de municípios. Já os subsídios que afetam o lado da despesa podem ser de dois tipos: benefícios financeiros – também conhecidos como subsídios explícitos – e benefícios creditícios – ou então, subsídios implícitos –. (BRASIL, 2016a).

Os benefícios financeiros – explícitos – referem-se a desembolsos realizados por operações de equalizações de juros e preços, afetando a despesa primária e a sua alocação é definida por parlamentares através do Orçamento Geral da União (OGU), sendo que um exemplo de programa que se enquadra nesta modalidade é o PSI. Já os benefícios creditícios – implícitos – são os gastos decorrentes de programas do governo que alocam fundos sob condições financeiras diferenciadas e que possuem uma taxa de retorno inferior ao custo de captação, sendo que são conhecidos por “implícitos” por não tramitarem no OGU (BRASIL, 2016a). Assim, as operações de empréstimo do Tesouro ao BNDES originaram custos para a União – que são benefícios creditícios de caráter implícito – que não passaram pela discussão orçamentária usual via Congresso Nacional.

Sob a sistemática exposta, foi particularmente importante para a evolução do montante desses subsídios na última década as trajetórias da TJLP e do custo médio de emissões da Dívida Pública Federal interna (DPMFi), que é o indicador utilizado para mensurar o custo de oportunidade Tesouro Nacional. A taxa Selic também pode ser considerada uma *proxy* para este custo de oportunidade, que nada mais é do que a taxa média ajustada dos financiamentos diários para títulos federais. O gráfico 3 ilustra a evolução das três taxas mencionadas no período em análise, demonstrando a magnitude do diferencial que originou o subsídio implícito em favor do BNDES. Fica evidente que a trajetória entre a série custo médio mensal da DPMFi e a Selic se comportam de forma semelhante, embora esta evolua de forma mais suavizada que aquela. Ao levar-se em conta o diferencial, observa-se um ápice de 7,65 pontos em termos de taxa entre Selic e TJLP nos meses de agosto e setembro de 2015 e um ápice de 11 pontos em termos de taxa entre custo médio mensal da DPMFi e TJLP nos meses janeiro e fevereiro de 2015.

Gráfico 3 - Evolução da TJLP, Selic e Custo Médio DPMFi de 2008 a 2017 (% a.a)



Fonte: Elaboração própria com dados de BACEN (2018)

## 4.2 MARCO LEGAL

O primeiro marco legal envolvendo a questão dos subsídios trata-se da própria Constituição Federal de 1988, em seção específica que dispõe sobre os orçamentos das finanças públicas. O seu parágrafo 6º do Artigo 165 estabelece a obrigação do Poder Executivo de disponibilizar, juntamente com o Projeto de Lei Orçamentária Anual (PLOA), demonstrativos do efeito “[...] sobre as receitas e despesas decorrentes de isenções, anistias, remissões, subsídios e benefícios de natureza financeira, tributária e creditícia.” (BRASIL, 1988). Assim, nota-se que a previsão constitucional por si só já determina a relevância do tema.

A Lei Complementar nº 101 de maio de 2000 – popularmente conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) – definiu em seu quinto artigo que o PLOA deveria ser acompanhado de documento referido no parágrafo 6º do Artigo 165 da Constituição Federal, “[...] bem como das medidas de compensação a renúncias de receita e ao aumento de despesas obrigatórias de caráter continuado.” (BRASIL, 2000).

Em novembro de 2006, a Portaria Ministério da Fazenda (MF) nº 379 formalizou a definição dos benefícios – diferenciando claramente as modalidades entre financeiros e creditícios – conforme o conceito citado anteriormente. Além disso, determinou que compete à

Secretaria de Política Econômica (SPE) a elaboração dos demonstrativos dos benefícios financeiros e creditícios da União com o objetivo de acompanhar as informações complementares do PLOA, bem como apurar o valor efetivo do ano para que acompanhe os relatórios sobre as contas do governo. Além disso, destaca-se a função de “[...] avaliar o impacto e a efetividade de programas do governo federal associados à concessão de benefícios financeiros e creditícios da União.” (BRASIL, 2006).

Já em maio de 2011, o Decreto 7.482<sup>1</sup> aprovou a estrutura regimental do MF e ratificou as competências e atribuições da SPE estabelecidas pela Portaria MF nº 379 acerca dos benefícios da União. (BRASIL, 2011c).

A significância dos valores envolvidos nos repasses do Tesouro ao BNDES levou o Tribunal de Contas da União (TCU) a auditar a matéria através do processo TC 022.684/2010-7, com o objetivo de conhecer os benefícios e examinar as fontes de informação e a metodologia de cálculo, sendo que o Tribunal acabou constatando “[...] falhas e impropriedades formais, conceituais e operacionais dignas de aprimoramento.” (TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO – TCU, 2012).

O entendimento do TCU foi de que o objetivo central do cálculo do montante dos subsídios – além de fins de divulgação para a sociedade – é avaliar os custos financeiros que o próprio Tesouro terá que suportar nos próximos anos em virtude das operações de crédito mencionadas, respaldando as decisões do Governo e do Congresso Nacional acerca da destinação dessa espécie de benefício. (TCU, 2012). Considerando algumas ponderações das autoridades fazendárias durante o trabalho de auditoria a respeito das dificuldades na elaboração de cálculos dos subsídios contabilizados e projeções futuras, o TCU entendeu que, apesar das dificuldades, não há impedimento para que as estimativas sejam realizadas, uma vez que a existência da incerteza que permeia os índices futuros reforça a necessidade de que os órgãos competentes elaborem as melhores projeções possíveis para subsidiar as decisões políticas. Tendo isso em vista, a construção de distintos cenários, por exemplo, permitiria a identificação de riscos por parte das autoridades – e a elaboração de planos de contingência que permitam enfrentar situações adversas – e que a sociedade conhecesse o quanto necessitará despende em diferentes circunstâncias potenciais. (TCU, 2012). Assim, o processo encerrou com a publicação do Acórdão 3.071/2012 – que deve ser compreendido com uma demanda por maior

---

<sup>1</sup> Posteriormente, este Decreto foi revogado pelo Decreto nº 9.003 de março de 2017. No entanto, mantiveram-se as mesmas atribuições. A principal mudança ocorrida foi na estrutura organizacional das secretarias do Ministério da Fazenda, sendo que a competência passou a ser da Subsecretaria de Governança Fiscal e Regulação de Loteria, vinculada à Secretaria de Acompanhamento Fiscal, Energia e Loteria (SEFEL), alteração essa dada pelo Decreto nº 9.266 de 2018 (BRASIL, 2017a).

clareza por parte das autoridades, visto que houve a compreensão de que os instrumentos disponíveis até então não eram mais suficientes para explicitar os custos totais dessas operações –, no qual determinou que a SPE, em conjunto com a Secretaria do Tesouro Nacional (STN), adote providências adicionais, com o objetivo de aumentar a transparência e qualificar a produção das informações sobre os benefícios financeiros e creditícios, inserindo a novidade de efetuar projeções até o prazo final dos contratos:

9.1.5. elabore anualmente, em conjunto com a STN, com relação às operações de crédito realizadas entre a União e o BNDES a partir de 2008, projeções que permitam conhecer o montante total de benefícios financeiros e creditícios concedidos pela União, contemplando os subsídios previstos para todo o período de duração dos empréstimos e apresentando recorte específico para os quatro anos seguintes, informando os resultados e a metodologia ao TCU até 31 de março de cada exercício, com fundamento no art. 71 da Constituição Federal, c/c o art. 36 da Lei 8.443/1992; (TCU, 2012, p.47).

9.1.6. elabore a cada exercício a partir de 2012, em conjunto com a STN, com relação às operações de crédito da União ao BNDES efetivadas a partir de 2008, projeções que permitam conhecer o montante total das despesas financeiras, relativas aos juros e demais encargos decorrentes da captação de recursos pelo Tesouro Nacional, contemplando todo o período de duração dos empréstimos e apresentando recorte específico para os quatro anos seguintes, informando os resultados e a metodologia ao TCU até 31 de março de cada exercício, com fulcro no que dispõe o art. 71 da Constituição Federal, c/c o art. 36 da Lei 8.443/1992; (TCU, 2012, p.47-48).

A Portaria MF nº 57 de fevereiro de 2013 considerou o disposto no Decreto 7.482 e no Acórdão 3071/2012 e definiu que a taxa a ser utilizada como custo de oportunidade do Tesouro Nacional para apuração do valor dos benefícios creditícios seria o custo médio de emissão dos títulos públicos federais, bem como especificou os critérios para a apuração regionalizada dos benefícios. (BRASIL, 2013b). Este dispositivo legal destaca-se, pois, além de atualizar a lista de fundos e programas vigentes, o mesmo demonstrou de forma detalhada cada conjunto de normas, variáveis consideradas e metodologia de cálculo de cada um dos subsídios originadas de programas do Governo Federal, e não apenas dos empréstimos entre Tesouro e BNDES.

Posteriormente, em junho de 2015 a Presidência da República sancionou a Lei 13.132, com a finalidade de alterar a Lei 12.096 de 2009 – a mesma que retirou o *spread* de 2,5% sobre a TJLP –, contendo a intenção de ser uma norma mais objetiva e específica em termos das operações entre Tesouro e BNDES. A referida Lei incluiu o parágrafo 17 que estabeleceu a obrigação do Ministério da Fazenda de publicar, até o último dia do mês subsequente a cada bimestre, demonstrativos “[...] do impacto fiscal das operações do Tesouro Nacional com o BNDES, juntamente com a metodologia de cálculo utilizada, considerando o custo de captação do Governo Federal e o valor devido pela União.” (BRASIL, 2015b).

### 4.3 METODOLOGIA E CÁLCULO DOS SÚSÍDIOS E PROJEÇÕES

Em novembro de 2015, a SPE, e com base na determinação do TCU – Acórdão 3.071/2012 –, divulgou documento com o objetivo de demonstrar a metodologia utilizada na elaboração de projeções a valor presente dos subsídios e das despesas financeiras envolvidas nos empréstimos da União ao BNDES.

Primeiramente, em relação ao item 9.1.5, a Secretaria esclareceu que o cálculo do subsídio segue a fórmula descrita na Portaria MF nº 57/2013 e detalhada no Anexo A, sendo que “[...] essa metodologia define subsídio como a diferença entre o saldo devedor atualizado pelo custo de oportunidade do Tesouro Nacional e o saldo devedor efetivo do BNDES ao final do ano, decorrente das condições contratuais.” (BRASIL, 2015c).

Já para o atendimento do item 9.1.6, a SPE explica que, “[...] interpretamos as despesas financeiras como o custo de carregamento da dívida mantida em mercado como contrapartida da manutenção de um ativo junto ao BNDES.” (BRASIL, 2015c), calculada pela fórmula<sup>2</sup>:

$$DF_t = \sum DF_{m,t} = \sum (CO_{m,t} * SD_{m-1,t}) \quad (1)$$

$$SD_{m,t} = SD_{m-1,t} * (1 + CO_{m,t}) - (AM_{m,t} + JP_{m,t}) + A_{m,t} \quad (2)$$

Onde,

$DF_t$  = Despesa financeira no ano t

$DF_{m,t}$  = Despesa financeira período m do ano t

$CO_{m,t}$  = Custo de oportunidade do Tesouro no período m do ano t

$SD_{m,t}$  = Saldo da dívida do Tesouro em mercado no período m do ano t

$SD_{m-1,t}$  = Saldo da dívida do Tesouro em mercado no período m-1 do ano t

$AM_{m,t}$  = Valor amortizado pelo BNDES no período m do ano t

$JP_{m,t}$  = Valor dos juros pagos pelo BNDES no período m do ano t

$A_{m,t}$  = Ampliações de saldo devedor do período m do ano t

<sup>2</sup> Conforme BRASIL (2015c), para  $m=1$ ,  $SD_{m-1,t}$  corresponde ao saldo devedor do contrato com o BNDES em 31 de dezembro do ano anterior em (1) e, para os demais períodos do ano, o saldo evolui conforme (2).

Ainda conforme BRASIL (2015c), o cálculo do valor presente para as projeções – tanto para subsídios totais quanto para despesas financeiras – é calculado a partir da fórmula:

$$X_{VP}^T = \sum \frac{X_t}{(1+i_t)}$$

$$i_t = [ \Pi (1 + CO_t) ] - 1$$

Onde,

$X_{VP}^T$  = valor presente dos subsídios ou despesas financeiras até o período t

$X_t$  = valor nominal dos subsídios ou despesas financeiras no período t

$i_t$  = taxa de desconto para o período t

$CO_t$  = custo de oportunidade no ano t

O documento ainda esclareceu a compatibilidade entre as metodologias para apuração do subsídio descritas na Portaria MF nº 57/2013 e para a despesa financeira descrita acima:

Dessa forma, estimativa do cálculo da despesa financeira está contida na apuração dos subsídios implícitos das operações com o BNDES, sendo estes subsídios correspondentes à despesa financeira do TN menos o rendimento dos contratos junto ao BNDES. Portanto, essa metodologia tem a vantagem de se comunicar diretamente com aquela usada para o subsídio, mantendo-se a coerência com metodologia descrita na Portaria MF nº 57/2013. (BRASIL, 2015c).

Assim, com base no marco legal citado e utilizando a metodologia descrita, o Tesouro Nacional, através da STN, passou a publicar em seu endereço eletrônico, bimestralmente, documento intitulado “Boletim de Subsídios”, contendo as informações requeridas. A tabela 4, elaborada a partir desses boletins, expõe o montante já contabilizado – subsídio realizado – anualmente na última década, em valores nominais e constantes de 2017.

**Tabela 4 - Benefícios Creditícios (Subsídios Implícitos) originados pelos empréstimos da União ao BNDES, valores contabilizados anualmente (2007 a 2017) em valores nominais e constantes de 2017**

<b>Ano</b>	<b>Valor (R\$) (nominal)</b>	<b>Valor (R\$) (constante 2017)<sup>1</sup></b>
2007	R\$ 0,00	R\$ 0,00
2008	R\$ 17.776,02	R\$ 30.496,27
2009	R\$ 4.576.870,88	R\$ 7.485.351,36
2010	R\$ 8.469.245,70	R\$ 13.187.040,25
2011	R\$ 10.538.243,04	R\$ 15.387.966,03
2012	R\$ 12.343.318,43	R\$ 17.099.512,50
2013	R\$ 10.629.385,35	R\$ 13.864.626,33
2014	R\$ 21.272.338,35	R\$ 26.096.150,85
2015	R\$ 18.969.018,98	R\$ 21.346.489,97
2016	R\$ 29.146.451,36	R\$ 30.154.918,58
2017	R\$ 15.661.666,10	R\$ 15.661.666,10
<b>Total</b>	<b>R\$ 131.624.314,21</b>	<b>R\$ 160.314.218,23</b>

**Fonte:** Elaboração própria com dados de BRASIL (2018a, 2018b).

<sup>1</sup> IPCA média 12 meses (IBGE)

É possível verificar na tabela 4 o crescimento gradativo do montante dos subsídios realizados tanto em termos nominais quanto constantes a preços de 2017 a partir do ano de 2008 até o ano de 2016 – com duas leves correções em 2013 e 2015 –, onde chegou ao seu teto em cerca de R\$ 30 bilhões. Nota-se, também, uma queda significativa no valor contabilizado no ano de 2017 em relação ao ano anterior que é em boa medida explicada pelo início do processo de flexibilização monetária iniciado em outubro de 2016 – momento em que a taxa Selic encontrava-se em um patamar de 14,25% ao ano – sendo que a construção de um novo contexto econômico responde por essas alterações, já perceptíveis no gráfico 3, onde é possível constatar a ocorrência do início de um processo de convergência entre a Selic, custo médio da DPMFi e a TJLP. Além disso, algumas operações que foram liquidadas antecipadamente foram também responsáveis por essa diminuição. Ao analisar os dados mais recentes disponíveis, é possível observar uma redução considerável para o ano de 2018 – mesmo que seja uma posição parcial do ano corrente –, explicada pelos mesmos motivos. No primeiro semestre do ano de 2018, a posição acumulada de subsídios contabilizados é de cerca de R\$ 3 bilhões, demonstrando redução também em relação ao mesmo período do ano anterior. (BRASIL, 2018c). No entanto, cabe ressaltar que, a princípio, esses subsídios continuarão a existir até o fim dos contratos, previstos inicialmente para o ano de 2060.

A tabela 5, por sua vez, tem o objetivo de demonstrar a evolução da totalidade dos subsídios concedidos pela União, considerando os financeiros – explícitos – e os creditícios – implícitos – destacando a rubrica específica das operações entre Tesouro e BNDES no período de 2007 a 2017.

**Tabela 5 - Benefícios financeiros (explícitos) e creditícios (implícitos) da União – valores totais e participação relativa com destaque a Empréstimos da União ao BNDES – 2007 a 2017 (R\$ mil, valores constantes de 2017)<sup>1</sup>**

	2007		2008		2009	
	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total
Benefícios Financeiros (explícitos) (A)	17.075.295	53,3%	12.737.553	31,2%	15.336.314	40,7%
Benefícios Creditícios (implícitos) (B)	14.971.594	46,7%	28.097.892	68,8%	22.361.553	59,3%
- <i>Empréstimos da União ao BNDES</i>	-	-	30.496	0,1%	7.485.351	19,9%
<b>TOTAL de Benefícios (A) + (B)</b>	<b>32.046.889</b>	<b>100%</b>	<b>40.835.445</b>	<b>100%</b>	<b>37.697.867</b>	<b>100%</b>
	2010		2011		2012	
	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total
Benefícios Financeiros (explícitos) (A)	21.412.512	47,6%	28.837.452	38,1%	27.702.796	35,8%
Benefícios Creditícios (implícitos) (B)	23.615.349	52,4%	46.946.645	61,9%	49.720.744	64,2%
- <i>Empréstimos da União ao BNDES</i>	13.187.040	29,3%	15.387.966	20,3%	17.099.512	22,1%
<b>TOTAL de Benefícios (A) + (B)</b>	<b>45.027.861</b>	<b>100%</b>	<b>75.784.097</b>	<b>100%</b>	<b>77.423.540</b>	<b>100%</b>
	2013		2014		2015	
	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total
Benefícios Financeiros (explícitos) (A)	26.813.717	26,7%	29.365.701	39,0%	87.512.306	60,4%
Benefícios Creditícios (implícitos) (B)	73.661.651	73,3%	45.835.516	61,0%	57.412.929	39,6%
- <i>Empréstimos da União ao BNDES</i>	13.864.626	13,8%	26.096.151	34,7%	21.346.490	14,7%
<b>TOTAL de Benefícios (A) + (B)</b>	<b>100.475.368</b>	<b>100%</b>	<b>75.201.217</b>	<b>100%</b>	<b>144.925.235</b>	<b>100%</b>
	2016		2017			
	Valor (R\$)	% Total	Valor (R\$)	% Total		
Benefícios Financeiros (explícitos) (A)	37.980.237	31,8%	24.651.653	29,2%		
Benefícios Creditícios (implícitos) (B)	81.316.839	68,2%	59.663.537	70,8%		
- <i>Empréstimos da União ao BNDES</i>	30.154.919	25,3%	15.661.666	18,6%		
<b>TOTAL de Benefícios (A) + (B)</b>	<b>119.297.076</b>	<b>100%</b>	<b>84.315.190</b>	<b>100%</b>		

Fonte: Elaboração própria com dados de BRASIL (2018b)

<sup>1</sup> IPCA média 12 meses (IBGE)

Uma observação breve da tabela 5 revela duas questões importantes. Primeiramente, nota-se que, a partir do ano de 2008, os benefícios implícitos – e que não constam no OGU – passaram a ser, consistentemente, a maior parte do total de subsídios concedidos pela União, exceto no ano de 2015, quando houve um acréscimo elevado na rubrica de explícitos, ano em que, conforme Brasil (2016a), foram realizados pagamentos de despesas com equalização de taxa de juros do PSI de exercícios anteriores, que vinham sendo postergadas. Naquele ano atingiu-se a maior valor histórico anual da série, na ordem de aproximadamente R\$ 87,5 bilhões para os explícitos e de cerca de R\$ 145 bilhões para o total de subsídios, a valores constantes de 2017. Em segundo lugar, destaca-se a evolução dos subsídios concedidos pela União ao BNDES. Esta rubrica, que era inexistente anteriormente ao ano de 2008, já no ano de 2009 representou cerca de 19,9 % da totalidade dos benefícios, atingindo a maior participação relativa observada no ano de 2014 com 34,7% do total e o maior valor da série histórica no ano de 2016 na ordem de R\$ 30 bilhões, como já citado anteriormente.

No que se refere às projeções, a tabela 6 sintetiza todos os cálculos bimestrais efetuados pela STN e publicados nos boletins, referente ao valor presente dos montantes projetados para os subsídios até o final dos contratos entre Tesouro e BNDES em cada bimestre destacado, com encerramento previsto para o ano de 2060.

**Tabela 6 - Valor presente dos subsídios concedidos pela União ao BNDES calculados pela STN a cada bimestre (6º bimestre de 2015 a 4º bimestre de 2018)**

<b>Ano</b>	<b>4º Bi</b>	<b>5º Bi</b>	<b>6º Bi</b>
2015	-	-	R\$ 174.993.228.979,55
<b>Ano</b>	<b>1º Bi</b>	<b>2º Bi</b>	<b>3º Bi</b>
2016	R\$ 174.993.228.980,00	R\$ 174.993.228.980,00	R\$ 174.993.228.980,00
	<b>4º Bi</b>	<b>5º Bi</b>	<b>6º Bi</b>
	R\$ 174.993.228.980,00	R\$ 174.993.228.980,00	R\$ 109.011.693.884,00
<b>Ano</b>	<b>1º Bi</b>	<b>2º Bi</b>	<b>3º Bi</b>
2017	R\$ 109.011.693.884,00	R\$ 109.011.693.884,00	R\$ 109.011.693.884,00
	<b>4º Bi</b>	<b>5º Bi</b>	<b>6º Bi</b>
	R\$ 109.011.693.884,00	R\$ 64.836.525.357,00	R\$ 51.444.002.021,00
<b>Ano</b>	<b>1º Bi</b>	<b>2º Bi</b>	<b>3º Bi</b>
2018 <sup>1</sup>	R\$ 51.444.002.021,00	R\$ 116.423.791.665,00	R\$ 107.355.861.894,00
	<b>4º Bi</b>	<b>5º Bi</b>	<b>6º Bi</b>
	R\$ 80.872.134.293,00	-	-

**Fonte:** Elaboração própria com dados de BRASIL (2016b, 2017b, 2018a, 2018d, 2018e)

<sup>1</sup> Últimos dados disponíveis

A primeira redução significativa na projeção do valor presente ocorreu no 6º bimestre de 2016, onde a STN esclarece que naquele ano foram realizadas liquidações antecipadas no montante de cerca de R\$ 113 bilhões que representaram uma economia de aproximadamente R\$ 25 bilhões em subsídios. (BRASIL, 2017b).

No recálculo parcial do 5º bimestre de 2017 é possível constatar outra redução na projeção, onde no ano foi contabilizado outra devolução antecipada no total de R\$ 50 bilhões que foram responsáveis por uma redução de cerca de R\$ 5,8 bilhões em subsídios a valor presente naquela ocasião. Além disso, a maior parte da queda se deu, também, pela mudança na curva de juros futuros utilizada nas projeções, em decorrência de mudança no cenário econômico. (BRASIL, 2017c).

Com o relatório de fechamento do 6º bimestre de 2017, é possível notar que houve um novo recálculo e uma nova queda em relação ao bimestre anterior. Assim, a STN consolidou o ano de 2017 e esclareceu, de forma discriminada, que a redução ocorrida – de R\$ 109 bilhões no 6º bimestre de 2016 para R\$ 51 bilhões no 6º bimestre de 2017 – foi resultado de quatro alterações: diminuição de R\$ 40,8 bilhões em valor presente nas projeções por conta da

substituição das curvas de juros futuros para o custo médio da DPMFi; diminuição de R\$ 7 bilhões por conta das liquidações antecipadas do montante de R\$ 50 bilhões ocorridas em 2017; diminuição de R\$ 15,4 bilhões por conta da sua contabilização como realizado ao fim do exercício; e, por fim, aumento de R\$ 5,9 bilhões por conta da posição de valor presente de um ano a mais. (BRASIL, 2018a).

No boletim do 2º bimestre de 2018 foi possível constatar um aumento significativo no valor projetado de subsídios – passando de R\$ 51 bilhões para cerca de R\$ 116 bilhões –, representando um incremento de 126%. No entanto, o principal fato responsável por este considerável aumento foi uma mudança metodológica no cálculo da projeção da TJLP<sup>3</sup>, dado que não ocorreram fatos como novos empréstimos ou mudanças contratuais nos empréstimos vigentes. É importante notar que o incremento dos subsídios nesse período já está descontado pelo valor de uma nova liquidação antecipada no valor de R\$ 30 bilhões que houve no 1º bimestre de 2018 que representou uma redução cerca de R\$ 8,7 bilhões na projeção. (BRASIL, 2018d). Já no 3º bimestre de 2018 houve mais um pagamento antecipado no valor de R\$ 30 bilhões que foi responsável, juntamente com novas mudanças nas curvas, por outra redução de cerca de R\$ 9 bilhões em subsídios projetados. (BRASIL, 2018c). Por fim, no 4º bimestre de 2018 também ocorreram novas liquidações no montante de R\$ 70 bilhões que representaram uma economia projetada de cerca de R\$ 20 bilhões. Dessa forma, os dados mais atualizados que estão disponíveis até a conclusão desta monografia projetam um montante de cerca de R\$ 81 bilhões em subsídios até o final de 2060. (BRASIL, 2018e).

A tabela 7 complementa a tabela 6 e demonstra os valores obtidos pela STN a partir do exercício de recálculo dos valores passados utilizando a nova metodologia mencionada para o cálculo da TJLP, comparando-os com os valores originalmente calculados e as diferenças obtidas.

**Tabela 7 - Valor presente dos subsídios concedidos pela União ao BNDES – valores divulgados e recálculos a partir da nova TJLP<sup>1</sup> – ao final de 2015, 2016 e 2017**

<b>Publicação</b>	<b>Valor Original</b>	<b>Valor Recalculado</b>	<b>Diferença</b>
6º bimestre 2015	R\$ 174.993.228.979,55	R\$ 190.111.219.992,59	R\$ 15.117.991.013,04
6º bimestre 2016	R\$ 109.011.693.884,00	R\$ 131.604.695.989,71	R\$ 22.593.002.105,71
6º bimestre 2017	R\$ 51.444.002.021,00	R\$ 122.828.430.068,35	R\$ 71.384.428.047,35

**Fonte:** Elaboração própria com dados de BRASIL (2016b, 2017b, 2018a, 2018d)

<sup>1</sup> Conforme Resolução CMN 4.645, de 16/03/2018.

<sup>3</sup> O CMN publicou a Resolução 4.645, de 16/03/2018, visando reduzir a discricionariedade, formalizando diretrizes e estabelecer metodologia para o cálculo da TJLP. As premissas continuam as mesmas da Lei vigente: meta de inflação e prêmio de risco. A novidade foi a introdução de parametrização para o cálculo da taxa de juros real a ser considerada no cálculo do prêmio de risco, tendo como base os vértices de três anos da estrutura a termo das Notas do Tesouro Nacional Série B (NTN-B) (BRASIL, 2018d).

A partir da análise dos números, pode-se concluir que as projeções a valor presente dos subsídios implícitos são bastante elásticas e respondem de forma sensível ao ciclo monetário, principalmente quando há de se considerar um horizonte de até o ano de 2060. Cenários econômicos projetados em momento de alta da taxa de juros usualmente estabilizam a taxa de médio e longo prazo em patamares mais altos, ao passo que em cenários projetados em ciclos de baixa – como o caso do atual – as taxas de médio e longo prazos se estabilizam em patamares menores. “Diante disso, é natural que projeções de subsídios que envolvem um prazo tão longo apresentem variações elevadas quando contrapostas em diferentes momentos do ciclo econômico [...]” (BRASIL, 2018a).

Assim, considerando que, para se obter o valor presente dos subsídios, é necessário utilizar curvas de projeções para dólar, TJLP, custo médio da DPMFi e taxa de desconto para um horizonte de 42 anos – considerando que o encerramento dos contratos entre Tesouro e BNDES está inicialmente previsto para ocorrer apenas no ano de 2060 – é natural compreender que as projeções podem estar superestimadas ou subestimadas. No entanto, apesar desta dificuldade, projetar o montante a valor presente representa uma ferramenta de planejamento que objetiva analisar as possíveis consequências associadas a movimentos de cada uma das variáveis, identificando possíveis riscos que possibilitem a elaboração de planos que permitam atenuar situações de contingência que venham a ocorrer.

Ademais, essa variabilidade das projeções expõe a dificuldade na estimação do peso fiscal dessas operações de empréstimo, tendo em vista que os custos são, em certa medida, “pós-fixados” e dependem diretamente dessas variáveis no futuro, sendo que a situação pode deteriorar-se em um cenário de início de aperto monetário, onde a alta das taxas como custo médio da DPMFi ou Selic – de forma que haja um aumento no diferencial entre essas taxas e a TJLP – representa altos riscos – tanto orçamentários como do ponto de vista da administração da dívida – para o Tesouro Nacional, tornando as operações junto ao BNDES mais onerosas para o Governo Federal.

## 5 IMPACTO FISCAL DOS EMPRÉSTIMOS DO TESOURO AO BNDES

O quinto capítulo está dividido em três seções e tem o objetivo de apresentar e discutir de que forma ocorre o impacto fiscal das operações entre Tesouro e BNDES, apresentando, na primeira seção, alguns trabalhos de economistas de ambas as visões – que se posicionaram de forma contrária e favorável às transferências ocorridas – e suas principais contribuições para o debate. A segunda seção aborda as referências para os impactos fiscais de um ponto de vista normativo e legal, produzidas por autoridades, sejam dos poderes Executivo ou Legislativo. A terceira seção, por fim, aborda dois desdobramentos recentes que tem potencial de reduzir o impacto fiscal sobre as contas públicas, como os pagamentos antecipados dos empréstimos ao Tesouro Nacional e a criação da nova Taxa de Longo Prazo (TLP).

### 5.1 DEBATE TEÓRICO SOBRE AS IMPLICAÇÕES FISCAIS

O impacto fiscal dos empréstimos do Tesouro ao BNDES, conforme citado anteriormente, não tardou a ser objeto de debate e controvérsia por economistas e analistas de mercado. Já a partir dos primeiros repasses, Schwartzman (2010<sup>1</sup> apud PEREIRA; SIMÕES, 2010), por exemplo, discutiu as implicações fiscais de tais operações e manifestou preocupação com o seu grau de transparência.

Em contraposição, Pereira e Simões (2010) – economistas do BNDES –, defenderam o papel do Banco e sua importância como instrumento de estabilização de ciclos de crédito em momentos de crise, sustentando que a sua atuação se deu no sentido de corrigir falhas de mercado na provisão de financiamento de longo prazo da economia brasileira. A abordagem dos autores propôs uma avaliação mais ampla, tendo como base os efeitos alocativos da ação da instituição no sentido de corrigir essas falhas. Dessa forma, além dos impactos diretos negativos para o Tesouro – dados basicamente pelos subsídios – os autores argumentaram que os desembolsos do BNDES, viabilizados pelo novo *funding*, poderiam causar efeitos positivos sobre a economia e um efeito fiscal positivo sobre as contas públicas no curto e no longo prazo:

Sustenta-se que, ao afetar positivamente o nível de investimento executado, esse empréstimo gera impactos indiretos positivos sobre a renda e a arrecadação federal que mitigam materialmente os custos fiscais diretos estimados, por via de efeitos multiplicadores da renda, sob a ótica da demanda no curto prazo, e do efeito defasado do investimento sobre o estoque de capital e o produto potencial, sob a ótica da oferta, no longo prazo. (PEREIRA; SIMÕES, 2010, p. 5-6).

---

<sup>1</sup> SHWARTSMAN, A. Relatório de pesquisa do Banco Santander, 6 de janeiro de 2010.

Dois meses após a publicação do estudo de Pereira e Simões, o Ministro da Fazenda e o presidente do BNDES à época mostraram-se alinhados às ideias dos economistas da instituição e, com o objetivo de defender as operações das críticas que vinha sofrendo, convocaram uma coletiva de imprensa e apresentaram um estudo quantitativo que estimou – para os empréstimos de R\$ 180 bilhões que ocorreram até julho de 2010 – benefícios de cerca de R\$ 37,1 bilhões com lucro do Banco e R\$ 41,9 com arrecadação da União – totalizando cerca de R\$ 79 bilhões a valor presente. (BNDES, 2012b).

Conforme Balthazar (2010), os números apresentados pelas autoridades foram recebidos com ceticismo por economistas críticos do BNDES. Um deles, por exemplo, classificou como “hipótese heroica” o pressuposto adotado no estudo de que 74% dos investimentos financiados pelo Banco não teriam ocorrido sem os seus desembolsos, principalmente por argumentar que a maior parte desses recursos foi liberada no momento que a oferta de crédito já estava em recuperação. (BALTHAZAR, 2010). Outro, por sua vez, argumentou que o efeito multiplicador utilizado nos cálculos – da ordem de 1,5 – é exagerado para as condições econômicas daquele contexto, onde a economia já não se encontrava mais no auge da crise. (BALTAZHAR, 2010).

Posteriormente, Pereira, Simões e Carvalhal (2011), novamente em contraposição a autores que criticaram os empréstimos e argumentaram que o impacto fiscal ocorria apenas pelo subsídio<sup>2</sup>, ampliaram o estudo proposto por Pereira e Simões (2010) e, seguindo a mesma argumentação de impacto fiscal favorável, adotaram uma série de pressupostos para realizar uma detalhada estimativa numérica para o ganho líquido para o União a partir dos empréstimos realizados entre janeiro de 2009 e julho de 2010, no total de R\$ 180 bilhões – apesar de reconhecerem que outros repasses ocorridas posteriormente ao cálculo ficaram fora do estudo –. Os resultados obtidos estimaram um custo fiscal direto da ordem de R\$ 50,6 bilhões e benefícios fiscais indiretos em função da ampliação da renda do setor privado e da arrecadação com impostos, no montante de R\$ 151,8 bilhões, obtendo, assim, um valor esperado positivo – ganho fiscal líquido – de cerca de R\$ 100 bilhões em valor presente à época (PEREIRA; SIMÕES; CARVALHAL, 2011).

---

<sup>2</sup> ALMEIDA, M. **Impacto fiscal da relação entre Tesouro Nacional e BNDES**. Ipea, 12 nov. 2009 (Nota Técnica).

ALMEIDA, M. O que queremos do BNDES? **O Estado de S. Paulo**, 21 ago. 2010.

GARCIA, M. Contabilidade criativa e risco fiscal. **Valor Econômico**, 17 set. 2010.

PESSOA, S. O futuro do BNDES. **O Estado de S. Paulo**, 4 set. 2010.

SCHWARTSMAN, A. O reverso da fortuna. **Folha de S. Paulo**, 21 jul. 2010.

No entanto, apesar do esforço quantitativo e da abordagem inovadora, a complexidade de cenários e a incerteza do comportamento futuro do conjunto das variáveis envolvidas, principalmente em virtude do longo prazo dos empréstimos, revela um certo grau de fragilidade do trabalho. Considerando a dificuldade em estimar o montante dos custos fiscais – subsídios – de posições já contratadas a prazos definidos, mas com taxas “pós-fixadas”, estimar benefícios fiscais indiretos de curto e longo prazo – envolvendo questões como ganho tributário a partir de suposto aumento do investimento futuro – parece uma tarefa mais complexa que a anterior.

O trabalho de Pereira, Simões e Carvalho logo sofreu críticas como a de Garcia (2011), que observou que o estudo careceu de divulgação de apêndices contendo os dados fundamentais para avaliação da razoabilidade das hipóteses adotadas e, após um cálculo relativamente simples, o autor argumentou que as estimativas realizadas pelo texto parecem subestimar em muito o custo fiscal dos empréstimos, seguindo com críticas aos procedimentos econométricos adotados, argumentando que não tratam de questões como endogeneidade econométrica para regressões em macroeconomia. Garcia (2011) ainda apontou problemas com a estimação excessivamente otimista de certos coeficientes e para a inadequação de antigos pressupostos keynesianos de que a economia não estaria em pleno emprego. Por fim, Garcia (2011) também questiona outras questões que podem impactar significativamente os números e que foram negligenciadas pelo trabalho, como a quantificação da inadimplência e também os aportes usados para compra de empresas ou financiamento de obras no exterior, onde não há qualquer tipo de ganho fiscal indireto na aplicação dos recursos.

A principal hipótese que sustentou o argumento de que a União teria benefícios fiscais, no trabalho de Pereira, Simões e Carvalho, a partir dos desembolsos do BNDES, é de que haveria um alto grau de efetividade na utilização desses recursos por parte das firmas para realizar investimentos e, conseqüentemente, aumentar a renda. No entanto, a razoabilidade desta hipótese foi questionada por Lazzarini *et al.* (2014), que coletaram dados de 286 empresas listadas da BM&F Bovespa entre 2002 e 2009 e utilizaram técnicas econométricas como regressões em painel de efeitos fixos com grupos de tratamento e controle – com aumento ou sem aumento de empréstimos do BNDES – para averiguar essa e outras hipóteses. Os resultados dos testes, dentre outras questões polêmicas<sup>3</sup>, não encontraram efeitos dos desembolsos e das

---

<sup>3</sup> Lazzarini *et al.* (2014) encontraram evidências de que há conexões políticas entre os desembolsos do BNDES, uma vez que empresas que doaram para candidatos vencedores têm maior probabilidade de receberem empréstimos do Banco.

participações de capital – compra de ações pela BNDESPar<sup>4</sup> – na *performance* das firmas, em termos de retorno operacional e EBITDA<sup>5</sup> e, principalmente, não encontraram impactos consistentes nas decisões de investimentos das empresas receptoras. (LAZZARINI *et al.*, 2014). Nas palavras dos autores, “[...] BNDES’s loans and equity allocations do not appear to have a consistent effect on the performance and investment decisions of the firms in our sample, other than a reduction in financial expenses due to the effect of governmental subsidies.”<sup>6</sup> (LAZZARINI *et al.*, 2014, p. 28). Dessa forma, o estudo dos autores posiciona-se contrariamente à justificativa por falhas de mercado, uma vez que entende que a atuação do BNDES subsidia firmas de grande porte, com bons perfis de risco, e que poderiam financiar seus projetos através de outras fontes de recursos, sugerindo baixa efetividade dos empréstimos na conversão em investimento.

Outra observação importante a respeito da relação entre empréstimos ao BNDES e dívida pública, tendo como pressuposto a questão já apontada por Arida (2005) a respeito da perda de “potência” na transmissão da política monetária<sup>7</sup>, foi observada por De Bolle (2015), que argumenta que há a existência de um ciclo vicioso entre o crédito direcionado e as contas do governo. Percebe-se o viés crítico da atuação do Banco pela autora por sustentar que uma eventual “quebra” desse ciclo – entendido como prejudicial – demandaria, inclusive, uma redução das operações do BNDES, se necessário.

Indeed, a vicious cycle is set in motion. When BNDES borrows at subsidized rates from Treasury, it induces Treasury to place new debt at market rates, raising both the level and cost of public debt. This in turn complicates budget execution and fiscal policy, particularly because Treasury grants BNDES a sizable implicit subsidy. When BNDES increases credit after receiving a loan from Treasury, it acts in dissonance with the Central Bank of Brazil, which is attempting to maintain aggregate demand at a level consistent with price stability. In addition because the loans provided by BNDES are not responsive to monetary policy rates, credit segmentation induces the central bank to raise interest rates further to off set inflationary pressures. Higher than warranted interest rates in turn raise the cost of public debt, damaging budget execution. Breaking this cycle—and the adverse selection side effects it causes for

<sup>4</sup> A BNDESPar – BNDES Participações – é uma subsidiária do Banco destinada ao fomento por meio de investimento em valores mobiliários – como ações e debêntures, por exemplo –.

<sup>5</sup> *Earning before interest, taxes, depreciation and amortization*. Equivalente ao LAJIDA – Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização. Serve para avaliar a geração de caixa de uma empresa e, com maior precisão, a produtividade e a eficiência do negócio.

<sup>6</sup> Os empréstimos do BNDES e as alocações com ações não parecem ter um efeito consistente no desempenho e nas decisões de investimento das firmas na nossa amostra, além de uma redução nas despesas financeiras devido ao efeito dos subsídios governamentais (LAZZARINI *et al.*, 2014, p. 28, tradução nossa).

<sup>7</sup> A hipótese de perda de eficiência da política monetária devido ao crédito subsidiado também foi objeto de estudo por Bonomo e Martins (2016) que, utilizando dados de contratos de empréstimos de aproximadamente 300 mil empresas não financeiras entre 2006 e 2012, encontraram evidências econométricas de que o canal do crédito para a transmissão da política monetária é “ativo” e “importante”, e que ela é, de fato, menos efetiva para empresas com acesso a crédito subsidiado pelo governo.

private financial institutions—would require rethinking the role of BNDES, possibly scaling down and redirecting its operations. (DE BOLLE, 2015, p. 13).<sup>8</sup>

Afonso (2011) – que classificou como “intrincadas” as relações entre política fiscal e creditícia no Brasil – identificou aspectos peculiares a respeito destas relações na economia brasileira após a crise de 2008, argumentando que o famoso tripé macroeconômico<sup>9</sup> deu lugar a um “quadrilho”, acrescido da expansão creditícia. Segundo o autor, apesar da inovação promovida de conceder empréstimos a bancos públicos à custa da emissão de títulos da dívida e dos resultados aparentemente positivos obtidos no curto prazo, o “quadrilho” deixou novas armadilhas – como o elevado nível de endividamento público no conceito internacional (dívida bruta) – sem resolver antigos desafios como a baixa taxa de investimento da economia brasileira<sup>10</sup>, à medida que se observou um aumento nos índices de liquidez e uma redução nos índices de endividamento das empresas, coerentes com um movimento de preferência pela liquidez por parte das firmas. Outra hipótese, tendo em vista a baixa efetividade da conversão em investimento, é que uma parte do endividamento público “[...] pode ter servido mais para substituir fontes de recursos em projetos de investimentos das empresas do que para financiar e disparar investimentos realmente novos e assim impulsionar a demanda agregada.” (AFONSO, 2011, p. 139).

Além da discussão apresentada a respeito da magnitude dos custos financeiros para a União e sobre os seus impactos sobre a economia, Afonso (2011) observou outra controvérsia sobre a forma de operacionalização dos empréstimos e, sobretudo, sobre a sua forma de contabilização, gerando impactos atípicos nas contas públicas, o que se popularizou sob o termo de “contabilidade criativa”. O autor observou que, em geral, o repasse de recursos

---

<sup>8</sup> De fato, um ciclo vicioso é posto em movimento. Quando o BNDES toma emprestado do Tesouro a taxas subsidiadas, induz o Tesouro a emitir nova dívida a taxas de mercado, elevando tanto o nível quanto o custo da dívida pública. Isso, por sua vez, complica a execução orçamentária e a política fiscal, especialmente porque o Tesouro concede ao BNDES um considerável subsídio implícito. Quando o BNDES aumenta o crédito após receber um empréstimo do Tesouro, ele age em dissonância com o Banco Central do Brasil, que está tentando manter a demanda agregada em um nível consistente com a estabilidade de preços. Além do mais, porque os empréstimos concedidos pelo BNDES não são responsivos às taxas de política monetária, o crédito direcionado induz o banco central a elevar as taxas de juros ainda mais para estabilizar a pressão inflacionária. Taxas de juros superiores às justificadas, por sua vez, aumentam o custo da dívida pública, prejudicando a execução orçamentária. Quebrar este ciclo – e os efeitos de seleção adversa que ele causa para as instituições privadas – exigiria repensar o papel do BNDES, possivelmente reduzindo e redirecionando suas operações. (DE BOLLE, 2015, p. 13, tradução nossa).

<sup>9</sup> Câmbio flutuante, metas de inflação e austeridade fiscal.

<sup>10</sup> Uma simples consulta aos dados disponibilizados pelo IPEA revela que, entre os anos de 2008 e 2014, a taxa de investimento da economia brasileira oscilou modestamente entre aproximadamente 19% e 21% do PIB em média, sem qualquer mudança estrutural significativa em termos de trajetória. Já para os anos seguintes, os dados mostram-se ainda mais preocupantes: houve uma perceptível redução na taxa para 17,9% em 2015, 16,1% em 2016 e 15,6% em 2017, em média. Dados disponíveis em: <https://bit.ly/2Pkdh8i>.

governamentais para instituições como o BNDES são feitos através de capitalizações – aumento de capital – sendo cobertos por recursos previstos no orçamento fiscal, em dotações específicas para essa finalidade. No entanto:

Tal alternativa possivelmente foi descartada pelas autoridades brasileiras porque exigiria incluir dotação específica no orçamento e contabilizar como despesa primária (inversão financeira), o que reduziria o superávit primário e aumentaria a dívida pública no conceito líquido. (AFONSO, 2011, p. 130).

Afonso (2011) ainda argumentou que a opção por registrar as operações como concessão extraordinária de empréstimo era justificada sob o argumento de que não havia repasse de recursos diretamente e sim de uma transferência de ativos na forma de títulos. Dessa forma, a concessão de cada empréstimo foi contabilizada como despesa extraorçamentária e assim o valor também foi inscrito no ativo, como empréstimos a receber. A problemática acerca dessa questão está justamente na forma como foram contabilizadas essas transações – aparentemente sem o rigor contábil devido –, dado que envolve diretamente questões como indicadores fiscais do país:

Na prática, não há menor diferença financeira entre o crédito extraordinário e a capitalização (cuja integralização até poderia ser realizada em títulos públicos), porém, é radicalmente distinto o tratamento quando os indicadores fiscais tomam por base a dívida líquida (ao invés da bruta) e o resultado primário (ao invés do nominal) no caso em que o crédito concedido não conta como despesa (primária) e o seu saldo é deduzido da dívida (de modo que anula a correspondente emissão de títulos). Entre as duas alternativas, a opção do governo brasileiro foi pelo crédito no lugar da capitalização, porque, ainda que fosse a menos transparente, tinha a vantagem de permitir que se realizasse um gasto sem incluir no orçamento e sem reduzir o superávit primário e, o principal, de se aumentar o endividamento, mas sem expressar o mesmo na medida oficial da dívida pública. (AFONSO, 2011, p. 131).

É possível verificar o mesmo entendimento de Afonso (2011) – a respeito da necessidade de contabilização dessas operações como capitalização e não como empréstimos e, conseqüentemente, com impactos sobre a dívida líquida – em Giambiagi e Além (2016). Os autores, ao explicarem as necessidades de financiamento do setor público – onde a dívida líquida é descontada da bruta pelos ativos financeiros em poder do setor público – e seus resultados e variações, esclarecem: “Note-se que, como o déficit refere-se ao setor público não financeiro, exclui o resultado dos bancos oficiais – a não ser que estes exijam uma capitalização com recursos do Tesouro – tais como o Banco do Brasil (BB) ou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).” (GIAMBIAGI; ALÉM, 2016, p. 57).

Ferreira (2016), por sua vez, argumentou que a dinâmica da dívida bruta brasileira sofreu forte impacto de duas políticas governamentais na última década, a saber: a acumulação de reservas internacionais – que gerou impactos relevantes no balanço do Banco Central – e os aportes feitos pelo Tesouro Nacional ao BNDES. Segundo o autor, é provável que a piora dos indicadores fiscais do país como a alta do estoque da dívida pública tenha contribuído, em alguma medida, para a piora da percepção de risco – e consequente elevação do risco país –, culminando com a perda do grau de investimento. Ao tratar das distintas definições de dívida, Ferreira argumenta que a dedução do conceito de dívida líquida dos ativos como os concedidos ao BNDES “[...] é outra falha do conceito, já que gozam de baixa liquidez.” (FERREIRA, 2016, p. 8).

É notório que a discussão a respeito dos empréstimos do Tesouro ao BNDES está longe de ser consenso entre economistas. Enquanto uns entendem que os empréstimos viabilizaram a atuação do Banco no sentido de corrigir falhas de mercado em um contexto de restrição de crédito e liquidez gerado pela crise financeira – tendo impactos positivos sobre a economia e renda –, outros concentram suas críticas em distorções causadas por essa atuação – como a efetividade da resposta da política monetária e os impactos atípicos sobre as contas públicas, como a discussão sobre as formas de contabilizações – e na baixa efetividade na conversão dos desembolsos do Banco em investimento na economia. A falta do consenso não parece ser causa apenas das diferenças ideológicas e de orientação política e econômica de economistas desenvolvimentistas e liberais<sup>11</sup>, mas pode, de certa forma, também ser explicada pela complexidade do tema, considerando aspectos das relações entre política fiscal, monetária e creditícia, sobretudo em um período pós-crise, e de diversas outras questões que o permeiam.

## 5.2 ASPECTOS LEGAIS E NORMATIVOS SOBRE OS IMPACTOS FISCAIS

A relevância do tema, sobretudo dado o volume de recursos envolvidos, fez com que o mesmo não se restringisse ao campo teórico, demandando também novas soluções e esclarecimentos de cunho legal e normativo. O próprio TCU – utilizando de suas atribuições conferidas pelo artigo 71 da Constituição Federal de apoio ao Congresso Nacional acerca da fiscalização contábil, financeira e orçamentária da União – determinou também à STN, no mesmo Acórdão 3.071/2012 que já solicitava maior transparência e elaboração de projeções

---

<sup>11</sup> Uma discussão em uma perspectiva teórica sobre o papel de bancos públicos no sistema financeiro a partir de dois enfoques ideológicos alternativos pode ser encontrada Hermann (2011).

para o montante de subsídios incorridos nas operações entre Tesouro e BNDES, que também esclarecesse os impactos sobre as dívidas públicas bruta e líquida da União de tais operações. Apesar do relatório de auditoria realizado pelo Tribunal e das deliberações do Acórdão referido deterem-se, de um modo geral e com foco central na questão dos subsídios, as determinações referentes aos impactos sobre a dívida pública bruta e líquida podem ser entendidas, também, como um ponto de atenção da autoridade jurídica com a questão do endividamento público – emissão de títulos da dívida – necessário para o levantamento dos fundos:

9.3.3. informe ao Tribunal, em 60 (sessenta) dias, os impactos sobre as dívidas públicas bruta e líquida da União decorrentes das operações de crédito ao BNDES realizadas a partir de 2008, evidenciando as variações dos montantes a cada exercício até 2012, e explicitando as consequências associadas às alterações observadas, para fins de análise das Contas do Governo da República, conforme o art. 71 da Constituição Federal, c/c o art. 36 da Lei 8.443/1992; (TCU, 2012, p.48).

9.3.4. informe ao Tribunal, até 31 de março de cada exercício a partir de 2013, os impactos no ano anterior sobre as dívidas públicas bruta e líquida da União decorrentes das operações de crédito ao BNDES realizadas a partir de 2008, explicitando as consequências associadas às alterações observadas, para fins de análise das Contas do Governo da República, conforme o art. 71 da Constituição Federal, c/c o art. 36 da Lei 8.443/1992; (TCU, 2012, p.48).

De certa forma, a determinação do Tribunal à STN ocorreu por não haver disponibilidade de “instrumentos adequados para retratar os principais impactos das operações de crédito ao BNDES sobre os indicadores que descrevem as condições das finanças públicas”, e por conta da identificação, durante os trabalhos de auditoria, de impactos distintos sobre as dívidas pública bruta e líquida – de forma semelhante a Afonso (2011) –, tendo em vista que “[...] embora as operações não impactem, de imediato, a Dívida Líquida do Governo Central, uma vez que, em contrapartida ao passivo, é contabilizado um ativo (direito a receber junto ao BNDES), possuem efeitos diretos sobre a Dívida Consolidada da União.” (TCU, 2012, p.29). Salienta-se, no entanto, que apesar deste reconhecimento, o TCU não fez juízo a respeito da licitude da prática contábil neste processo.

Outra controvérsia levantada no mesmo Acórdão é que, dado que as despesas com juros – despesa financeira – são de caráter financeiro – e, portanto, não afetam o resultado primário da União – e as possíveis receitas recebidas pela União – na hipótese de que o BNDES obtenha lucro a ser repassado ao seu controlador – são de caráter primário, pode ocorrer o entendimento de que as operações de crédito realizadas são úteis para o cumprimento de metas de superávit primário do governo. (TCU, 2012). Dessa forma, é controverso que “[...] tem-se, de um lado, a elevação da dívida bruta e o aumento dos gastos públicos totais, e, de outro, uma melhora no

superávit primário, indicador adotado pelo governo para sinalizar a eficácia da sua gestão fiscal.” (TCU, 2012, p.23). Entretanto, o Tribunal esclareceu que essa questão notadamente não deve ser tratada dentro do escopo daquele levantamento e sugeriu que o tema venha a ser estudado com mais cautela em futuras averiguações. (TCU, 2012).

No Poder Legislativo, o Senado Federal, através da sua consultoria de orçamentos, fiscalização e controle, em publicação intitulada Orçamento Público em Discussão, realizou um estudo com o objetivo de avaliar algumas transações que ficaram conhecidas como “contabilidade criativa”, analisando o seu impacto sobre as contas públicas e se essas transações foram previstas no OGU, sendo que o documento definiu que os empréstimos do Tesouro ao BNDES foi uma das operações caracterizadas desta forma. O estudo concluiu que os empréstimos concedidos até a data de publicação do trabalho não foram registrados no OGU sob a alegação de que as emissões de títulos da dívida são emissões diretas ao BNDES, não indo, portanto, a mercado em um primeiro momento, argumentando que “[...] o problema é que simplesmente ignora-se que se trata de um tipo de operação de crédito do Tesouro (receita), assim como ignora-se que existe um subsídio implícito em tais operações”. (ROARELLI; ORNELAS NETO; BROWN, 2013, p.3). O entendimento dos consultores foi de que:

Caso tais operações fossem registradas corretamente, haveríamos de ter registro no OGU primeiramente da operação de emissão de títulos públicos, que deveria ser registrada como despesa de capital, conforme determina a Lei 4.320/64. Além disso, a operação do instrumento híbrido deveria constar na despesa de capital, inversão financeira, como concessão de empréstimo (despesa financeira). O diferencial entre os juros de captação de recursos (*Selic*) e os juros do instrumento híbrido deveria constar como despesa corrente, subvenção econômica, diferencial ou equalização de taxa de juros (despesa primária). Esse diferencial deveria ser computado a cada ano no OGU e no cálculo do resultado primário, acima da linha, ou seja, receitas primárias menos despesas primárias. (ROARELLI; ORNELAS NETO; BROWN, 2013, p. 3-4).

Assim, o que torna a contabilidade pública “criativa”, nesse caso, é o fato de não se registrarem tais operações nem no Orçamento, nem no cálculo do resultado primário, “acima da linha”. Esse procedimento contraria a Lei 4.320/64 (art.6º) que manda que sejam registradas no Orçamento toda a receita e toda a despesa. Além disso, não passar pelo Orçamento impede que tais operações sejam avaliadas pelo Congresso Nacional, conforme o art. 166 da Constituição Federal. (ROARELLI; ORNELAS NETO; BROWN, 2013, p. 4).

Entretanto, o trabalho ponderou que no cálculo do resultado nominal “abaixo da linha” efetuado pelo Banco Central, o impacto dos subsídios acaba aparecendo ao longo do tempo, uma vez que tanto a operação de emissão de títulos quanto o crédito ao BNDES são contabilizados como obrigação e haver, respectivamente. “Assim, a emissão de títulos acaba afetando a Dívida Bruta, embora não afete à Dívida Líquida e o resultado nominal (variação de

dívida líquida), abaixo da linha, acaba sendo afetado pelo diferencial de taxas de juros.” (ROARELLI; ORNELAS NETO; BROWN, 2013, p.4). Por fim, o trabalho demonstra preocupação também observada por Afonso (2011), uma vez que os impactos distintos entre dívida bruta e líquida “[...] torna o indicador de resultado primário, da forma como está sendo calculado, não muito confiável para medir a real situação das contas públicas do país.” (ROARELLI; ORNELAS NETO; BROWN, 2013, p.17).

O mesmo documento emitido pela SPE em novembro de 2015 – motivado pelo Acórdão 3.071/2012 – que esclareceu a metodologia utilizada para o cálculo dos subsídios, atendeu, também, aos itens 9.3.3 e 9.3.4 da decisão, citados anteriormente, elucidando os impactos estimados sobre as dívidas brutas e líquidas das operações com o BNDES. Segundo Brasil (2015c), a os agregados de referência são a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG).

A respeito do impacto sobre a DLSP, o documento confirmou a questão apontada por Afonso (2011) e por TCU (2012) de impacto inicial nulo, esclarecendo, também, como se dá sua evolução ao longo do tempo:

No caso da dívida líquida, o impacto inicial do contrato é zero, registrando-se na DLSP um ativo e um passivo de igual valor. O impacto esperado ao longo do tempo decorre do diferencial entre o custo da dívida e o retorno dos contratos, correspondente à estimativa do que se incorreu de subsídio. Portanto, para atender aos itens 9.3.3 e 9.3.4, consideramos que, a cada ano, a dívida líquida é impactada pelo valor acumulado dos subsídios no período (conforme o item 9.1.5) (BRASIL, 2015c, p. 12).

Ainda conforme Brasil (2015c), o impacto correspondente sobre a DBGG refere-se aos contratos celebrados no ano – ou seja, ao montante repassado pelo Tesouro ao BNDES – descontando-se da despesa financeira apurada os valores pagos pelo BNDES a título de juros e as eventuais amortizações, se houver, de acordo com a seguinte equação:

$$IDB_t = DF_t - (AM_t + JP_t) + A_t$$

Onde,

$IDB_t$  = Impacto da DBGG no ano t

$DF_t$  = Despesa financeira no ano t

$AM_t$  = Valor amortizado pelo BNDES no ano t

$JP_t$  = Juros pagos pelo BNDES no ano t

$A_t$  = Ampliações de saldo devedor no ano t

Assim, a nota explica que:

Dessa forma, o impacto no endividamento bruto engloba o efeito dos montantes nominais de emissão de dívida, somando-se a isto o resultado decorrente do diferencial entre o custo de oportunidade e os retornos oriundos dos fluxos de pagamentos de amortização e juros efetuados pelo BNDES. Ao considerar os retornos de amortizações, projeta-se, portanto, impactos negativos no endividamento bruto após o período de carência do principal. (BRASIL, 2015c, p.13).

Observando a metodologia de apuração considerada, é possível afirmar que a DBGG é impactada a cada ano principalmente pelo montante das novas emissões de dívida e também pelos subsídios – tendo em vista que o subsídio corresponde à diferença entre a despesa financeira e os juros pagos pelo BNDES ao Tesouro, caso tenha ocorrido dentro do ano apurado e caso não tenha ocorrido nenhuma amortização de principal dentro do mesmo ano –, enquanto que a DLSP é impactada apenas pelo valor apurado de subsídios. Assim, de forma simplificada e para fins comparativos, a diferença entre os impactos sobre a DBGG e a DLSP está justamente nas emissões de títulos da dívida.

Outro importante dispositivo é a já mencionada Lei Complementar nº 101 de 2000 – LRF –, que foi publicada em atendimento a diversos artigos da Constituição Federal – notadamente o 163º, que dispõe sobre finanças públicas, dívida pública interna e externa, emissões e resgates de títulos da dívida, fiscalização de instituições financeiras, dentre outros aspectos – e logo se tornou o principal marco legal sobre finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal. Cabe ressaltar que a própria Lei define em seu parágrafo primeiro as características e postulados do que se entende por responsabilidade na gestão fiscal, como a “[...] ação planejada e transparente, em que se previnem riscos e corrigem desvios capazes de afetar o equilíbrio das contas públicas, mediante o cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas e a obediência a limites[...].” (BRASIL, 2000). Inspirada em normas internacionais, a LRF brasileira deve ser entendida como uma “carta magna” da gestão financeira pública com o objetivo de garantir ao país transparência nos atos dos gestores, informando sobre as atividades fiscais passadas, presentes e futuras, revestida de planejamento orçamentário com vistas a riscos fiscais e que dá publicidade e prestação de contas à sociedade, estabelecendo, também, sanções em caso de descumprimento.

A LRF também foi pioneira ao trazer novas noções como a de equilíbrio para as contas públicas, agregando ao conceito a importância das contas primárias – ou seja, o resultado primário – e da busca por um resultado autossustentável, defendendo a ideia de “gastar apenas o que se arrecada”, abdicando de operações de crédito e, portanto, sem aumento da dívida

pública. (NASCIMENTO; DEBUS, 2000). Ressalta-se, no entanto, que a LRF não impede, por exemplo, a contratação de uma operação de crédito pela administração pública, mas define normas para tal, uma vez que evitar um aumento discricionário no endividamento do país é justamente um dos seus principais propósitos. Ainda, a LRF procurou aperfeiçoar o processo orçamentário, atribuindo novas funções de controle orçamentário e financeiro à Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO), concedendo-lhe um caráter mais gerencial, que permitiu à sociedade acompanhar e fiscalizar as contas públicas, tendo em vista os instrumentos que a Lei incorpora com essa finalidade. (NASCIMENTO; DEBUS, 2000).

Os empréstimos realizados pelo Tesouro Nacional ao BNDES – dado que ocorreram principalmente através de emissões de títulos da dívida pública –, mesmo que autorizadas por outros dispositivos legais como MP's que foram posteriormente convertidas em leis, devem ser analisadas sob a ótica da LRF, uma vez que esta estabelece limites para endividamento da União e condições para operações de crédito. Nesse sentido, esse dispositivo legal define, justamente, que as “[...] obrigações financeiras do ente da Federação, inclusive as decorrentes de emissão de títulos, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados [...]” devem ser consideradas no montante total apurado da dívida pública consolidada e que, de acordo com o Art. 29 da LRF, “[...] a assunção, o reconhecimento e a confissão de dívidas pelo ente público são equiparadas às operações de crédito, devendo, ainda, observar os termos dos Arts. 15 e 16 [...]” que condicionam os aumentos da despesa a estimativas de impacto financeiro e à adequação ao processo orçamentário. (NASCIMENTO; DEBUS, 2000, p.49).

Ainda, a forma como os empréstimos foram contabilizados pode ser interpretada como incorreta tendo em vista o Artigo 36 da LRF que proíbe “[...] a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da Federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo.” (BRASIL, 2000). Salienta-se, no entanto, que até a conclusão desta monografia não há consenso jurídico a respeito da legalidade das transações, uma vez que o TCU segue analisando a matéria – através do processo TC 010.173/2015-3, especificamente sobre a regularidade das transferências mediante a emissão direta de títulos, – e que o processo ainda está em aberto.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> É possível acompanhar o andamento diretamente no site do TCU, através do endereço: <https://bit.ly/2KIZCD9>

### 5.3 DEVOLUÇÕES ANTECIPADAS E A NOVA TAXA DE LONGO PRAZO

Frente a críticas a respeito da piora das contas públicas – sobretudo sobre a qualidade da gestão, relacionada com práticas que foram conhecidas como “contabilidade criativa” – e de outras questões relacionadas à condução da política econômica, o início do novo mandato presidencial do ano de 2015 foi marcado pela mudança na equipe econômica, que passou a ser capitaneada por um economista de orientação ortodoxa e pró-mercado no cargo de Ministro da Fazenda, em uma clara tentativa de sinalizar aos agentes econômicos um novo comprometimento por parte do governo com medidas de ajuste fiscal, no sentido de conter a deterioração ocorrida no resultado primário dos anos anteriores e a escalada da inflação, objetivando melhorar a percepção de risco e a confiança para a retomada do crescimento no Brasil.

O conturbado contexto político culminou com a sua saída precoce – após 11 meses à frente da equipe –, em que a perda de apoio do governo no Congresso Nacional e o surgimento de divergências com a presidente inviabilizou diversas de suas medidas propostas, com o ministro deixando o cargo sem obter êxito nos objetivos iniciais. O Brasil ainda enfrentaria, em 2015 e 2016, uma das piores recessões da sua história, um novo agravamento da situação fiscal e um segundo processo de impedimento presidencial ocorrido durante a sua jovem democracia.

Apesar disso, uma das intenções levantadas pelo ministro em questão durante o seu mandato diz respeito diretamente ao BNDES, ao iniciar as negociações para que o Banco efetuasse devoluções antecipadas ao Tesouro Nacional de parte dos recursos anteriormente repassados, em um esforço de contribuição ao ajuste fiscal. Assim, conforme já citado anteriormente de forma sucinta nas projeções de subsídios, o MF comunicou em nota à imprensa em janeiro de 2016 que concluíra a liquidação antecipada de cerca de R\$ 29 bilhões negociada em 2015 – primeiro pagamento ocorreu parcialmente no valor de cerca de R\$ 15,7 bilhões em 2015 e saldo de cerca de R\$ 13,3 bilhões quitado naquele mês –, utilizando recursos financeiros em caixa do Banco. (BRASIL, 2017b).

Uma nova mudança na condução da economia brasileira, desta vez motivada pelo prosseguimento do processo de impedimento citado anteriormente, pôs à frente da Fazenda outro ministro em maio de 2016, que assumiu o cargo sendo conhecido como um economista favorável ao mercado financeiro por sua orientação ortodoxa tradicional, apresentando-se também de forma comprometida com o ajuste fiscal e com as reformas capazes de estabilizar as contas públicas. Essa nova equipe econômica também se mostrou alinhada à estratégia de pagamentos antecipados ao buscar a sua continuidade e aprofundamento.

Motivado pela divulgação dada pela imprensa sobre as novas intenções de devoluções e subsidiado por dados e estudos feitos pela sua Secretaria de Macroavaliação Governamental, o TCU analisou a questão através do processo TC 018.441/2016-5 e pronunciou-se favoravelmente sobre legalidade da prática com vistas à LRF, acrescentando considerações a respeito do tratamento dispensado ao endividamento público. (TCU, 2016). Diversos aspectos foram determinantes para a posição do Tribunal, uma vez que os relatórios de auditoria constataram ociosidade de recursos – dado que parte foram mantidos em aplicações em desacordo com o propósito dos repasses no sentido de emprestar aos clientes do Banco –, o elevado custo com os subsídios, a necessidade conjuntural de redução da dívida pública e a preocupação com a sua sustentabilidade, além da existência de cláusula específica nos contratos entre BNDES e Tesouro Nacional que faculta ao Banco quitar antes do vencimento, total ou parcialmente, a dívida, mediante autorização do MF. (TCU, 2016).

O TCU ainda deliberou sobre a forma de quitar as operações, entendendo que poderia ocorrer através de duas formas: em títulos – mediante o retorno dos títulos ao Tesouro e posterior cancelamento dos mesmos – ou então em dinheiro em caixa – via depósito na Conta Única do Tesouro junto ao BACEN, diminuindo o montante de operações compromissadas –, da mesma forma como ocorreram os primeiros pagamentos. (TCU, 2016). Assim, em dezembro de 2016, ocorreu uma nova grande devolução de recursos do BNDES ao Tesouro Nacional, no total de R\$ 100 bilhões, sendo que R\$ 40 bilhões foram liquidados em títulos públicos e R\$ 60 bilhões em espécie. Em nota à imprensa, o MF destacou a importância da operação para o programa do ajuste fiscal, com a melhora “substancial e imediata” no nível do endividamento. (BRASIL, 2016c).

Outras duas devoluções antecipadas foram negociadas e concluídas no ano 2017, totalizando R\$ 50 bilhões. Naquela ocasião, uma nota conjunta entre MF, Ministério do Planejamento e BNDES reiterou a preocupação com o cenário fiscal, classificando-o como “desafiador”, detalhando os pagamentos de setembro, no valor de R\$ 33 bilhões – sendo que cerca de R\$ 15,13 bilhões foram em títulos e R\$ 17,87 bilhões em dinheiro – e de outubro no total de R\$ 17 bilhões – pagos integralmente em dinheiro –. (BRASIL, 2017d).

Já no ano de 2018<sup>13</sup>, noticia-se a antecipação do maior montante já devolvido em um único ano, no valor de R\$ 130 bilhões, sendo duas parcelas de R\$ 30 bilhões em março e junho, e outros R\$ 70 bilhões retornados em agosto em duas partes, uma de R\$ 40 bilhões e, por fim,

---

<sup>13</sup> Apesar da exoneração do ministro em exercício em abril de 2018 em função da sua candidatura à presidência da república, as devoluções antecipadas seguiram com seu sucessor, que já integrava a equipe econômica anterior no cargo de Secretário Executivo da Fazenda.

a última de R\$ 30 bilhões. Assim, a tabela 8 sintetiza os valores quitados antecipadamente a cada ano pelo BNDES junto ao Tesouro Nacional, que totalizaram cerca de R\$ 309 bilhões<sup>14</sup> em valores correntes até então.

**Tabela 8 - Valores liquidados antecipadamente pelo BNDES junto ao Tesouro Nacional, anualmente 2015-2018 (R\$ bilhões, em valores correntes)**

Ano	Valor (R\$ bilhões)
2015	15,7
2016	113,3
2017	50,0
2018	130,0
<b>Total</b>	<b>R\$ 309,00</b>

**Fonte:** Elaboração própria com dados de BNDES (2018).

Os recursos oriundos das liquidações antecipadas, em acordo com a metodologia descrita em Brasil (2015c) sobre as amortizações dos contratos, foram utilizados para abatimento e consequente redução da DBGG, independentemente se na forma de títulos ou com recursos em caixa. Assim, segundo TCU (2016):

Registrou a Semag em seu parecer que, segundo informa o Ministério da Fazenda, seja qual for a forma em que ocorrer a operação, a dívida bruta do governo geral (DBGG) será reduzida imediatamente. Se for em títulos, reduz-se o estoque da dívida mobiliária em mercado, ou seja, impacta imediatamente a estatística da dívida pública federal (DPF). Se for em dinheiro, *ceteris paribus*, reduz-se o estoque de operações compromissadas do Bacen, que compõe a estatística DBGG, e, em um segundo momento, reduz-se a estatística DPF quando os títulos em mercado forem resgatados pelo Tesouro com os recursos recebidos. (TCU, 2016, p. 28-29).

De um modo geral, pode-se dizer que o Tribunal deliberou sobre a matéria com vistas a situação fiscal do país, uma vez que “[...] a antecipação do pagamento dos empréstimos concedidos pela União ao BNDES está alinhada com o principal objetivo da política econômica na conjuntura atual, que é a redução da dívida bruta do Governo Federal.” (TCU, 2016, p. 29). Já o trabalho de Ferreira (2016) – datado após os dois primeiros pagamentos no montante de aproximadamente R\$ 29 bilhões – também observou benefícios fiscais oriundos das liquidações antecipadas, uma vez que os classificou como uma de suas recomendações de política, uma vez que “[...] permitiria atenuar a escalada da DBGG enquanto, ganhando tempo para a realização de reformas estruturais”. (FERREIRA, 2016, p.15). Ainda segundo o autor:

<sup>14</sup> Valores estimados em cerca de R\$ 290 bilhões, a valores constantes de 2018, deflacionados pelo IPCA anual (IBGE) e estimativas Boletim Focus (BACEN) de 05/11/2018.

Se os aportes ao BNDES foram o grande “QE tupiniquim”<sup>15</sup>, urge agora tratar de sua reversão, mesmo que de forma gradual. Parece no todo inadequado que haja uma grande fartura de recursos à disposição do BNDES em contexto de crise fiscal aberta e elevação rápida da DBGG. (FERREIRA, 2016, p.14).

Além dos impactos positivos no sentido de reduzir a DBGG, a STN demonstrou – conforme Tabela 6 – que liquidar operações antecipadamente tem um forte potencial de redução das futuras despesas com subsídios, representando economia para o Tesouro Nacional e menor impacto também sobre a DLSP.

Uma outra importante medida – idealizada e implementada durante a gestão citada na Fazenda – tem o potencial de alterar de forma significativa não apenas a relação entre Tesouro Nacional e BNDES no que se refere aos repasses efetuados, mas também a dinâmica futura do mercado de crédito de longo prazo no Brasil. Trata-se da MP nº 777 de abril de 2017 – posteriormente convertida em Lei nº 13.483 de setembro de 2017 – que Instituiu a Taxa de Longo Prazo (TLP) e alterou a remuneração dos recursos utilizados para financiamento de longo prazo, como o fundo PIS-PASEP, o FAT, o Fundo da Marinha Mercante (FMM) e os empréstimos do Tesouro ao BNDES. A medida propôs que a remuneração tenha como referência e esteja atrelada à variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), acrescida de uma taxa de juros real prefixada, estabelecida em cada operação de financiamento, de acordo com o rendimento das Notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN–B) para o prazo de cinco anos.

Foi estabelecido como “ponto de corte” para a entrada em vigor da nova taxa os novos contratos firmados a partir de 1º de janeiro de 2018, sendo que todas as obrigações firmadas anteriormente a aquela data seguiriam a antiga TJLP, de forma que ambas as taxas coexistirão até a amortização de todos os financiamentos já pactuados por TJLP, preservando o equilíbrio financeiro e a previsibilidade de projetos vigentes e buscando elevar a transparência para os investidores em novos projetos de longo prazo e a eficiência da economia. Com o objetivo de promover uma transição gradual, foi determinado que o cálculo da TLP seria composto por uma parte pós-fixada – representada pelo IPCA – e por uma parte pré-fixada – representada pelo juro real (NTN-B 5 anos) –, com a existência de um fator que ajustará a NTN-B para que a Taxa fosse equivalente à TJLP em janeiro de 2018, modificando-se anualmente este fator para

---

<sup>15</sup> *Quantitative Easing*, em referência às “injeções de liquidez” promovidas por Bancos Centrais de diversos países como medida para enfrentar a crise de 2008, considerando a política creditícia expansionista adotada no Brasil.

uma convergência linear a 1 dentro do prazo de cinco anos<sup>16</sup>, de forma que ao final desse período, a TLP se iguale ao IPCA acrescido dos juros reais (NTN-B 5 anos), conforme a seguir:

$$\text{Cálculo fatores iniciais: } TLP = IPCA + \alpha_i \times (\text{Juro real (NTN-B 5 anos)}) = TJLP = 6,75$$

$$\text{Cálculo TLP 2018 a 2022: } TLP = IPCA + \alpha_i \times (\text{Juro real (NTN-B 5 anos)})$$

$$\text{Cálculo TLP 2023 em diante: } TLP = IPCA + \text{Juro real (NTN-B 5 anos)}$$

Através da Resolução 4.600 de setembro de 2017, o BACEN definiu a metodologia de apuração mensal da TLP a ser aplicada nas operações durante o mês de referência, considerando a variação acumulada do IPCA nos dois meses anteriores ao cálculo e os parâmetros para obtenção da taxa prefixada, e tendo como base a estimação diária da estrutura a termo da taxa de juros das NTN-B com base nas negociações de mercado desses títulos, obtendo a informação diária sobre a taxa da NTN-B com vencimento cinco anos à frente, calculando-se a média aritmética simples das taxas apuradas a cada dia útil com base nas taxas disponíveis nos três meses imediatamente anteriores ao dia de sua definição. (BACEN, 2017). A resolução também definiu a forma de apuração dos fatores de ajuste<sup>17</sup> para integralizar a TLP após os cinco anos.

Uma análise da exposição de motivos – e EMI nº 36/2017 MF BACEN MP – da MP nº 777 demonstra os objetivos e resultados esperados pela equipe econômica com a instituição da TLP. Observa-se que, segundo as autoridades, a proposta está amparada nos parâmetros legais e, ao preservar os padrões dos financiamentos já concedidos – com o estabelecimento de um “ponto de corte” para o início da vigência da nova taxa –, reduz-se o risco de futuras contestações. Dois são os principais benefícios esperados com a nova norma: primeiramente, ao equiparar-se o referencial de juros de longo prazo do país ao custo de oportunidade para o financiamento da dívida pública interna – custo de captação do Tesouro –, espera-se a redução substancial do subsídio implícito responsável por impactar a dinâmica da dívida, uma vez que a norma também autoriza a União a repactuar as condições contratuais dos empréstimos concedidos pelo Tesouro ao BNDES que tenham TJLP como remuneração, melhorando o

<sup>16</sup> O prazo de 5 anos foi estabelecido em função do tempo médio dos empréstimos e financiamentos que atualmente utilizam a TJLP como base de remuneração. (BRASIL, 2017e).

<sup>17</sup> Em 29/12/2017 o BACEN divulgou os componentes de cálculo da primeira TLP para janeiro de 2018. Para o atingimento da TJLP vigente (6,75%), a taxa de juros pré-fixada utilizada foi de 4,74% a.a corrigida por um fator “ $\alpha_0$ ” de 0,57, considerando o IPCA projetado no momento para os doze meses seguintes com base na mediana das expectativas obtidas no Boletim Focus do Banco Central. Assim, ficou determinado os fatores para os próximos 4 anos: 2019:  $\alpha_1 = 0,66$ ; 2020:  $\alpha_2 = 0,74$ ; 2021:  $\alpha_3 = 0,83$  e 2022:  $\alpha_4 = 0,91$ . Em 2023, o fator “1” representa o fim do período de convergência. Dados disponíveis em: <https://bit.ly/2EVK1k6>.

resultado fiscal do Governo Federal e contribuindo para a busca do seu equilíbrio. (BRASIL, 2017e). Em segundo lugar, como a intenção da TLP é ser uma taxa determinada com regras claras e transparentes e indexada a taxas já praticadas no mercado financeiro doméstico, espera-se um ambiente mais favorável à condução da política monetária no sentido de ancorar as expectativas inflacionárias dos agentes econômicos, ampliando a “tração” dessa política, melhorando a qualidade de resposta e permitindo o atendimento da meta de inflação com um patamar de juros menor, contribuindo para uma redução sustentada da taxa de juros da economia brasileira, uma vez que sucessivamente uma maior parcela do estoque de crédito responderá de forma mais elástica a variações na taxa básica de juros. (BRASIL, 2017e).

Além disso, outras três questões são pontuadas pelas autoridades, esperando benefícios a partir da nova taxa. A primeira refere-se à possibilidade de um maior provimento de recursos para programas e ações direcionadas à proteção dos trabalhadores – como Seguro Desemprego, Programa de Proteção ao Emprego e Abono Salarial – uma vez que a TLP possibilitará a elevação da remuneração de fundos como PIS-PASEP e FAT. A segunda questão reconhece a possibilidade de uma melhor gestão da carteira de recebíveis das instituições financeiras oficiais – principalmente o BNDES – que, ao balizar-se em parâmetros de mercado, permitirá uma melhor gestão de riscos através do uso de derivativos, permitindo o uso de capitais em novos financiamentos. Por fim, uma terceira questão é o entendimento de que a TLP contribuirá para o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico. (BRASIL, 2017e). Isso se deve ao fato de que, ao ser guiada por parâmetros de mercado, pode fazer com o mercado de capitais se interesse por realizar operações a essa taxa, ao acabar com a possibilidade de incerteza e arbitrariedade no caso da TJLP, a partir do entendimento de que esta situação afasta potenciais investidores de longo prazo (*crowding-out*).

Por fim, destaca-se a proximidade e semelhança das ideias e objetivos da TLP com a já mencionada “Proposta Arida”, em Arida (2005), a ponto de ser possível a afirmação de que há inspiração e influência<sup>18</sup> da Proposta na formatação da nova taxa, sobretudo no que se refere à precificação de ativos e à busca por uma melhora na “tração” da política monetária. Assim, espera-se que a evolução do mercado de capitais no Brasil ocorrida nos últimos anos e a elaboração de uma metodologia clara para determinação da nova TLP seja o índice adequado que capte a rentabilidade dos títulos de longo prazo do Tesouro Nacional a cada momento, conforme idealizado pelo autor, e traga à economia brasileira todos os benefícios esperados.

---

<sup>18</sup> Além disso, sabe-se da vinculação partidária entre o autor e o deputado federal responsável pelo relatório favorável à criação da MP nº 777 na comissão da câmara responsável avaliação da MP.

## 6 CONCLUSÃO

O BNDES, um banco de desenvolvimento sexagenário e uma relevante instituição de fomento, foi fundado em um contexto em que o cenário externo se apresentava favorável ao surgimento desse tipo de atividade em nível intranacional, objetivando superar a questão do subdesenvolvimento em países do terceiro mundo. No cerne de sua criação estiveram algumas demandas específicas às necessidades brasileiras à época, como o financiamento à infraestrutura e à industrialização nascente.

É natural que durante todo o processo de consolidação da sua existência, como o principal ofertante de crédito de longo prazo no Brasil, o BNDES tenha passado por significativas mudanças, sendo necessária a sua adaptação frente às complexas conjunturas que se apresentaram. Nesse sentido, reconhece-se, de um modo geral, que a sua atuação tenha passado por algumas fases, onde inicialmente cumpriu o propósito para o qual foi idealizado, no sentido de apoiar o desenvolvimento da infraestrutura e da industrialização brasileira, passando para uma segunda fase menos próspera e mais conturbada marcada pela crise externa, que trouxe à tona a necessidade de ajustes e um foco maior ao apoio financeiro a empresas em crise, onde houve a queda das operações do Banco devido a um menor crescimento causado por essa instabilidade. De forma mais recente, destaca-se ainda a atuação do BNDES no financiamento às privatizações na década de 1990 e o apoio no esforço de crescimento às exportações nos anos 2000, onde mais uma vez pôde contribuir para a mudança na estrutura produtiva brasileira nesse período. Além disso, chama a atenção a forma como o Banco atuou a partir da crise financeira internacional de 2008-2009, quando foi utilizado como instrumento de política econômica anticíclica com o objetivo atenuar os efeitos sobre a economia brasileira da crise que retraiu a liquidez da economia internacional.

Observou-se que, apesar de as fontes de recursos do BNDES também terem passado por diversas modificações ao longo da existência do Banco – com um processo progressivo de desvinculação de objetivos específicos e ampliação de captações a mercado, conferindo maior flexibilidade de alocação, conforme observado por Prochnik e Machado (2008) –, de um modo geral, até meados de 2008, os fundos de poupança compulsória – contribuições de trabalhadores, firmas e consumidores para fundos de poupança administrados pelo governo – foram a principal fonte para a instituição, representados principalmente pelos repasses do FAT em termos de fluxo estável e quantidade de recursos, fundo este que legalmente recebe até quarenta por cento dos valores arrecadados com os tributos PIS e PASEP desde a sua criação, motivada pela Constituição de 1988.

No entanto, as fontes de recursos tradicionais do BNDES foram percebidas como insuficientes para atender aos anseios da equipe econômica à época, no sentido de reagir de forma anticíclica à crise que já afetava a concessão de crédito no país, a qual entendeu que, dentre outras medidas de caráter expansionista na condução da política fiscal e monetária, o Banco deveria liderar uma expansão de crédito na economia brasileira que fosse capaz de manter as taxas de crescimento e o nível de emprego. Nesse contexto, a partir de 2008 o Governo Federal lançou uma alternativa não convencional com o objetivo de aumentar o *funding* do BNDES para viabilizar essa atuação expansionista, editando MP's que, posteriormente convertidas em Leis, autorizaram o Tesouro Nacional a conceder empréstimos ao Banco na forma de títulos da dívida pública – ou seja, a partir da emissão de títulos da DPMFi – que posteriormente poderia monetizar esses papéis em mercado secundário para prover o seu caixa.

Dessa forma, conforme BNDES (2017), o Tesouro Nacional repassou ao BNDES um montante de cerca de R\$ 440,8 bilhões entre 2008 e 2014, ocasionando, além de uma considerável elevação no endividamento da instituição, uma visível transformação na composição do seu passivo, onde as fontes tradicionais deixaram de exercer a liderança histórica em termos de participação relativa e as fontes oriundas dos empréstimos passaram a representar a maioria dos recursos disponíveis e também utilizados nos desembolsos do Banco nas operações com seus clientes.

Considerando que o Tesouro Nacional emitiu títulos da dívida – onde a melhor *proxy* para avaliar o custo de captação dos recursos é a série custo médio mensal da DPMFi – e emprestou ao BNDES com remuneração pactuada pela TJLP – uma taxa que historicamente esteve em patamares inferiores a esse custo de captação –, originou-se um subsídio de caráter implícito – pois não consta no OGU e, portanto, não passa pela discussão orçamentária usual via Congresso Nacional – a partir do diferencial entre as duas taxas. Apesar de existir previsão legal desde a Constituição de 1988 – e de outros dispositivos posteriores – sobre os subsídios concedidos pela União, o TCU analisou as operações de empréstimo entre Tesouro e BNDES no ano de 2012 e constatou falhas e necessidades de aprimoramento. Nesse sentido, a publicação do Acórdão 3.071/2012 pôde ser vista como uma demanda das autoridades por maior qualificação e transparência na concessão desse tipo de benefício, acrescentando-se a necessidade de projeções até o fim da vigência das operações.

A publicação bimestral intitulada Boletim de Subsídios, realizada pelo Tesouro Nacional a partir do 6º bimestre de 2015, revelou um montante significativo de subsídios já contabilizados, da ordem de cerca de R\$ 160 bilhões entre os anos de 2008 e 2017 apenas para

as operações entre Tesouro e BNDES, a valores constantes de 2017, conforme exposto na tabela 4. Verificou-se, também, que no mesmo período, essa rubrica específica passou a representar uma parcela significativa do total de benefícios da União, sejam eles explícitos ou implícitos, conforme tabela 5. Além disso, a mesma publicação expôs a existência de uma considerável variabilidade nas projeções efetuadas a valor presente, tendo em vista o prazo previsto para os empréstimos de até 2060, e a forma de resposta elástica das variáveis envolvidas no cálculo – como dólar, TJLP, custo médio da DPMFi – ao longo horizonte dos próximos 42 anos frente à mudanças do cenário macroeconômico, representando uma dificuldade em estimar o peso fiscal futuro dos empréstimos e também a existências de riscos orçamentários e de administração da dívida capazes de tornar essas operações mais onerosas ao Governo Federal em um possível cenário de aperto monetário.

A amplitude do debate e da controvérsia sobre os impactos fiscais causados pelos empréstimos do Tesouro ao BNDES, iniciadas logo após os primeiros repasses, revelaram a importância e a profundidade da questão, seja este debate teórico entre economistas e autoridades responsáveis, ou então normativo e legal por parte de instituições dos poderes Executivos e Legislativo. Enquanto alguns economistas posicionaram-se favoravelmente aos repasses – a partir do entendimento de que o BNDES atua corrigindo falhas no mercado de crédito e argumentando em prol de um possível ganho fiscal líquido ocasionado a partir do aumento do investimento –, outros autores de posição nitidamente contrária criticaram das mais variadas formas a recente atuação do Banco, como nos efeitos negativos causados sobre as contas públicas, as possíveis distorções alocativas causadas no mercado de crédito, a manutenção da baixa taxa de investimento das empresas que receberam recursos e, conseqüentemente, da economia brasileira – mesmo que com a alta dos desembolsos –, além de outras distorções causadas no mercado monetário como a “perda de tração” na transmissão da política.

Não apenas os valores dispendidos com subsídios, mas também as emissões de dívida e os montantes do principal emprestado foram objeto de análise e discussão. Afonso (2011), em entendimento posteriormente corroborado por membros da consultoria de orçamentos do Senado Federal, apontou para a existência de impactos atípicos sobre as contas públicas e de “contabilidade criativa” nas formas como foram contabilizadas as operações, à medida que realizou-se um elevado gasto sem a existência específica de orçamento para tal e sem impactos no resultado primário e, conseqüentemente, na DLSP, uma das medidas mais utilizadas para mensurar a situação das finanças públicas no Brasil.

Em atendimento ao mesmo Acórdão do TCU, a SPE publicou, em novembro de 2015 – apenas após a mudança da equipe econômica ocorrida em janeiro do mesmo ano –, um documento explicitando a metodologia de apuração dos impactos causados pelos empréstimos, confirmando que a DBGG foi impactada a cada ano pelo montante das novas emissões de dívida e pelos subsídios, enquanto que a DLSP foi impactada apenas pelo valor dos subsídios, sendo que, de forma simplificada, a diferença entre ambas ocorreu justamente nas emissões desses papéis. Sendo assim, os empréstimos do Tesouro ao BNDES contribuíram de forma relevante, porém distinta em termos de magnitude, para a elevação dos indicadores de endividamento nacional na última década. Este fato, conforme Giambiagi e Além (2016), foi um dos pontos responsáveis pela percepção de piora da qualidade da gestão fiscal no período analisado, uma vez que parte dos economistas passaram a apontar para a necessidade de ter mais atenção à trajetória da DBGG em contraste com o indicador mais utilizado até então – a DLSP –.

Dentre todo esse contexto, é perceptível a necessidade de se avaliar as operações ocorridas com vistas à LRF, uma vez que a referida norma se tornou a “carta magna” da gestão financeira pública a partir da sua publicação, estabelecendo limites para o endividamento da União e trazendo postulados que se referem a busca por um resultado autossustentável e um equilíbrio entre receitas e despesas e uma adequação ao processo orçamentário.

A partir de 2015 até a conclusão desta monografia, um novo ciclo político, em linhas gerais alinhado a uma orientação comprometida com ajuste fiscal, colocou à frente do MF na maior parte do tempo ministros que buscaram articulação para efetuar devoluções antecipadas de recursos do BNDES ao Tesouro Nacional, em uma clara tentativa de reduzir os impactos ocorridos sobre as contas públicas até então e contribuir para as medidas de ajuste. Dessa forma, as devoluções antecipadas descritas na tabela 8, em acordo com deliberação favorável do TCU, foram utilizadas para redução da DBGG, além do que a liquidação de posições reduz o volume futuro de despesas com subsídios e, portanto, também tem potencial de redução da DLSP, conforme ajuste de projeções da tabela 6.

Além disso, a instituição da nova TLP, claramente inspirada na “Proposta Árida”, corresponde a uma segunda medida relevante implementada que modificará a dinâmica de subsídios e correspondentes impactos. Ao alterar a remuneração dos recursos utilizados para o financiamento de longo prazo a partir de janeiro de 2018, espera-se que a taxa reflita a real rentabilidade dos títulos de longo prazo da economia brasileira após um período de transição gradual que levará cinco anos, possibilitando uma redução substancial nos subsídios no futuro e uma melhora na “tração” da política monetária, contribuindo para uma redução sustentada na taxa de juros da economia brasileira e para o desenvolvimento no mercado de capitais. De certa

forma, as duas medidas podem ser entendidas como um reconhecimento por parte das autoridades de efeitos negativos causados sobre as contas públicas, uma vez que ambas buscam sua reversão, seja para impactos no curto prazo, no caso das devoluções antecipadas, seja no médio e longo prazo, com a busca pela redução sustentada dos subsídios a partir da nova TLP.

Por fim, os empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES, bem como os subsídios originados a partir dessas transações, deveriam ter seguido melhores práticas contábeis, bem como respeitado o espaço orçamentário e considerado de forma mais criteriosa o retorno social para os contribuintes e os impactos causados sobre a economia. A necessidade de um ajuste fiscal e controle da trajetória da dívida pública observada nos últimos anos torna essa questão ainda mais importante, demandando um debate mais qualificado sobre os seus efeitos, de forma que possa conferir maior transparência para a sociedade.

## REFERÊNCIAS

AFONSO, J. R. R. As intrincadas relações entre política fiscal e creditícia no Brasil Pós-2008. **Revista Econômica**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 2, p. 125-154, dez. 2011.

ALÉM, A. C. **O desempenho do BNDES no período recente e as metas da política econômica**. Rio de Janeiro: BNDES, jul 1998 (Texto para Discussão, 65). Disponível em: <<https://bit.ly/2MivXgS>>. Acesso em: 22 ago. 2018.

ARAÚJO, B.C.; DE NEGRI, J.A. **O tamanho do BNDES em resposta à crise: uma comparação internacional**. Rio de Janeiro: IPEA, 2017. (Radar, 51). Disponível em: <<https://bit.ly/2sODXng>>. Acesso em: 18 set. 2018.

ARIDA, P. **Mecanismos compulsórios e mercados de capitais: propostas de política econômica**. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica, Casa das Garças, 2005. (Texto para Discussão, 8). Disponível em: <<https://bit.ly/2wj6dxg>>. Acesso em: 22 ago. 2018.

ARONOVICH, S.; RIGOLON, F. Cenários comparados da disponibilidade de recursos e alternativas de políticas para o futuro. In: ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. (Org.). **O BNDES em um Brasil em Transição**. Rio de Janeiro: BNDES, 2010. Disponível em: <<https://bit.ly/2OYm38c>>. Acesso em: 22 ago. 2018

BALTHAZAR, R. BNDES infla números, dizem críticos. **Folha de São Paulo**, São Paulo, 22 ago. 2010. Opinião. Disponível em: <<https://bit.ly/2NCEhjq>>. Acesso em 24 set. 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais**. [2018]. Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/sgspub>>. Acesso em: 12 maio 2018.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – BACEN. **Resolução nº 4.600, de 25 de setembro de 2017**. Define a metodologia de cálculo da Taxa de Longo Prazo (TLP) [...]. Brasília, DF., 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2z9G8SS>>. Acesso em: 26 out. 2018.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. **BNDES: um banco de história e do futuro**. São Paulo: Museu da Pessoa, 2012a. Disponível em: <<https://bit.ly/2KUbO2e>>. Acesso em: 15 ago. 2018.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. **Empréstimo do tesouro ao BNDES traz benefícios de R\$ 79 bilhões**. Rio de Janeiro: BNDES, 2012b. Disponível em: <<https://bit.ly/2pxrSil>>. Acesso em: 24 set. 2018.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. **Levantamento e avaliação da literatura econômica sobre o BNDES: Produto 3 – Relatório Final da Análise Teórica e Histórica**. Rio de Janeiro: BNDES, 2013. Disponível em: <<https://bit.ly/2Me0F1Z>>. Acesso em: 14 ago. 2018.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. **Livro verde: nossa história tal como ela é.** Rio de Janeiro: BNDES, 2017. Disponível em: <<https://bit.ly/2zDDBC7>>. Acesso em: 24 abr. 2018

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL – BNDES. **Recursos financeiros captados junto ao Tesouro Nacional.** Rio de Janeiro: BNDES, 2018. Disponível em: <<https://bit.ly/2RRIY8B>>. Acesso em: 16 out. 2018.

BERNARDINO, A. P. S. Fontes de Recursos e Atuação do BNDES sob uma Perspectiva Histórica. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 23, p. 53-72, jun. 2005. Disponível em: <<https://bit.ly/2z5x3v9>>. Acesso em: 18 ago. 2018.

BONELLI, R.; PINHEIRO, A.C. O papel da Poupança Compulsória no Financiamento do Desenvolvimento: Desafios para o BNDES. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 1, n. 1, p. 17-36, jun. 1994.

BONOMO, M.; MARTINS, B. **The impact of government-driven loans in the monetary transmission mechanism: what can we learn from firm-level data?** Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2016 (Working Paper, 419). Disponível em: <<https://bit.ly/2xSbvAw>>. Acesso em: 26 set. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 11.688, de 4 de junho de 2008.** Constitui fonte de recursos adicional para ampliação de limites operacionais do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES. Brasília, DF., 2008a. Disponível em: <<https://bit.ly/2ohF0r0>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 11.805, de 6 de novembro de 2008.** Constitui fonte de recursos adicional para ampliação de limites operacionais do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES. Brasília, DF., 2008b. Disponível em: <<https://bit.ly/2wsYqhp>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 11.948, de 16 de junho de 2009.** Constitui fonte adicional de recursos para ampliação de limites operacionais do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e dá outras providências. Brasília, DF., 2009a. Disponível em: <<https://bit.ly/2BSIZUQ>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010.** Institui o Regime Especial [...] altera a Lei 11.948, de 16 de junho de 2009 [...]. Brasília, DF., 2010. Disponível em: <<https://bit.ly/2BThMRH>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 12.397, de 23 de março de 2011.** Constitui fonte de recursos adicional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES; [...]. Brasília, DF., 2011a. Disponível em: <<https://bit.ly/2MYQI7O>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 12.453, de 21 de julho de 2011.** Constitui fonte de recursos adicional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES; [...]. Brasília, DF., 2011b. Disponível em: <<https://bit.ly/2wnDrwd>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 12.712, de 30 de agosto de 2012**. Altera as Leis nº 12.096, de 24 de novembro de 2009, 12.453, de 21 de julho de 2011, para conceder crédito ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, [...]. Brasília, DF., 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2BUjQZB>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 12.872, de 24 de outubro de 2013**. [...] autoriza a União a conceder crédito ao BNDES no montante de até R\$ 15.000.000.000,00 (quinze bilhões de reais), [...]. Brasília, DF., 2013a. Disponível em: <<https://bit.ly/2NqIbaW>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 12.979, de 27 de maio de 2014**. Constitui fonte adicional de recursos para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES; [...]. Brasília, DF., 2014a. Disponível em: <<https://bit.ly/2MyBiry>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 13.000, de 18 de junho de 2014**. Altera as Leis nº 12.096, de 24 de novembro de 2009, [...]; autoriza a União a conceder empréstimo ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES; [...]. Brasília, DF., 2014b. Disponível em: <<https://bit.ly/2wkyDHO>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 13.126, de 21 de maio de 2015**. Autoriza a União a conceder crédito ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e [...]. Brasília, DF., 2015a. Disponível em: <<https://bit.ly/2NqJgzD>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **EM Interministerial nº 194/2007 - MF/MDIC**. Brasília, DF., 2007. Disponível em: <<https://bit.ly/2MCU4xW>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **EM Interministerial nº 135/2008 - MF/MDIC**. Brasília, DF., 2008c. Disponível em: <<https://bit.ly/2NtS2g2>>. Acesso em: 28 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **EMI nº. 92 /2009-MF/MP/MDIC**. Brasília, DF., 2009b. Disponível em: <<https://bit.ly/2ojHx45>>. Acesso em: 29 ago. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000**. Estabelece normas de finanças públicas [...]. Brasília, DF., 2000. Disponível em: <<https://bit.ly/2M4JPhN>>. Acesso em: 17 set. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Decreto nº 7.482, de 16 de maio de 2011**. Aprova a Estrutura Regimental [...]. Brasília, DF., 2011c. Disponível em: <<https://bit.ly/2PxCHvA>>. Acesso em: 4 set. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Decreto nº 9.003, de 13 de março de 2017**. Aprova a Estrutura Regimental e o [...]. Brasília, DF., 2017a. Disponível em: <<https://bit.ly/2LX23Rz>>. Acesso em: 4 set. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **Lei nº 13.132, de 9 de junho de 2015**. Altera a Lei nº 12.096, de 24 de novembro de 2009. Brasília, DF., 2015b. Disponível em: <<https://bit.ly/2MJVXZT>>. Acesso em: 3 set. 2018.

BRASIL. Casa Civil. Subchefia para Assuntos Jurídicos. **EM nº 00036/2017 MF BACEN MP**. Brasília, DF., 2017e. Disponível em: <<https://bit.ly/2DdMnJz>>. Acesso em: 31 out. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Acompanhamento Econômico. **Orçamento de Subsídios da União**: Relatório do Governo Federal sobre a evolução dos gastos tributários e benefícios financeiros e creditícios no período 2003 a 2016. Brasília, DF., 2016a. Disponível em: <<https://bit.ly/2NbpqeE>>. Acesso em: 2 set. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Portaria Nº 379, de 13 de novembro de 2006. Regulamenta os procedimentos [...]. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF., 2006. Seção 1, p. 22. Disponível em: <<https://bit.ly/2PKjiaZ>>. Acesso em: 17 set. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Portaria Nº 57, de 27 de fevereiro de 2013. Altera a redação da Tabela XI [...]. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Poder Executivo, Brasília, DF., 2013b. Seção 1, p. 22. Disponível em: <<https://bit.ly/2wKEPZS>>. Acesso em: 5 set. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Secretaria de Política Econômica. **Metodologia para Análise a Valor Presente das Operações de Crédito Realizadas entre a União e o BNDES**. Brasília, DF., 2015c. Disponível em: <<https://bit.ly/2Kz26m8>>. Acesso em: 4 set. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Orçamento de subsídios da União**: Série histórica – dados de subsídios (2003 a 2017), Poder Executivo, Brasília, DF., 2018b. Disponível em: <<https://bit.ly/2Dd5PXT>>. Acesso em: 19 set. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Tesouro comunica antecipação de pagamento de empréstimos feitos ao BNDES**, Brasília, DF., 2016c. Nota à imprensa. Disponível em: <<https://bit.ly/2ykhDCz>>. Acesso em 15 out. 2018.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Fazenda, Planejamento e BNDES anunciam liquidação antecipada de empréstimos do Tesouro Nacional ao BNDES**, Brasília, DF., 2017d. Nota conjunta. Disponível em: <<https://bit.ly/2ykknzR>>. Acesso em 15 out. 2018.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 1.628, de 20 de junho de 1952**. Dispõe sobre [...]; cria o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; abre crédito especial e dá outras providências. 1952. Disponível em: <<https://bit.ly/2Gw3weZ>>. Acesso em: 13 ago. 2018.

BRASIL. Presidência da República. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF., 1988. Disponível em: <<https://bit.ly/1bJYlGL>>. Acesso em: 14 maio 2018.

BRASIL. Presidência da República. **Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996**. Institui a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, [...]. 1996. Disponível em: <<https://bit.ly/2rTLHkA>>. Acesso em: 30 maio 2018.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES: 6º bimestre de 2017**. Brasília, DF., 2018a. Disponível em: <<https://bit.ly/2IPnBC8>>. Acesso em: 5 set. 2018.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES: 3º bimestre de 2018**. Brasília, DF., 2018c. Disponível em: <<https://bit.ly/2PJj2Jf>>. Acesso em: 5 set. 2018.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES: 6º bimestre de 2015**. Brasília, DF., 2016b. Disponível em: <<https://bit.ly/2kdAxnv>>. Acesso em: 5 set. 2018.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES: 6º bimestre de 2016**. Brasília, DF., 2017b. Disponível em: <<https://bit.ly/2rWHahl>>. Acesso em: 5 set. 2018.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES: 2º bimestre de 2018 – Versão retificada**. Brasília, DF., 2018d. Disponível em: <<https://bit.ly/2PdZXzq>>. Acesso em: 5 set. 2018.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES: 4º bimestre de 2018**. Brasília, DF., 2018e. Disponível em: <<https://bit.ly/2J2d6sL>>. Acesso em: 16 out. 2018.

BRASIL. Secretaria do Tesouro Nacional. **Boletim de Subsídios do Tesouro Nacional no âmbito do PSI e nos empréstimos ao BNDES: 5º bimestre de 2017**. Brasília, DF., 2017c. Disponível em: <<https://bit.ly/2Q9JfSi>>. Acesso em: 5 set. 2018.

CURRALERO, C.R.B. **A atuação do sistema BNDES como instituição financeira de fomento no período 1952/1996**. 1998. 165 f. Dissertação (Mestrado em Economia) – Instituto de Economia, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

DE BOLLE, M. **Do Public Development Banks Hurt Growth? Evidence from Brazil**. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2015 (Policy Brief, PB15-16). Disponível em: <<https://bit.ly/2s0YIJ3>>. Acesso em: 25 set. 2018.

FERREIRA, C. K. L. **A dinâmica da dívida bruta e a relação tesouro-banco central**. Rio de Janeiro: Instituto de Estudos de Política Econômica Casa das Garças, 2016 (Texto para discussão, 34). Disponível em: <<https://bit.ly/2O20aZs>>. Acesso em: 2 out. 2018.

GARCIA, M. Repasses do Tesouro ao BNDES: Cornucópia? **Valor Econômico**, São Paulo, 21 dez. 2011. Opinião. Disponível em: <<https://bit.ly/2rT2WIY>>. Acesso em: 18 maio 2018.

GIAMBIAGI, F., ALÉM, A.C. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. 6. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2016.

GIAMBIAGI, F.; RIECHE, F.; AMORIM, M. As Finanças do BNDES: evolução recente e tendências. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 31, p. 3-40, jun. 2009. Disponível em: <<https://bit.ly/2E33zRK>>. Acesso em: 5 ago. 2018.

HERMANN, J. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 31, n. 3, p. 397-414, jul./set. 2011. Disponível em: <<https://bit.ly/2QcJBeB>>. Acesso em: 6 dez. 2018.

LAZZARINI, S. G. et al. **What do Development Banks do? Evidence from BNDES, 2002-2009**. SSRN, 2014. Disponível em: <<https://bit.ly/2IhESBh>>. Acesso em: 25 set. 2018.

NASCIMENTO, E.R.; DEBUS, I. **Lei complementar nº 101/2000**: entendendo a lei de responsabilidade fiscal. Brasília, DF.: Tesouro Nacional, 2000. Disponível em: <<https://bit.ly/2FzWOZu>>. Acesso em: 8 out. 2018.

PEREIRA, T. R.; SIMÕES, A. N. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R\$100 bilhões concedido pela União em 2009. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 33, p. 5-54, jun. 2010. Disponível em: <<https://bit.ly/2Fafy2a>>. Acesso em: 11 abr. 2018.

PEREIRA, T.R.; SIMÕES, A. N.; CARVALHAL, A. **Mensurando o resultado fiscal das operações de empréstimo do tesouro ao BNDES: custo ou ganho líquido esperado para a União?** Rio de Janeiro: IPEA, 2011 (Texto para discussão, 1665). Disponível em: <<https://bit.ly/2wUJCe5>>. Acesso em: 4 maio 2018.

PROCHNIK, M. Fontes de Recursos do BNDES. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 143-180, dez. 1995. Disponível em: <<https://bit.ly/2qyMSWf>>. Acesso em: 18 ago. 2018.

PROCHNIK, M.; MACHADO, V. Fontes de Recursos do BNDES 1995-2007. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 29, p. 3-34, jun. 2008. Disponível em: <<https://bit.ly/2F8jj82>>. Acesso em: 14 ago. 2018.

ROARELLI, M. L. M.; ORNELAS NETO, J; BROWN, R. **Análise das recentes operações entre o Tesouro, o BNDES, a CEF e o Fundo Soberano e seu impacto sobre as contas públicas**: a “Contabilidade Criativa”. Brasília, DF.: Senado Federal, 2013. (Orçamento público em discussão, 11). Disponível em: <<https://bit.ly/2IPDbeg>>. Acesso em: 10 out. 2018.

TORRES FILHO, E.T. A Reforma do Sistema FAT-BNDES: Críticas à Proposta Arida. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v.12, n. 24, p. 31-42, dez. 2005. Disponível em: <<https://bit.ly/2Dq6DYF>>. Acesso em: 22 ago. 2018.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO – TCU (Brasil). [**Acórdão nº 3071/2012**]. Brasília, DF., 2012. Disponível em: <<https://bit.ly/2NJxRuO>>. Acesso em: 3 set. 2018.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO – TCU (Brasil). [**Acórdão nº 2975/2016**]. Brasília, DF., 2016. Disponível em: <<https://bit.ly/2ykSebT>>. Acesso em: 15 out. 2018.

**ANEXO A – METODOLOGIA DE CÁLCULO DOS SUBSÍDIOS CONFORME  
PORTARIA MF Nº 57/2013**

2.11 Empréstimos da União ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social - BNDES

Órgão Gestor: Ministério da Fazenda - MF

Conceituação:

Concessão de fonte adicional de recursos para ampliação de limites operacionais do BNDES. O objetivo é permitir o financiamento de projetos de investimento por parte do BNDES, principal agente financiador de investimentos de longo prazo, para fazer frente ao aumento da demanda por crédito para investimentos na economia do País. A União foi autorizada a conceder crédito ao BNDES, em condições financeiras e contratuais definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda, por meio da colocação direta de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal.

Fundamento legal:

Lei nº 11.948, de 16 de junho de 2009

Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010

Lei nº 12.397, de 23 de março de 2011

Lei nº 12.453, de 21 de julho de 2011

Descrição Metodológica do Cálculo:

A metodologia de cálculo do benefício concedido consiste na diferença entre o saldo devedor projetado para o Tesouro Nacional e o saldo devedor efetivo do BNDES ao final do ano, decorrente de cada contrato.

A cada ano os saldos devedores iniciais do Tesouro Nacional e do BNDES são iguais e se referem ao saldo devedor do BNDES relativo à posição de dezembro do ano anterior. Em caso de novo contrato celebrado ao longo do ano, os saldos devedores iniciais também são iguais e se referem ao saldo devedor do BNDES relativo ao mês de celebração do contrato. Ampliação, ao longo do ano, do saldo devedor de um contrato já existente será tratada, para fins de cálculo do benefício, como um novo contrato.

O benefício é dado pela soma de: i) subsídios implícitos decorrentes dos contratos com saldos devedores existentes ao final do ano anterior ( $Ba_t$ ); e ii) subsídios implícitos decorrentes dos contratos celebrados ao longo do ano e ampliações de saldos devedores de contratos existentes ( $Bb_t$ ):

$$Ba_t = \sum_{i=1}^N \left\{ SD_{t-1,12} \times \left[ \prod_{m=1}^{12} (1 + CO_{t,m}) \right] - \sum_{m=1}^{12} \left[ (AM_{t,m} + JP_{t,m}) \times \prod_{m=1}^{12} (1 + CO_{t,m}) \right] - SD_{t,12} \right\}_i$$

$$Bb_t = \sum_{i=1}^L \left\{ SD_{t,m} \times \left[ \prod_{m=1}^{12} (1 + CO_{t,m}) \right] - \sum_{m=1}^{12} \left[ (AM_{t,m} + JP_{t,m}) \times \prod_{m=1}^{12} (1 + CO_{t,m}) \right] - SD_{t,12} \right\}_i$$

$$B_t = Ba_t + Bb_t$$

Onde:

$B_t$  = valor total do benefício no ano t

$Ba_t$  = valor do benefício no ano t, decorrente dos contratos com saldo devedores existentes ao final do ano t-1

$Bb_t$  = valor do benefício no ano t, decorrente dos contratos celebrados em t e ampliações de saldos devedores de contratos existentes no ano t-1

$SD_{t,m}$  = saldo devedor do contrato no mês m ( $m = 1, 2, 3, \dots, 12$ ) do ano t

$AM_{t,m}$  = valor amortizado pelo BNDES no mês m ( $m = 1, 2, 3, \dots, 12$ ) do ano t

$JP_m$  = valor dos juros pagos pelo BNDES nos meses m do ano t

$CO_{t,m}$  = custo de oportunidade do Tesouro Nacional no mês m do ano t (%)

N = número de contratos existentes em dezembro do ano t-1

L = número de contratos celebrados ao longo do ano t e ampliações de saldos devedores de contratos existentes no ano t-1