

POLÍTICA FINANCEIRA DO BNDES: RECONFIGURAÇÃO DO ARRANJO INSTITUCIONAL DO FINANCIAMENTO À INFRAESTRUTURA (2016-2020)¹

Mauro Santos Silva²

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo trata sobre a reconfiguração da política financeira do BNDES para o setor de infraestrutura econômica, social e urbana, com ênfase no processo de reconfiguração observado no período 2016-2020. O propósito é entender a estratégia de mudança tomando por base as alterações de densidade e de intensidade de uso dos instrumentos, esclarecer a direção da trajetória de mudanças, a estratégia de atuação e o grau de visibilidade do engajamento do governo. A análise é baseada em evidências mobilizadas em revisão de literatura, documentos oficiais do governo federal e bases de dados elaboradas e disponibilizadas pelo BNDES, que informam sobre operações financeiras relacionadas à mobilização de capital e ao financiamento à infraestrutura.

O BNDES é um banco de desenvolvimento. Instituições financeiras com essa natureza respondem por atividades de políticas financeiras orientadas por propósitos contracíclicos e financiamento de projetos geradores de externalidades positivas relevantes. Nesse perfil estão incluídos os empreendimentos de infraestrutura econômica, social e urbana; os projetos intensivos em pesquisa, desenvolvimento e inovação; as iniciativas empresárias associadas à sustentabilidade ambiental; e o comércio exterior de bens de alto valor agregado. Bancos de desenvolvimento operam, em geral, de modo complementar e articulado ao conjunto das instituições componentes do mercado financeiro (Hermann, 2010, p. 9-12; Pereira e Miterhof, 2018, p. 893).

Este trabalho argumenta que o governo, motivado por razões fiscais, optou por realizar mudanças na política financeira do BNDES que impactaram negativamente a densidade da política e a intensidade dos instrumentos. Houve

1. O autor agradece a Luís Carlos Garcia de Magalhães, do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), e a Marcelo Miterhof, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), pelos comentários e pelas recomendações, isentando-os por quaisquer erros, limites e omissões remanescentes.

2. Especialista em políticas públicas e gestão governamental do Ministério da Economia, em exercício no Ipea. *E-mail*: <mauro.santos@ipea.gov.br>.

aceleração da devolução dos recursos captados por operações de crédito que haviam sido contratadas pelo banco junto ao Tesouro Nacional, ampliação da desvinculação das receitas componentes do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), direcionadas à constituição de passivo de longa prazo gerenciado pelo banco (Emenda Constitucional – EC nº 93/2016), mudança estrutural na metodologia de determinação da taxa de juros que ampliou o custo financeiro das operações de crédito ofertadas pelo banco (Medida Provisória – MP nº 777/2017, convertida na Lei nº 13.483/2017) e redução das operações de crédito e de capital em empresas do setor de infraestrutura, inclusive desinvestimentos em debêntures e participações acionárias.

Esse processo resulta em um tipo particular de mudança da política (*policy change*): um direcionamento orientado à redução expressiva da escala de participação do banco no apoio financeiro ao desenvolvimento de projetos do setor de infraestrutura. As ações governamentais orientadas ao financiamento de projetos de infraestrutura passaram a reservar atenção especial ao desenvolvimento da oferta de serviços financeiros via mercado de capitais. Os incentivos passaram a ser direcionados ao segmento de dívida corporativa, representada por debênture emitidas por empresas do setor de infraestrutura, viabilizadas por desonerações tributárias que ampliam a rentabilidade auferida pelos investidores (Silva, 2022).³

O texto está organizado em seis seções. Após esta introdução, a seção 2 apresenta, em traços estilizados, o perfil dos projetos e a arquitetura do processo de financiamento do setor de infraestrutura, enfatizando a sua natureza híbrida, decorrente da mobilização de instrumentos públicos e privados na gestão de risco e na mobilização de capitais. A seção 3 apresenta a estrutura conceitual de *policy dismantling*, conceito que fundamenta análise da reconfiguração da política financeira do BNDES. A seção 4 apresenta notas sobre a percepção do governo acerca dos custos fiscais de financiamento de investimentos por bancos públicos e da opção de incentivar financiamento de projetos de infraestrutura pelo mercado de capitais. A seção 5 analisa o arranjo de política de estruturação de capital adotado pelo banco para sustentar suas operações, destacando os fatores que afetaram negativamente a capacidade de mobilização de capital. A seção 6 analisa a política financeira pela perspectiva dos arranjos de financiamento e investimento desenvolvidos pelo banco para apoiar projetos do setor de infraestrutura, ressaltando os efeitos da modificação da metodologia de definição da taxa de juros como fator redutivo da competitividade do banco no mercado de crédito. A última seção apresenta considerações finais, enfatizando os principais achados da pesquisa e sugerindo proposições para a agenda de políticas públicas.

3. Para uma análise do mercado de debêntures incentivadas de infraestrutura no Brasil, no período 2012-2020, conferir Silva (2022).

2 INFRAESTRUTURA E ARRANJOS INSTITUCIONAIS HÍBRIDOS

Os projetos de investimento do setor de infraestrutura possuem características que os tornam singulares e demandam modelos de financiamento com grau elevado de complexidade. Essa natureza implica necessidade de conformação de arranjos institucionais híbridos, com múltiplos instrumentos públicos e privados, para viabilizar recursos e compartilhar riscos, em especial na fase pré-operacional dos projetos (*pré-completion*). Nessa fase, o desafio maior é o tratamento da maior diversidade e complexidade da matriz de riscos e incertezas. Na fase operacional (*pós-completion*) o propósito primordial é o desenvolvimento de mecanismos de *funding* capazes de alongar os prazos das exigibilidades dos recursos contratados e viabilizar o equilíbrio adequado entre os fluxos de receitas e os compromissos de pagamento das despesas operacionais e de capital. Esses temas serão desenvolvidos nesta seção.

2.1 Infraestrutura, complexidade e impactos sociais e macroeconômicos

Os projetos de infraestrutura possuem configurações complexas e produzem inúmeros efeitos de externalidades sobre o nível de atividade econômica e o bem-estar social. A complexidade é resultante de características relacionadas à exploração econômica mediante, principalmente, contratos de concessão que articulam interesses públicos e privados, ativos com elevado grau de especificidade, demanda por investimentos financeiros de grande porte, exigibilidade de estruturas de passivos alongadas, exposição a múltiplos fatores de risco e incerteza, subordinação à regulação setorial intensiva, e vinculação a contratos incompletos que exigem mecanismos adaptativos capazes de manter equilíbrio contratual ao longo dos ciclos de concessão.

Projetos com esses atributos demandam, em perspectiva microanalítica, estruturas de governança ou arranjos institucionais híbridos ou especializados,⁴ capazes de articular incentivos econômicos e controles administrativos e viabilizar adaptações autônomas e adaptações coordenadas. Contudo, esses arranjos podem ser capazes de “fazer as coisas funcionarem”, mas implicam assunção de custos de transação⁵ expressivos com elaboração, negociação prévia, solução de controvérsias e constituição de salvaguardas contratuais (Silva, 2018, p. 68).

Os investimentos em projetos de ampliação e de modernização de equipamentos e serviços de infraestrutura são especialmente relevantes por produzirem efeitos positivos em termos de ganhos de produtividade e crescimento econômico e redução da desigualdade de renda e de pobreza.

4. Para uma análise dos atributos das estruturas de governança ver Fiani (2011, p. 101).

5. O conceito de custos de transação é adotado neste texto conforme definição de Williamson (1985, p. 16-18).

Estache e Fay (2007, p. 6), em trabalho de revisão de literatura, comentam sobre o grau elevado de convergência das pesquisas sobre a importância do tamanho do estoque e o padrão de qualidade dos equipamentos e dos serviços de infraestrutura para obtenção de ganhos de produtividade e crescimento econômico de longo prazo. Os efeitos positivos são mais expressivos em economias em desenvolvimento, com modesta disponibilidade de equipamentos e serviços. Por fim, Estache e Fay (2007, p. 10) comentam que a importância da infraestrutura para o crescimento econômico “varia entre os países e ao longo do tempo. Também varia dentro dos países e setores”.

Timilsina, Hochman e Song (2020), igualmente em estudo de revisão da literatura, também constata evidências da relação positiva entre investimento em infraestrutura e crescimento econômico. Os investimentos públicos também contribuem positivamente para ampliação da produtividade das empresas. O impacto positivo é mais expressivo em países de baixa renda. A literatura também revela que investimentos em infraestrutura contribuem para redução da desigualdade e da pobreza.

Em análise da relação entre infraestrutura e crescimento no âmbito da economia brasileira, Bertussi, Takasago e Guilhoto (2020, p. 164-166), trabalhando com o índice Rasmussen-Hirschman, mensuraram os efeitos de encadeamento decorrentes de investimentos setoriais em energia elétrica e transportes. As evidências confirmaram resultados favoráveis de encadeamento produtivo para trás, relativo à demanda por insumos, e para frente, concernente ao fornecimento de insumos. Tais resultados reafirmam a natureza estratégica da infraestrutura econômica para sustentação de trajetórias de crescimento e desenvolvimento.

Uma meta-análise desenvolvida pelo GI Hub (2020)⁶ – que serviu de base para elaboração do Plano de Ação do G20 em Resposta à Pandemia da Covid-19 –, usando indicadores de investimento público como *proxy* para o investimento governamental em infraestrutura, evidenciou que o multiplicador fiscal desta modalidade de gasto é de 0,8 no curto prazo (um ano) e alcança magnitude da ordem de 1,5 no longo prazo (entre dois e cinco anos).⁷ Essas evidências basearam a conclusão de que: “O investimento em infraestrutura pode e deve se tornar um elemento importante dos pacotes de estímulo de médio e longo prazo para ajudar a impulsionar uma recuperação econômica e permitir uma transformação sustentável das economias do G20”.

2.2 Infraestrutura e arranjos institucionais híbridos

Os equipamentos e serviços de infraestrutura são, em geral, explorados por arranjos institucionais híbridos mediante contratos de concessão firmados entre poder público e empresas privadas. Essas parcerias estão subordinadas a mecanismos regulatórios

6. O Global Infrastructure Hub (GI Hub) é uma organização sem fins lucrativos criada pelo Grupo dos Vinte (G20) para avançar em sua agenda de infraestrutura.

7. Para uma análise do multiplicador fiscal no Brasil ver Resende e Pires (2021).

intensivos e abrangentes orientados à definição de perfil e de qualidade dos serviços e à gestão de riscos. O perfil de risco é o fator central na determinação do modo de estruturação financeira dos empreendimentos. Os projetos que envolvem construção de novas unidades de prestação de serviços ou grandes processos de ampliação e modernização de unidades preexistentes apresentam grau elevado de exposição a fatores de risco e incerteza e demandam arranjos híbridos mais sofisticados para estruturação de financiamentos.

A complexidade do perfil de risco dos projetos de infraestrutura implica, em geral, adoção de arranjos institucionais híbridos como condição necessária ao alcance da sustentabilidade financeira. A natureza híbrida implica participação do setor público e do setor privado na mobilização de capital, no compartilhamento de riscos e na sustentação do equilíbrio econômico-financeiro de contratos de concessão.⁸

Os processos de mobilização de capital para financiamento de projetos de infraestrutura de grande vulto, implementados no âmbito da economia brasileira, são tradicionalmente sustentados por arranjos financeiros híbridos. O setor público atua primordialmente por bancos de desenvolvimento, notadamente o BNDES, e o setor privado participa mediante capital próprio das empresas concessionárias e seus empreendedores/patrocinadores, operações de crédito originadas por bancos privados e mecanismos de dívida emitidas por debêntures (Puga, Borça Junior e Nascimento, 2010, p. 63; Frischtak e Noronha, 2016, p. 54 e 63; Puga e Gabrielli, 2018, p. 28-34).

Os processos de concessão de infraestrutura possuem no compartilhamento de riscos entre os setores público e privado sua principal distinção em relação aos demais mecanismos de contratação firmados entre agências governamentais e empresas privadas. Os riscos alocados ao poder concedente são aqueles decorrentes de decisões do poder público que impactam negativamente o equilíbrio econômico-financeiro do contrato (por exemplo, solicitação de mudanças no projeto, concessão de benefícios tarifários e mudanças na legislação tributária) e aqueles originados por eventos de força maior ou caso fortuito em que o mercado de seguros não oferece cobertura. Às empresas concessionárias são alocados os riscos relacionados à gestão do negócio, por exemplo, riscos de descumprimento do cronograma de investimentos, de demanda e de taxa de juros.

A sustentação do equilíbrio econômico-financeiro dos contratos de concessão é viabilizada por mecanismos de reajuste e de revisão ordinária e extraordinária. Esses dispositivos constituem componente central das estruturas regulatórias dos diversos segmentos do mercado de infraestrutura. Os reajustes possuem periodicidade anual e

8. Os setores público e privado também operam modelos de arranjos híbridos constituídos pela participação conjunta de capital público e capital privado em empresas de economia mista (controladas acionariamente pelo setor público) e em empresas privadas, nas quais as composições societárias envolvem participação minoritária de capital público e cuja organização observa, em geral, a forma de uma sociedade de propósito específico.

implicam correção do valor das tarifas pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Em alguns contratos o processo de revisão também envolve correções contratuais determinadas por avaliações de indicadores de produtividade (fator X) e de qualidade dos serviços (fator Q). As revisões ordinárias são realizadas, em geral, com periodicidade de cinco anos e permitem a atualização dos parâmetros da concessão, em especial a taxa de desconto adotada no cálculo do fluxo de caixa.

As revisões extraordinárias, por sua vez, podem ser realizadas a qualquer tempo⁹ e respondem a desequilíbrios econômico-financeiros originados por ocorrência de eventos de risco alocados ao poder concedente. A recomposição do equilíbrio contratual, em processo de revisão extraordinária, pode ser realizada mediante escolha entre quatro procedimentos: reajuste do valor das tarifas, alongamento do prazo da concessão, redução das obrigações contratuais dos programas de investimentos ou redução do valor da outorga devida pela concessionária.

3 POLICY DISMANTLING: ESTRUTURA CONCEITUAL PARA ANÁLISE DE MUDANÇAS EM POLÍTICA PÚBLICA

Este texto adota a estrutura conceitual de *policy dismantling* para análise das mudanças na configuração da política financeira que orienta a atuação do BNDES para o setor de infraestrutura. Bauer e Knill (2014, p. 28) observam que essa abordagem é parte constitutiva da literatura sobre análise de *policy change*. No entanto, a literatura de “mudança” focaliza a dimensão relativa ao grau das mudanças, se incrementais ou disruptivas ou se inovadoras ou dependentes da trajetória, e viabiliza análises de processos cuja direção sugere movimentos de construção da política. Nos casos em que fazem análises de direção da política tomam por referência indicadores de efeitos (*policy effects*).

A abordagem de *policy dismantling* se distingue por desenvolver análises orientadas à direção da mudança da política (desmonte ou expansão), com ênfase em um tipo particular de mudança, aquela caracterizada pela redução do compromisso político do governo com um determinado campo de política, procurando entender as causas, as condições e as estratégias que viabilizam o desmonte. Esta análise de direção focaliza o conteúdo da política com base em indicadores de produto – *policy output* (Bauer e Knill, 2014, p. 30).

Há *policy dismantling*, segundo Bauer e Knill (2012, p. 34-35; 2014, p. 34), quando a mudança assume configuração direta, indireta, oculta ou simbólica, causando alterações expressivas nas dimensões relacionadas à densidade e/ou à intensidade da política. A densidade diz respeito à abrangência da intervenção governamental, leia-se “atividade legislativa”, em uma área de política e é mensurada por indicadores relacionados aos números de políticas e aos instrumentos de

9. Para uma análise dos procedimentos realizados pelo poder concedente para efetivação de revisão extraordinária ver Albuquerque e Ávila (2020).

política adotados em um determinado campo. A intensidade trata das entregas efetivas, leia-se “atividade executiva”, realizadas no âmbito de um determinado campo de política em um período determinado. A mensuração da intensidade é realizada por indicadores que medem a sua dimensão substantiva, ou seja, o alcance da intervenção em termos de número de procedimentos ou de cobertura; e por indicadores que medem a dimensão formal, relacionada às capacidades administrativas, tecnológicas, orçamentárias e financeiras requeridas para realização de entregas e o alcance da participação social nos processos decisórios.

QUADRO 1
Dimensões da análise de *policy dismantling*

Dimensões		Indicadores
Densidade (abrangência)	Densidade de políticas	Número de políticas ou questões reguladas em um determinado campo de política.
	Densidade de instrumentos	Número de instrumentos adotados em um determinado campo de política.
Intensidade (escala e capacidade)	Intensidade substantiva	Números referentes à escala de entregas realizadas no âmbito da política.
	Intensidade formal	Números concernentes às capacidades necessárias à implementação e à operacionalização da política e ao grau de participação social nos processos decisórios.

Fonte: Bauer e Knill (2012, p. 36; 2014, p. 34).
Elaboração do autor.

A mudança na intensidade substantiva considera as deliberações normativas que reduzem, em termos absolutos, a escala em que os instrumentos são operacionalizados e as mudanças por inércia (*default*), aquelas resultantes da não calibragem do uso dos instrumentos em resposta a alterações nas condições sociais, econômicas, tecnológicas etc. em que as ações são operacionalizadas. A intensidade substantiva está relacionada ao escopo da intervenção, ao alcance dos instrumentos (Bauer e Knill, 2014, p. 33).

A mudança na intensidade formal trata das condições determinantes das capacidades para operacionalizar a política. Consideradas as questões referentes à disponibilidade de recursos financeiros, pessoal qualificado, gestão de dados e informações, restrições dessa ordem podem ser partes constitutivas de estratégia de desmonte de política (*policy dismantling*), pois limitam a capacidade para operacionalizar os instrumentos de implementação e de monitoramento das ações. A intensidade formal também abrange a participação dos atores com interesses diretamente relacionados à área de intervenção; a redução da participação tende a produzir repercussões negativas na robustez da política (Bauer e Knill, 2014, p. 34).

Políticas de *dismantling* demandam engajamento dos políticos com atuação no parlamento e nos governos e envolvem escolhas de estratégia de atuação. Segundo os termos desenvolvidos por Bauer e Knill (2012, p. 42), de acordo com uma “(...) constelação específica de fatores que afetam a preferência política e a capacidade política de buscar o desmantelamento de políticas, os governos podem escolher estratégias radicalmente diferentes para realizar suas preferências”.

No âmbito dessa “constelação de fatores” que exercem influência na escolha de estratégia, e de mudanças de estratégia ao longo do tempo, estão fatores referentes às condições de determinação das alianças políticas, ao estágio do ciclo eleitoral, ao ambiente macroeconômico e à política fiscal, às mudanças tecnológicas, às pressões internacionais e à capacidade de convencimento ideológico, ou seja, à força das ideias que orientam o processo de *dismantling* (Bauer e Knill, 2012, p. 42, 44 e 45).

A tipologia de estratégias propostas por Bauer e Knill (2012, p. 42-44) é organizada a partir de dois componentes fundamentais: o modo de atuação e o grau de visibilidade assumidos pelos políticos. O modo de atuação na promoção da agenda trata do grau de formalização do processo de deliberação. Pode haver decisão formal conjugada com comportamento ativo na operacionalização do desmonte ou ocorrer ausência de deliberação formal e conduta passiva, configurando um desmonte por negligência deliberada. A visibilidade diz respeito à disposição dos governos e dos parlamentares em assumir publicamente o engajamento e a responsabilidade pela condução dos processos de mudança.

A combinação desses elementos compõe a espécie de matriz que expressa tipos ideais, conforme se pode ver no quadro 2. Cada estratégia gera um determinado efeito esperado no que diz respeito à configuração do processo, que pode resultar em reduções lentas ou aceleradas, e produzir impactos sobre a densidade e/ou sobre a intensidade do *dismantling*, observado em termos de produtos (*outcomes*) resultantes das políticas públicas.

QUADRO 2
Estratégias de desmantelamento

Tipo	Caracterização	Efeito esperado
Negligência deliberada (<i>default</i>).	Ausência de decisão formal e baixa visibilidade.	Redução lenta e gradual de intensidade substantiva e formal.
Mudança “na” ¹ ou “de” ² arena política.	Decisão formal e baixa visibilidade.	Redução de intensidade substantiva e formal.
Ações simbólicas. ³	Ausência de decisão formal e alta visibilidade.	Ausência de procedimentos efetivos de mudança.
Atuação deliberada.	Decisão formal e alta visibilidade.	Redução acelerada de densidade e de intensidade substantiva e formal.

Fonte: Bauer e Knill (2012, p. 46) e Araújo (2017, p. 144).

Elaboração do autor.

Notas: ¹ Mudanças “na arena” dizem respeito a alterações nos direitos de participação ou de natureza organizacional capazes de produzir efeitos de *dismantling*.

² Mudanças “de arena” são concernentes à transferência de competências ou delegação de atribuições para outras agências ou níveis de governo que possam gerar *dismantling*.

³ Declarações políticas dissociadas de ações efetivas orientadas a *dismantling*.

4 NOTAS SOBRE A MUDANÇA DA POLÍTICA PÚBLICA PARA FINANCIAMENTO À INFRAESTRUTURA: DA RESTRIÇÃO FISCAL AO MERCADO DE CAPITAIS

O marco de referência da mudança na agenda de política econômica do governo federal foi o discurso proferido pelo presidente da República Michel Temer, no Congresso Nacional, no dia 24 de maio de 2016, exatos doze dias após o impedimento da então presidenta Dilma Rousseff pelo Congresso Nacional. O discurso anunciou as novas medidas econômicas e evidenciou a centralidade da motivação fiscal, em particular mediante redução do gasto público, na reorientação da agenda de políticas públicas do governo (quadro 3). As palavras do presidente Temer expressam a essência do diagnóstico que fundamentou a reorientação do rumo e os propósitos esperados em decorrência da implementação da nova agenda:

(...) essas fórmulas que, na verdade, vão permitir reduzir o risco do país, dar mais confiança, e assim abrir espaço até para a redução estrutural das taxas de juros. São consequências, como também aqui está mencionado, eliminar o gasto, o crescimento real do gasto público. Portanto, em situações de emergência, permitirá ao Estado realocar sua composição (Brasil, 2016).

QUADRO 3

Medidas inaugurais da nova agenda de política econômica do governo Temer

Medidas de política econômica: previdenciária, fiscal e patrimonial.	Reforma da Previdência.
	Antecipação dos pagamentos do BNDES ao Tesouro Nacional.
	Limitação do crescimento da despesa primária ("regra do teto").
	Extinção do Fundo Soberano.
	Governança das empresas estatais.
	Flexibilização da participação da Petrobrás no pré-sal.
	Concessões de serviços públicos.
	Veto à instituição de novos subsídios explícitos.

Fonte: Brasil (2016).

Elaboração do autor.

Obs.: Figura cujos leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais (nota do Editorial).

O diagnóstico do desequilíbrio fiscal como problema fundamental da economia brasileira e a proposição de ajuste fiscal estrutural como condição necessária à retomada do crescimento econômico haviam sido apresentados ao debate público em publicação de artigos em jornais de alcance nacional em 2015. Dois textos foram elaborados por economistas especialistas em temas fiscais, participantes ativos do

debate público sobre temas relacionados à economia, e passagem por instituições acadêmicas, agências governamentais e por empresas do sistema financeiro.

Em 20 de julho de 2015, Almeida Junior, Lisboa e Pessoa publicaram no jornal *Folha de São.Paulo* o artigo *O ajuste inevitável: ou o país que ficou velho antes de se tornar desenvolvido*. O texto apresenta um diagnóstico de desequilíbrio estrutural das contas públicas evidenciado pelo crescimento mais que proporcional da despesa pública em relação à renda nacional desde 1991 e pelo “severo descontrole” das despesas públicas desde 2009. O desequilíbrio fiscal é associado ao aumento do risco de restrições de pagamento da dívida pública e, conseqüentemente, à taxa de juros mais elevada. Por fim, é ressaltada a escolha entre ajuste severo e estrutural ou estagnação da economia: “A menos que uma agenda extensa de reformas seja iniciada, com a reversão da trajetória de aumento do gasto público, o Brasil estará condenado, na melhor das hipóteses, a uma longa estagnação” (Almeida Junior, Lisboa e Pessoa, 2015).

Em 13 de setembro de 2015, Appy, Lisboa, Mendes e Lazarrini publicaram no jornal *O Estado de S.Paulo* o artigo *Os desafios para sair da crise*. O texto apresenta um diagnóstico que identifica o desequilíbrio fiscal como fator primordial na determinação da crise da economia brasileira: “Os problemas que o Brasil enfrenta hoje decorrem da incapacidade do país de reconhecer seus limites e de fazer escolhas, buscando acomodar as demandas dos diferentes grupos sociais que, quando agregadas, ultrapassam os recursos públicos disponíveis”. Quais são, contudo, os recursos públicos disponíveis? Os autores ressaltam que gestão das contas públicas deve ser compatível com “(...) um nível adequado para a carga tributária e a sustentabilidade da relação dívida/PIB [produto interno bruto]”. Nesses termos, a superação da crise econômica requer agendas de políticas públicas capazes de responder positivamente ao ajuste fiscal e ao aumento da produtividade: “(...) o Brasil tem um problema de crescimento das despesas públicas e de estagnação da produtividade. Se estas questões não forem resolvidas, não haverá como retomar o crescimento em bases sustentáveis” (Appy *et al.*, 2015).

A síntese da racionalidade econômica que fundamenta proposições de política fiscal centradas na ideia de “austeridade expansionista” é mencionada por Pereira e Miterhof (2018):

A ideia da austeridade expansionista está ancorada na crença de que a suposta mudança na percepção de sustentabilidade das contas públicas gerará retomada da confiança e redução no prêmio de risco implícito no preço dos ativos e no custo de capital das empresas, com efeito líquido positivo sobre os investimentos e o consumo privado em intensidade suficiente para mais do que compensar o impacto diretamente contracionista do ajuste fiscal – que gera destruição de demanda efetiva via corte de gastos públicos e elevação de tributos (Pereira e Miterhof, 2018, p. 878).

Em 2019, no governo do presidente Jair Bolsonaro, é publicado um documento de governo que apresenta a “estratégia de avanço na infraestrutura”. O texto reconhece a importância da infraestrutura para a expansão da produtividade e o crescimento econômico. Os investimentos no setor são considerados capazes de gerar efeitos positivos de curto prazo sobre o nível de atividade e de longo prazo sobre a competitividade da economia (Brasil, 2019, p. 6).¹⁰

O objetivo estratégico declarado pelo governo (Brasil, 2019, p. 6) é fazer com que a economia brasileira avance dez posições no pilar infraestrutura no Global Competitiveness Index (GCI), publicado pelo *World Economic Forum*. Este pilar do GCI toma por referência doze itens setoriais: conectividade rodoviária, qualidade da infraestrutura rodoviária, densidade ferroviária, eficiência dos serviços ferroviários, conectividade da rede de transporte aéreo, eficiência dos serviços de transporte aéreo, conectividade do transporte marítimo, eficiência dos serviços portuários, acesso à eletricidade, qualidade do fornecimento de eletricidade, exposição à água não potável; e confiabilidade do abastecimento de água (WEF, 2019).

Portanto, os propósitos pretendidos pela estratégia de governo para o setor de infraestrutura são abrangentes, relevantes e complexos. É assumida a importância de expandir a oferta e a qualidade dos serviços de infraestrutura e declarada a necessidade de que isto ocorra segundo um padrão de aceleração que permita um avanço (*catching-up*) de competitividade da economia brasileira.

O argumento da restrição fiscal é ressaltado como fator impeditivo para que o processo de avanço do setor de infraestrutura seja liderado pelo financiamento e investimento originados por fontes governamentais. Nesses termos, o investimento privado é destacado como protagonista capaz de viabilizar o alcance dos propósitos declarados (Brasil, 2019, p. 4). O argumento da restrição fiscal é retomado por Seillier e Gadelha (2020, p. 2) para ressaltar que a instituição do novo regime fiscal (regra de controle do gasto primário ou regra do “teto de gastos”) conjugada com um nível acentuado de rigidez da despesa orçamentária acabou por tornar a despesa governamental com investimentos, que possui natureza discricionária, “(...) a variável de ajuste no orçamento da União”.

A partir do diagnóstico de restrição fiscal a “estratégia de avanço na infraestrutura” organiza as ações de governo em três grandes eixos (Brasil, 2019, p. 30-31). O primeiro deles diz respeito à “redução da participação do governo em projetos de infraestrutura”. Ao Estado caberiam as funções de “articulador e viabilizador”, cabendo ao setor empresarial privado as atribuições de “construção e

10. Documento elaborado pela Secretaria de Desenvolvimento da Infraestrutura (SDI), do Ministério da Economia, unidade responsável, entre outras atribuições, pela coordenação da definição de metas de investimento em infraestrutura e apoio à formulação, ao monitoramento e à avaliação de políticas públicas, planos e programas de investimentos em infraestrutura (Decreto nº 10.366/2020).

operação” dos equipamentos. Os dois outros eixos tratam mais especificamente do aperfeiçoamento das condições necessárias à ampliação da capacidade de atração do capital privado para investimentos no setor, particularmente mediante redução dos efeitos adversos associados à percepção de riscos.

O eixo referente ao aprimoramento da regulação de mercados é orientado à ampliação da segurança jurídica e à estabilidade do desenvolvimento das relações contratuais ao longo do ciclo de concessões. O eixo relativo ao desenvolvimento da capacidade de elaboração de planejamento de longo prazo e de desenvolvimento de projetos visa, respectivamente, organizar as expectativas dos investidores potenciais e da cadeia de suprimentos e reduzir os problemas de assimetria de informação (seleção adversa e risco moral) e custos de transação em contratos de concessão.

O êxito nas agendas associadas ao ambiente de investimentos, em especial as questões relacionadas à regulação e à segurança jurídica, é assumido como condição necessária para atração de investimentos privados em escala capaz de viabilizar *big-push* de projetos de investimento em infraestrutura aptos a mais que compensar a redução dos investimentos do setor público. A insuficiência de avanços nestas áreas foi identificada como razão principal para trajetória de desaceleração do volume de investimentos no período 2016-2018. Segundo Brasil (2019, p. 32): “Esse foi, em verdade, o grande problema observado entre 2016-2018 no país: reduziu-se substancialmente a participação pública nos investimentos, não trazendo um choque administrativo, regulatório e legal suficientemente poderoso para compensar, com investimentos privados, a redução dos investimentos públicos”.

O propósito de redução da participação governamental nos investimentos em infraestrutura passa pelas restrições fiscais e se estende à atuação dos bancos públicos de desenvolvimento em suas ações de financiamento por instrumentos de crédito e de investimentos mediante instrumentos de mercado de capitais. A orientação é clara: “(...) o objetivo desta administração será reduzir a participação pública no total do capital investido, independente de *equity* ou dívida”. O documento governamental faz referências às participações societárias estatais mediante atuação do BNDES Participações S.A. (BNDESPar) e do Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FI-FGTS), e às participações minoritária exercidas por empresas estatais, e alcança, inclusive, as participações societárias dos fundos de pensão controlados por empresas estatais (Brasil, 2019, p. 17).

A essência da racionalidade que orienta a estratégia governamental reside na constatação de que o setor de infraestrutura é importante, porém, exposto a fatores de risco com potencial para comprometer o alcance de taxas de retorno do investimento superior ao custo de capital mobilizado para a estruturação e a operacionalização dos projetos. O modelo tradicionalmente adotado no Brasil tratava esta exposição ao risco primordialmente mediante concessão de subsí-

dios governamentais aos investidores privados. No ambiente de forte restrição orçamentária este modelo torna-se insustentável. O novo modelo é desenhado para mitigar riscos dos investimentos mediante aperfeiçoamento das condições necessárias para afirmação de um ambiente com segurança jurídica, consistência regulatória e projetos qualificados, requisitos para redução de custos de transação.

O documento relativo à estratégia de avanço na infraestrutura, ao finalizar o diagnóstico setorial, comenta sobre a participação das empresas de controle estatal nos leilões de concessão e apresenta um argumento constitucional para fundamentar a limitação da participação estatal em atividades econômicas. Nesses termos, é observado que compete ao governo cumprir a determinação estabelecida no art. 173 da Constituição Federal, segundo o qual: “Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definido em lei” (Brasil, 2019, p. 18).

5 POLÍTICA FINANCEIRA DO BNDES: ESTRUTURA DE CAPITAL

5.1 Evolução da estrutura de mobilização de capital

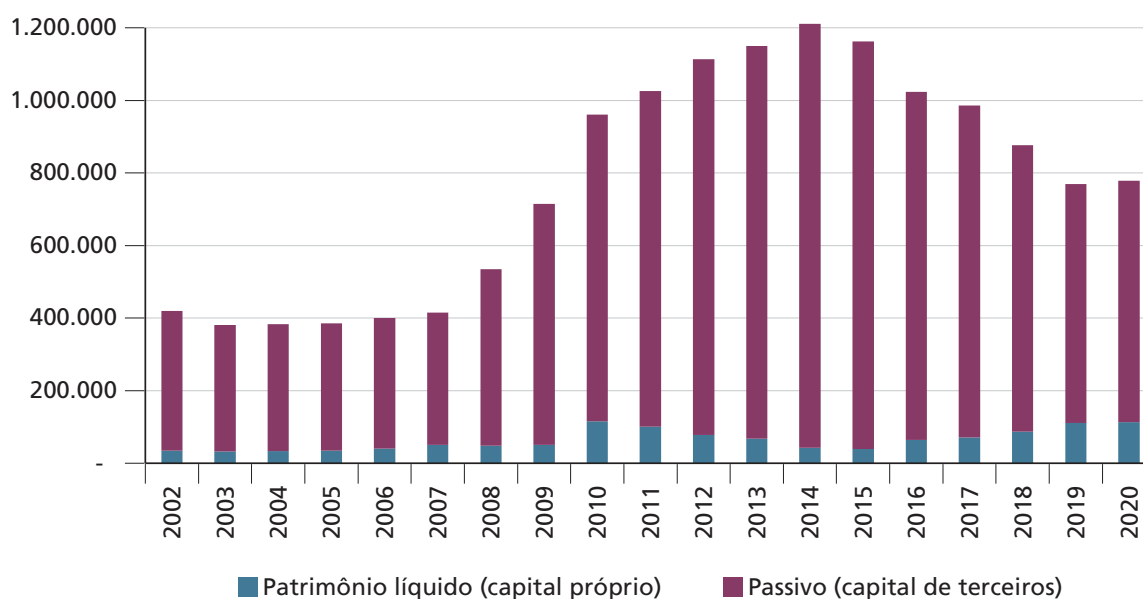
Bancos de desenvolvimento são instituições financeiras cuja orientação é centrada primordialmente em provisão de recursos para projetos estruturantes, com longo prazo de maturação e elevado perfil de riscos, como plantas industriais, equipamentos de infraestrutura e projetos de inovação. Em geral, estas financeiras de desenvolvimento são constituídas com uma natureza jurídica que não lhes permite realizar captação de depósito à vista em mercado, procedimento convencionalmente adotado pelas instituições bancárias comerciais que operam no varejo bancário. Por esta razão, seus mecanismos de financiamento envolvem fundamentalmente recursos e instrumentos de repasses governamentais, mecanismos de poupança compulsória e captação em mercado de títulos de dívida corporativa.

O BNDES, no exercício das suas funções de banco de desenvolvimento, possui uma estratégia de mobilização de capital para financiar suas operações ativas que envolve uma combinação de fontes de recursos próprios e de terceiros. O primeiro grupo é constituído primordialmente pelos recursos originados por operações de capitalização e por lucros retidos. No segundo grupo são computados os recursos originados por mecanismos de poupança compulsória, operações de crédito governamental, captação em bancos multilaterais e agências nacionais de desenvolvimento, e captações em mercado.

O gráfico 1 informa sobre a evolução da estrutura de capital do banco, com recorte por capital próprio e capital de terceiros no período 2002-2020. Os dados foram mobilizados nos balanços patrimoniais do banco e expressam a situação

em 31 de dezembro de cada exercício financeiro. Os valores estão deflacionados pelo IPCA do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e informados a preços de dezembro de 2020. Houve evolução expressiva das fontes de financiamento entre 2008 e 2014 e, posteriormente, um movimento declinante que expressa mudanças de política, de natureza fiscal e financeira, que revelam propósitos concernentes à redução da escala de operações de financiamentos e de investimentos realizados pelo banco.

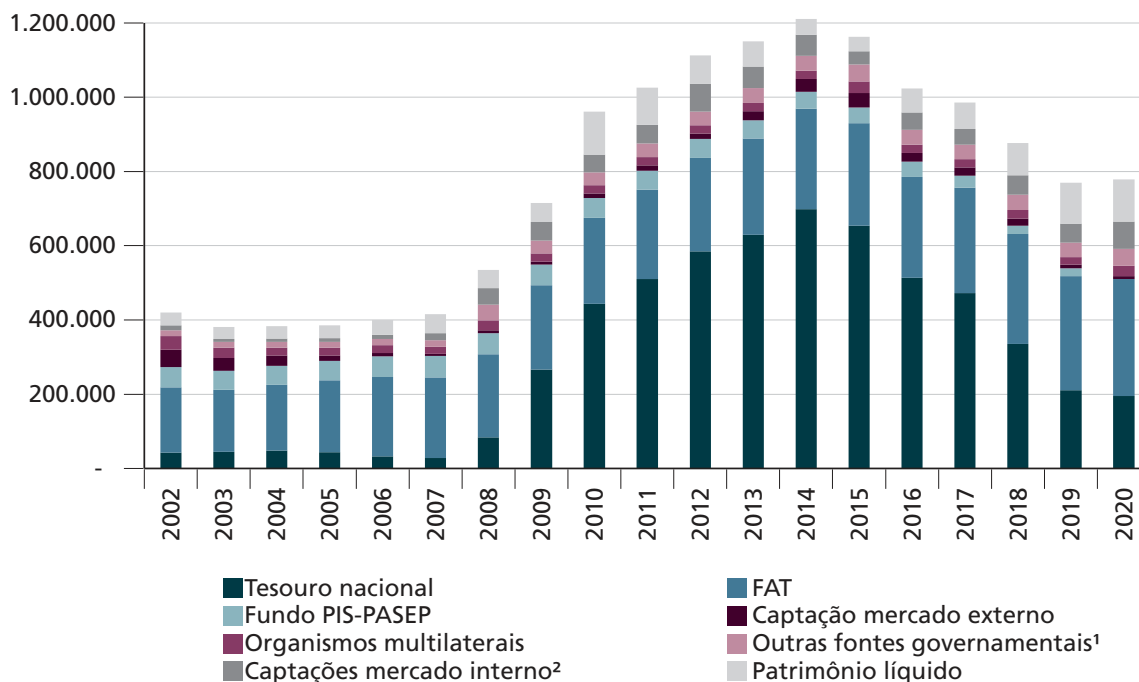
GRÁFICO 1
Evolução da estrutura de capital do BNDES (2002-2020)
(Em R\$ milhões)



Fonte: BNDES. Disponível em: <<https://bit.ly/3JA9JZQ>>. Elaboração do autor.

O gráfico 2 informa sobre a evolução das fontes de captação do banco no período 2002-2020. Os dados foram mobilizados nos balanços patrimoniais do banco e expressam a situação em 31 de dezembro de cada exercício financeiro. Os valores estão deflacionados pelo IPCA/IBGE e informados a preços de dezembro/2020. Houve um grande movimento de ampliação entre 2008 e 2014 e, posteriormente, redução continuada do volume de recursos componentes da estrutura de capital do banco. O determinante principal deste movimento, conforme evidenciado no gráfico 2, diz respeito às operações de crédito concedidas pelo Tesouro Nacional ao BNDES e, posteriormente, pagas de modo antecipado em relação ao cronograma original firmado entre o Tesouro e o banco.

GRÁFICO 2
Evolução da composição das fontes de financiamento do BNDES (2002-2020)
(Em R\$ milhões)



Fonte: BNDES. Disponível em: <<https://bit.ly/3JA9JZQ>>.

Elaboração do autor.

Obs.: PIS/Pasep – Programa de Integração Social/Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público.

5.2 (Des)mobilização da estrutura de capital: devolução antecipada e acelerada dos empréstimos ao Tesouro Nacional

Até 2007 os recursos oriundos de operações de crédito contratadas junto ao Tesouro Nacional possuíam participação discreta e estável na composição da estrutura de capital do BNDES. Os recursos de poupança compulsória operacionalizada mediante o FAT constituíam a fonte primordial de recursos financeiros que sustentavam as políticas de financiamento do desenvolvimento, operadas pelo banco. Os recursos próprios, as captações em mercado, os repasses de organismos multilaterais e as outras fontes de menor expressão complementavam a estrutura de capital (gráfico 2).

A contratação de créditos junto ao Tesouro possuía como singularidade o fato de ser o único, entre os instrumentos constitutivos do capital do banco, que poderia ser acionado em grande escala e curto prazo para sustentar a operacionalização de estratégias macroeconômicas contracíclicas. Políticas dessa natureza demandam recursos em grande escala de valores, longos prazos de exigibilidade e baixo custo de captação, capazes de sustentar grandes programas de investimento (*big push*), particularmente projetos da indústria de transformação e do setor de infraestrutura.

A ampliação das operações de crédito Tesouro-BNDES a partir de 2008 foi determinada, primordialmente, pelos efeitos adversos da crise financeira internacional – originada no mercado americano de hipotecas e alastrada em decorrência do pedido de concordata do banco Lehman Brothers em setembro de 2008. Segundo Torres Filho e Macahyba (2012, p. 7), o ambiente de incerteza derivado da crise financeira internacional provocou desaceleração da oferta de crédito por parte dos bancos privados que operavam no Brasil e desencadeou resposta do governo federal mediante ativação da ampliação da oferta de crédito por bancos públicos a partir de recursos de longo prazo mobilizados por emissão de dívida pública. Tinoco *et al.* (2018, p. 12 e 14) ressaltam que, no âmbito do BNDES, a demanda por recursos do Tesouro Nacional foi impulsionada por um movimento de desaceleração do fluxo de recursos originados no FAT. No período 2005-2007 “(...) o fluxo de recebimento líquido de recursos do FAT – resultado da diferença entre o recebimento bruto de recursos e o pagamento do serviço da dívida – sofreu queda acentuada, passando de R\$ 8,2 bilhões para R\$ 2,1 bilhões, em valores correntes”.

O movimento acelerado de capitalização do BNDES mediante aproximadamente vinte operações de crédito concedidos pelo Tesouro Nacional foi iniciado com a publicação da Medida Provisória nº 414, de 4 de janeiro de 2008, e se estendeu por sete anos, sendo a última autorização mencionada na MP nº 661, de 2 de dezembro de 2014. O Ministério da Economia argumentou inicialmente (Brasil, 2009) que os movimentos de capitalização do banco tinham por objetivo garantir o atendimento do aumento da demanda por crédito de longo prazo para realização de investimentos, evitar a configuração de um ambiente de insuficiência de liquidez e responder ao agravamento da crise financeira internacional. Posteriormente, o argumento do ministério (Brasil, 2014) para capitalização do BNDES passou a focalizar a sustentação do investimento como condição necessária à aceleração do crescimento econômico, sendo citados os Programas de Investimento em Logística (PIL), Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e Programa de Sustentação do Investimento (PSI), além dos investimentos na cadeia produtiva do pré-sal, com ênfase na modernização da infraestrutura e da capacidade produtiva interna.

Os contratos de crédito, firmados entre Tesouro Nacional e BNDES, mobilizaram recursos de superávit financeiro do Tesouro e de emissão de títulos de dívida pública federal sob a forma de colocação direta em favor do BNDES. Por se tratar de operação de crédito a agente financeiro público, os valores eram registrados como ativo financeiro da União, portanto, as operações não produziam impacto direto sobre a dívida líquida do setor público. No entanto, a maior parte dos recursos foi ofertada a juros referenciados pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), sendo assim, inferiores aos custos de captação do Tesouro, caracterizando

concessão de subsídios implícitos que impactavam a dívida líquida do setor público. Como resultado dessas operações, a escala de operações do banco triplica entre 2007 e 2014 (gráfico 2).

Em 2015, com o agravamento da desaceleração da economia e a aceleração da dívida bruta federal, medida como proporção do PIB, o governo optou por adotar medidas para ajuste fiscal. Essa escolha de política interrompeu o fluxo de aportes de crédito do Tesouro Nacional e antecipou os pagamentos das obrigações assumidas pelo BNDES. O propósito era reduzir o valor da dívida bruta federal. Naquele ano, houve liquidação antecipada de R\$ 15,7 bilhões. Em janeiro de 2016, foram antecipados pagamentos da ordem R\$ 13,2 bilhões em janeiro e mais R\$ 100,0 bilhões em dezembro. A política de devolução antecipada teve início ainda no segundo governo Dilma, mas passou a ser executada de modo acelerado após o início do governo Temer, ainda na sua fase de interinidade.

O processo de antecipação dos pagamentos gerou dúvidas quanto à possível infração ao art. 37, inciso II, da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF). O procedimento foi analisado e aprovado pelo Tribunal de Contas da União (TCU) por meio do Acórdão nº 2.975, de 23 de novembro de 2016. Nessa deliberação, o Tribunal concluiu pela conformidade das operações de pagamento antecipado ao Tesouro Nacional, inclusive considerando-o meritório, e determinou a obrigatoriedade de direcionamento dos recursos para resgate da dívida pública federal em mercado.

Em abril de 2017, o governo federal publicou a Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017, convertida na Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017. Esta proposição autorizou a repactuação, por mútuo acordo entre as partes, das condições contratuais dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao BNDES (que tinham a TJLP como remuneração) e do cronograma e prazos de pagamentos.¹¹ Este foi um dos pontos centrais da agenda de política econômica do governo federal anunciada no discurso proferido pelo presidente Michel Temer, no Congresso Nacional, no dia 24 de maio de 2016, doze dias após a posse no mandato interino.

11. Para uma comparação dos parâmetros financeiros da dívida antes e depois da renegociação, ver Tinoco *et al.* (2018, p. 19).

TABELA 1
Operações de crédito Tesouro Nacional-BNDES: captações e devoluções (2008-2021)
 (Em R\$ bilhões)¹

Ano	Captações	Devoluções		
		Principal + juros (A)	Liquidações antecipadas (B)	Total (A + B)
2008	22,50	-	-	-
2009	105,00	4,08	-	4,08
2010	24,70	10,44	-	10,44
2010	82,40			
2011	50,20	14,56	-	14,56
2012	55,00	13,31	-	13,31
2013	41,00	14,74	-	14,74
2014	60,00	6,20	-	6,20
2015	-	8,90	15,77	24,67
2016	-	6,16	113,22	119,38
2017	-	2,59	50,00	52,59
2018	-	1,01	130,00	131,01
2019	-	22,98	100,00	122,98
2020	-	16,04	-	16,04
2021	-	12,76	63,00	75,76
Total	440,80	119,25	471,99	591,24

Fonte: BNDES, Relatório gerencial trimestral dos recursos do Tesouro Nacional, 1º trimestre de 2022.

Elaboração do autor.

Nota: ¹ Em valores correntes.

O ambiente de macroeconômico marcado por incertezas e contração de investimentos gerou condições para a devolução antecipada de recursos no período 2015-2017. De acordo com Tinoco *et al.* (2018, p. 16): “Reflexo da crise, a queda na demanda pelos recursos do BNDES fez com que os desembolsos tivessem forte recuo, deixando um elevado volume de recursos disponíveis no caixa da instituição”. No entanto, a partir de 2018, o processo acelerado de devolução antecipada passou a gerar riscos potenciais relativos à capacidade do banco para atender à demanda por crédito. Segundo Tinoco *et al.* (2018, p. 16), em um contexto de retomada do crescimento: “(...) novas devoluções prejudicariam as perspectivas de expansão das operações do BNDES no financiamento à recuperação do investimento”. Torres Filho (2018, p. 21) também ressaltou os riscos de insuficiência de liquidez que o movimento de devolução antecipada dos pagamentos poderia causar ao BNDES, considerando que: “Os créditos do Tesouro Nacional foram aplicados em emprés-

timos com prazos médios superiores a sete anos, e os pagamentos extraordinários não levam isto em conta”.

Outra crítica à política de antecipação de pagamentos aborda a perspectiva fiscal e ressalta o equívoco na contabilização do custo fiscal líquido das operações de crédito Tesouro-BNDES. Pereira e Miterhof (2018, p. 899-901) argumentam que as análises dos efeitos fiscais dessas operações de crédito, muitas vezes, desconsideram os efeitos positivos diretos decorrentes de pagamentos de tributos e de dividendos realizados pelo banco e de movimentos de retenção de capital, considerado o fato de ser um banco cujo capital societário pertence integralmente à União, e os efeitos positivos indiretos, apurados em termos tributários, derivados do efeito multiplicador dos projetos de investimentos implementados.

O tema referente às operações de crédito firmadas entre União e suas instituições financeiras controladas voltou a ser analisado pelo TCU. No Acórdão nº 56, de 20 de janeiro de 2021, a corte de contas deliberou pela irregularidade dos contratos de concessão de créditos firmados entre a União e suas instituições financeiras controladas¹² realizados por emissão direta de títulos de dívida pública, com objetivos relacionados ao financiamento de políticas setoriais ou aumento do capital, inclusive nos casos em que o propósito é a ampliação do patrimônio de referência da instituição para fins de atendimento de regulação prudencial bancária. A decisão do Tribunal observou que o art. 36 da LRF é claro ao proibir operação de crédito entre instituições financeiras estatais e o ente da Federação que as controla, na qualidade de beneficiário do empréstimo.

Portanto, a questão central relacionada às operações de crédito contratadas pelo BNDES junto ao Tesouro Nacional deixa de estar relacionada à “antecipação de pagamentos” e seus efeitos potenciais de restrição de liquidez da firma bancária, ou mesmo aos aspectos metodológicos relacionados à “contabilização do custo fiscal líquido das operações”. Agora, após o Acórdão nº 56/2021 do TCU, o aspecto de maior relevância passa a ser a restrição integral de possibilidade de capitalização de instituições financeiras federais por emissão direta de títulos de dívida pública.

6 POLÍTICA FINANCEIRA DO BNDES: INSTRUMENTOS E CONDIÇÕES DE FINANCIAMENTO À INFRAESTRUTURA

Esta seção analisa o perfil das mudanças referentes aos instrumentos e as condições de crédito da política financeira do conglomerado BNDES.¹³ Serão abordadas as questões relacionadas aos processos de composição da estrutura de capital do

12. Instituições financeiras controladas pela União: Banco Central do Brasil, BNDES, Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Banco do Nordeste do Brasil (BNB) e Banco da Amazônia (Basa).

13. Composto pelo próprio banco e por suas duas empresas subsidiárias: BNDESPar, com atuação focada no mercado de capitais, e a Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame), com atuação orientada para o fomento da produção e da comercialização de máquinas e equipamentos.

banco e os assuntos associados às operações de financiamento com instrumentos de mercado de crédito e de mercado de capitais, mediante participação acionária, subscrição de títulos de dívida corporativa (debêntures) e aquisição de cotas de fundos de investimentos. A análise é baseada em dados elaborados e publicados pelo BNDES. A metodologia adotada pelo banco para composição do setor de infraestrutura toma por base a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE)/IBGE 2.0 (quadro A.1 do anexo).¹⁴

6.1 Evolução e declínio da política financeira operacionalizada por instrumentos de crédito

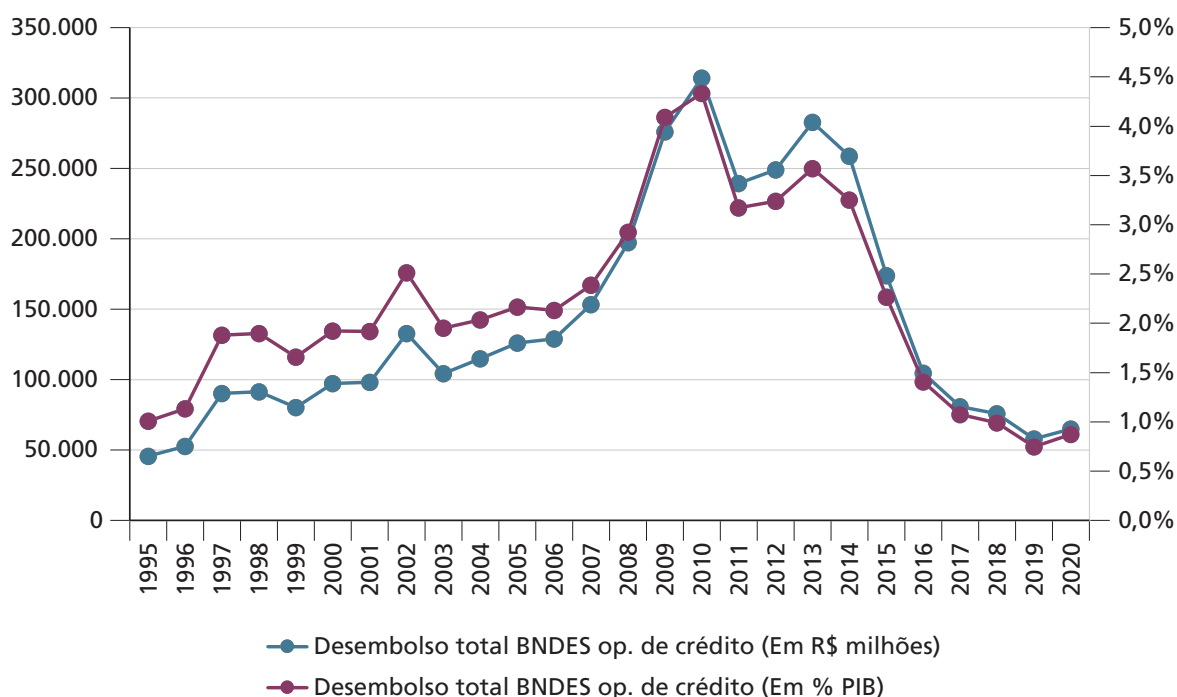
O BNDES, no exercício das suas funções de banco de desenvolvimento, realiza operações de concessão de crédito mediante dois mecanismos. As operações de crédito ou concessões diretas ocorrem quando o próprio banco firma o contrato e assume o risco de crédito; esta modalidade é restrita às grandes operações. As operações de repasses ou concessões indiretas são observadas nos casos em que há repasse interfinanceiro para que instituições credenciadas realizem as operações de crédito e assumam os respectivos riscos de crédito. Esta segunda opção é o modo que permite ao banco dispor de estrutura e capilaridade para viabilizar em larga escala e abrangência territorial as suas atividades de financiamento.

As políticas financeiras operacionalizadas pelo banco possuem desenho estruturado com base na escala de recursos disponíveis para sustentação da atuação da instituição na oferta de serviços financeiros, condição determinada em grande parte pela política de estruturação de capital, e pelas condições de crédito. Os principais determinantes das “condições de crédito” são: *i*) as regras de elegibilidade de tomadores; *ii*) as regras de elegibilidade de bens e serviços que podem ser financiados; *iii*) a taxa de juros (composta por três fatores: custo de captação + remuneração da instituição financeira + risco de crédito); *iv*) os limites de participação máxima da instituição financiadora; *v*) as exigibilidades de contrapartidas exigidas dos tomadores; *vi*) os prazos de carência, de amortização do principal e da periodicidade do pagamento; e *vii*) o perfil das garantias requeridas dos tomadores. O volume de capital disponível determina o limite relativo à escala de oferta de serviços. As condições de crédito influenciam o perfil da demanda por serviços financeiros ofertados pelo banco.

14. Os dados do setor de infraestrutura informam sobre recursos desembolsados para um amplo rol de atividades que incluem: realização de obras de engenharia para construção, reformas e manutenção de infraestrutura e edifícios; aquisição e instalação de equipamentos em projetos de infraestrutura; prestação de serviços associados aos segmentos de eletricidade (produção, transmissão e distribuição) e gás; saneamento (água, esgoto e tratamento de resíduos); transportes (portos, aeroportos, rodovias, ferrovias e armazenamento de cargas); transporte metroviário; transportes por dutos (gasodutos, oleodutos e minerodutos); serviços auxiliares de gestão de portos, aeroportos, terminais rodoviários e ferroviários; e infraestrutura para transmissão de conteúdo de informação e telecomunicações, inclusive por satélite.

O gráfico 3 informa sobre a evolução do volume de recursos desembolsado pelo BNDES mediante concessão de crédito para todos os setores, com base em dados que informam os valores a preços de dezembro de 2020 e como proporção do PIB. A imagem evidencia que o crescimento da escala de operação do banco apresentou forte correlação com o ciclo de aceleração e desaceleração do nível de atividade econômica. A escala de operações sinaliza a capacidade do banco para, mediante instrumentos de política financeira, incentivar e sancionar as decisões de investimento privado. Este movimento foi coincidente com o movimento de expansão e declínio, entre 2008 e 2014, da captação e devolução antecipada das operações de crédito firmadas entre o Tesouro e o BNDES com recursos originados por emissão de títulos de dívida pública.

GRÁFICO 3
Desembolso¹ anual do BNDES por operações de crédito para todos os setores



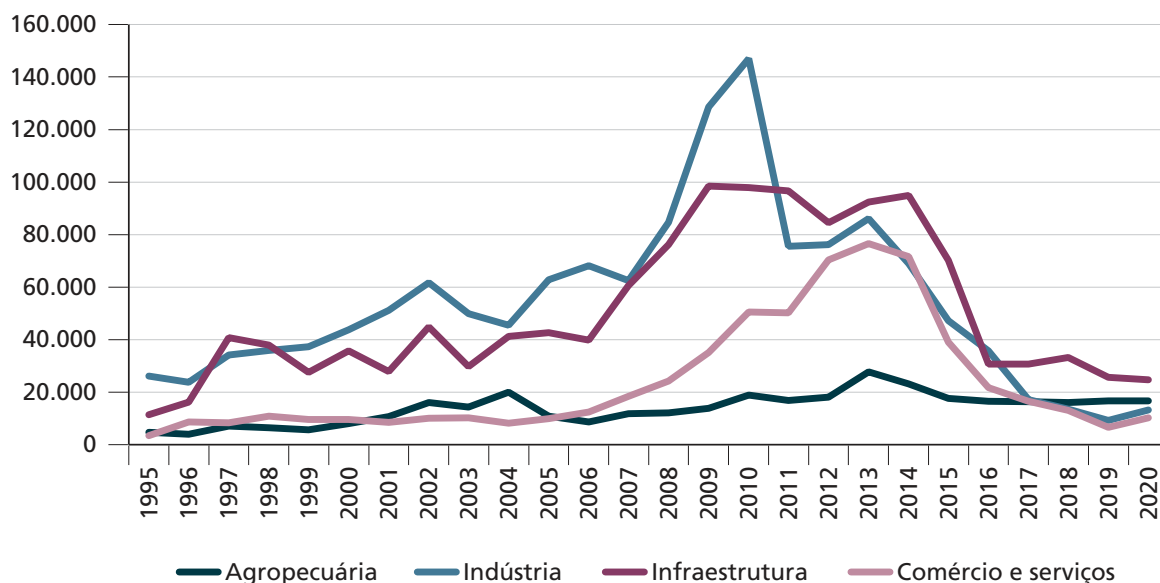
Fonte: BNDES. Disponível em: <<https://bit.ly/3TyWI7e>>. Elaboração do autor.

Nota: ¹ Valores constantes de dezembro de 2020, atualizados pelo deflator implícito do PIB e em percentual do PIB.

O gráfico 4 ilustra o desembolso, por operações de crédito, para cada um dos quatro grandes setores atendidos pelo banco. Os projetos dos setores de indústria e de infraestrutura acompanham, seguindo a tradição histórica, o movimento geral do ciclo de concessão de crédito. Os fatos novos são o movimento acelerado de crescimento do setor de comércio e serviços ao longo do ciclo de crédito e a trajetória de ampliação sustentada da participação do setor agropecuário na demanda por crédito ao longo do período. Portanto, as evidências sinalizam nova configuração

da carteira de crédito, com maior dispersão na distribuição setorial dos recursos e liderança discreta do setor de infraestrutura.

GRÁFICO 4
Desembolso anual do BNDES por operações de crédito, por setor
(Em R\$ milhões)



Fonte: BNDES. Disponível em: <<https://bit.ly/42tX1UZ>>. Elaboração do autor.

6.2 Política financeira e taxa de juros: instituição da Taxa de Longo Prazo (TLP), supressão de subsídios implícitos e aumento do custo de crédito do BNDES

A taxa de juros praticada pelo BNDES em suas operações de concessão de crédito é composta por três fatores fundamentais. O primeiro diz respeito ao custo financeiro de captação praticado em suas diversas fontes de recursos. Outro componente é a remuneração do banco, inclusive comissões e encargos, voltadas ao atendimento dos seus custos operacionais e à remuneração dos serviços prestados nas diversas linhas de financiamento. Um terceiro elemento diz respeito à taxa de cobertura de risco de crédito assumido nas operações de financiamento direto, aquelas realizadas pelo banco.¹⁵

Como o banco mobiliza capital primordialmente por acesso a mecanismos de poupança compulsória de natureza fiscal ou parafiscal – Fundo de Participação PIS/Pasep, FAT e Fundo da Marinha Mercante –, essas fontes possuem importância expressiva na formação das taxas de juros praticadas nos serviços financeiros ofertados. Portanto, mudanças na metodologia de apuração da taxa de remuneração

15. Nas operações indiretas, realizadas por outras instituições financeiras credenciadas pelo BNDES, são cobradas taxas de intermediação financeira e de remuneração das instituições que realizam a operação junto a tomadores finais.

dessas fontes afetam diretamente o processo de precificação dos serviços constitutivos da política financeira operada pelo banco.

As operações de crédito ofertadas pelo BNDES adotavam, desde outubro de 1994,¹⁶ a TJLP como referência na determinação do custo de oportunidade dos recursos públicos orientados ao financiamento de longo prazo. A taxa, com apuração e vigência trimestral, expressava a rentabilidade nominal média anualizada e ponderada de uma cesta de títulos de dívida pública federal definida pelo Banco Central entre aqueles com prazo de resgate mínimo igual ou superior a seis meses. A metodologia foi alterada em setembro de 1999,¹⁷ e a taxa passou a ser apurada pela meta de inflação calculada para os doze meses subsequentes ao início da vigência da taxa e por um prêmio de risco fixado pelo Banco Central.

Em síntese, a criação da TJLP, na fase inicial de implementação do Plano Real, constituiu um mecanismo discricionário de apuração do custo do crédito do BNDES e viabilizou o financiamento da formação bruta de capital fixo na economia brasileira, em moeda local (portanto, sem exposição a risco cambial), sob condições financeiras dissociadas da lógica que orientava a estratégia de política monetária (Pereira e Miterhof, 2018, p. 882). A TJLP, na condição de mecanismo extramercado, observou trajetória singular, inferior à taxa de juros de curto prazo (Selic) determinada pelo Banco Central no âmbito da estratégia de política monetária e à TJLP incidente sobre os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional (Nota do Tesouro Nacional Série B – NTN-B) (Torres Filho, 2018, p. 19).

Em abril de 2017 o governo federal instituiu uma nova política de taxa de juros¹⁸ para remuneração das fontes de poupança compulsória componentes do *funding* do BNDES e dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional. Essa medida aumentou os custos de captação e, conseqüentemente, ampliou a taxa de juros dos empréstimos concedidos pelo BNDES após 1º de janeiro de 2018. A nova taxa é composta pela variação do IPCA e por taxa prefixada associada ao rendimento dos títulos de dívida pública federal de longo prazo (NTN-B), com prazo de resgate de cinco anos, sancionada pelo mercado por ocasião dos leilões de dívida pública.

Há uma regra de transição, todos os contratos de crédito assinados até 31 de dezembro de 2017 permanecerão vinculados à TJLP até o término do período de amortização dos respectivos financiamentos. Portanto, os efeitos da adoção da

16. Medida Provisória nº 484, de 31 de outubro de 1994, regulamentada pela Resolução nº 2.121, de 30 de novembro de 1994, do Banco Central do Brasil.

17. Medida Provisória nº 1.921, de 30 de setembro de 1999, e posteriormente Medida Provisória nº 2.090, de 25 de janeiro de 2001, convertida na Lei nº 10.183, de 12 de fevereiro de 2001, e regulamentada pela Resolução nº 2.654, de 30 de setembro de 1999, do Banco Central do Brasil.

18. Medida Provisória nº 777, de 26 de abril de 2017, convertida na Lei nº 13.483, de 21 de setembro de 2017.

taxa serão evidenciados progressivamente nas estatísticas de crédito do BNDES ao longo dos exercícios financeiros posteriores a 2017.

A Exposição de Motivos da MP nº 777/2017, elaborada pelo Ministério da Economia e pelo Banco Central, ressalta como aspectos meritórios da proposição: *i)* o alinhamento dos juros de longo prazo praticados pelo BNDES ao custo de captação do Tesouro Nacional, fato que reduz substancialmente a concessão de subsídios implícitos que afetam a gestão das contas públicas; *ii)* ampliação da efetividade da política monetária, viabilizando o alcance da meta de inflação com menores taxas de juros básicas (Selic); e *iii)* ampliação das condições necessárias ao desenvolvimento do mercado de capitais via redução do efeito *crowding-out* derivado da participação do governo no mercado de crédito de longo prazo (Brasil, 2017).

A nova taxa de juros, ao restringir a possibilidade de concessão de subsídios implícitos, sustentados pelo Tesouro ou pelas fontes de poupança compulsória componentes do *funding* do BNDES, reduziu expressivamente a competitividade do banco ante outras fontes disponíveis nos mercados de crédito e de capitais. Esse fato limita a capacidade de desenvolvimento de políticas financeiras incentivadoras de projetos geradores de externalidades positivas, ou seja, capazes de produzir retornos sociais maiores que os retornos privados.

Torres Filho (2018), ao analisar a nova política de juros (TLP), argumentou sobre o potencial de perda de competitividade do BNDES:

Com isso, a taxa básica do BNDES foi reposicionada para um nível que, ao longo do tempo, será superior ao da TJLP e ao da Selic. Ficará, portanto, acima do custo básico de captação dos bancos (Selic/CDI) e será maior que a taxa cobrada das empresas de bom risco e que, por exemplo, conseguem acessar o segmento das debêntures incentivadas (Torres Filho, 2018, p. 20).

Pereira e Miterhof (2018) observam que a metodologia de apuração da TLP, mais especificamente o componente do prêmio de risco da NTN-B, tende a fazer com que o seu valor flutue no mesmo sentido do ciclo econômico:

Corre-se o risco de ver os juros subirem, contaminando o custo do investimento apoiado pelo BNDES, por elevação da aversão ao risco dos investidores, quando a economia estiver em perspectiva de desaceleração e submetida a maior *stress* financeiro. E, na fase expansiva, de vê-los caírem na euforia de um ciclo especulativo que comprima os prêmios de risco dos ativos locais (Pereira e Miterhof, 2018, p. 889).

Permanece em aberto, do ponto de vista legal, a possibilidade de realização de políticas financeiras capazes de estruturar incentivos baseados em instrumentos do tipo subsídios explícitos. Nesse caso, haveria a necessidade de alocação de recursos do Tesouro Nacional previamente aprovados no âmbito do Orçamento Geral da União (OGU). Ainda que possível, esta opção apresenta remota possibilidade de êxito em razão do novo regime de governança fiscal, mais especificamente, da regra

limitadora da expansão do valor nominal das despesas primárias, constitucionalizada pela Emenda Constitucional nº 95, de 15 de dezembro de 2016.

6.3 Política financeira operacionalizada por instrumentos de mercado de capitais: títulos de dívida corporativa (debêntures) e participação acionária

A política do BNDES para o mercado de capitais¹⁹ apresenta, entre os seus objetivos declarados, o apoio a planos de negócios alinhados com o planejamento estratégico do banco, a ampliação da participação empresarial mediante emissão de títulos para captação de recursos, a ampliação da participação de investidores e a diversificação dos instrumentos financeiros, alongamento de prazos de passivos (*funding*) e fomento à liquidez de valores mobiliários.

A atuação do banco é operacionalizada no mercado de capitais mediante uso de instrumentos de valores mobiliários de renda variável (participações acionárias e outros valores mobiliários conversíveis, permutáveis, resgatáveis ou lastreados em ações), de valores mobiliários de renda fixa de crédito privado (aquisição de títulos de dívida corporativa) e de participações em fundos de investimento. Estas operações são realizadas com títulos de empresas organizadas sob a forma de sociedades anônimas de capital aberto (listadas em bolsa) e de capital fechado (não listadas em bolsa), portanto, as operações são realizadas em mercado público e de balcão.

Nas operações realizadas no âmbito do mercado de capitais os recursos são alocados em empresas/projetos selecionados pelo banco segundo termos de editais de chamada pública. Esses documentos expressam o perfil da política de investimentos do banco e estruturam incentivos orientados à atração de empresas interessadas na mobilização de capital para investimentos. O banco dispõe de órgãos colegiados de natureza consultiva (Comitê Consultivo do Mercado de Capitais – CCMC) e deliberativa (Comitê Deliberativo do Mercado de Capitais – CDMC) para tratar de assuntos operacionais relacionados aos instrumentos de mercado de capitais. Este modelo de seleção e as deliberações colegiadas são tradições mantidas na institucionalidade dos processos decisórios referentes à alocação de recursos nas diferentes modalidades de investimento direto em títulos ou mediante fundos.

Os dados apresentados nos gráficos subsequentes evidenciam o comportamento de seis indicadores relevantes para a análise da atuação do banco no mercado de capitais e em particular no setor de infraestrutura. Os indicadores informam sobre: *i*) evolução da carteira do BNDES em investimentos em todas as modalidades de renda variável; *ii*) evolução da carteira do BNDES em participações acionárias; *iii*) evolução da carteira do BNDES em investimentos diretos em títulos de dívida corporativa (debêntures); e *iv*) evolução da carteira do BNDES em investimentos

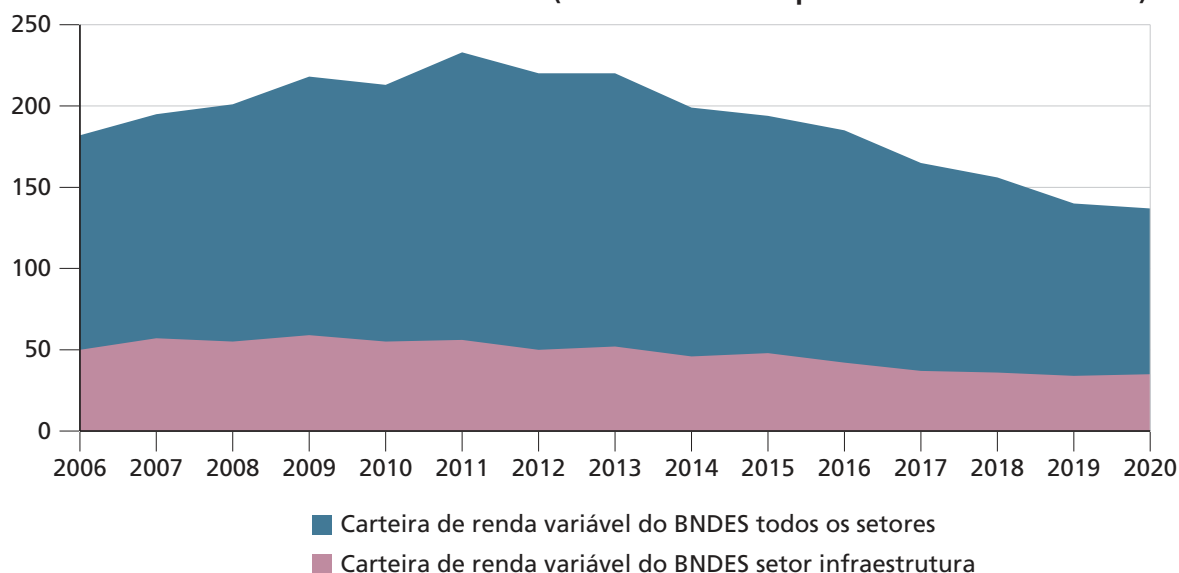
19. Resolução nº 3.543/2019 do BNDES.

em cotas de fundos de investimentos. Os dados evidenciam que os movimentos de ascensão e declínio da atuação do BNDES observados para o mercado de crédito também são observados nas operações de mercado de capitais. Este movimento foi coincidente com os movimentos de expansão e declínio, entre 2008 e 2014, da captação e devolução antecipada das operações de crédito firmadas entre o Tesouro e o BNDES com recursos originados por emissão de títulos de dívida pública. O banco escolheu e sustentou a política de redução da sua participação no mercado de capitais ao longo do movimento de retração e estagnação da economia brasileira entre 2014 e 2020.

O gráfico 5 informa dados sobre a evolução da carteira do BNDES em investimentos em todas as modalidades de renda variável (dados de estoque), no período 2006-2020, com abertura para o número total de empresas e fundos investidos em todos os setores e para a parcela das empresas e fundos investidos pertencentes ao setor de infraestrutura. No caso dos fundos de infraestrutura, os valores tratam de investimentos predominantes em infraestrutura, pois, por força de regulamento, os fundos possuem grau de liberdade para reservar parcela dos recursos para diversificar composições, em geral, alocando parcela minoritária dos seus recursos em títulos de dívida pública.

GRÁFICO 5

Carteira do BNDES em investimentos em renda variável (dados de estoque): todos os setores e setor de infraestrutura (em número de empresas e fundos investidos)



Fonte: BNDES.
Elaboração do autor.

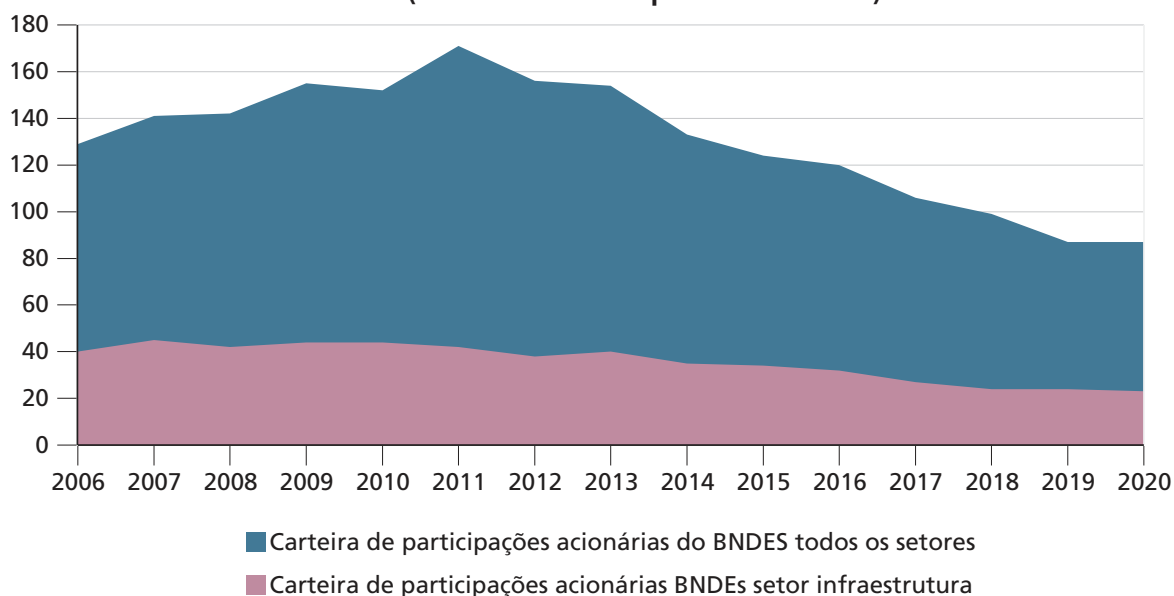
O gráfico 6 informa dados sobre a evolução da carteira do BNDES em participações acionárias (dados de estoque), com abertura para o número total de empresas investidas em todos os setores e para os investimentos em empresas atuantes no setor de infraestrutura, no período 2006-2020.

A atuação do banco no âmbito dos mercados de ações inclui a disponibilização de garantia firme, mediante compromisso de subscrição de até 20% do volume de títulos emitidos, em ofertas públicas realizadas por emissores participantes de mercados de acesso. Este instrumento, por um lado, mitiga o risco de oferta da empresa emissora ao garantir um volume mínimo de captação em prazo definido e, por outro, constitui um mecanismo forte de certificação de qualidade do título, fato que contribui para a superação de problemas de assimetria de informações entre a empresa emissora e os investidores em mercado.

Por definição da política financeira do banco, a participação no capital social das empresas deve ser minoritária e transitória. A participação acionária permite ao investidor – dependendo do percentual de participação e de acordos de acionistas – influência efetiva na definição das políticas estratégicas das corporações, mediante indicação de membro(s) para participação efetiva nos conselhos de administração e fiscal da empresa investida.

GRÁFICO 6

Carteira do BNDES em participações acionárias (dados de estoque): todos os setores e setor de infraestrutura (em número de empresas investidas)



Fonte: BNDES.
Elaboração do autor.

O gráfico 7 informa dados sobre a evolução da carteira do BNDES em investimentos diretos em títulos de dívida corporativa/debêntures²⁰ (dados de estoque), com abertura para o número total de empresas investidas em todos os setores e para os investimentos focados no setor de infraestrutura, no período 2006-2020. Estão computadas as debêntures comuns, sujeitas à incidência de imposto de renda sobre os rendimentos, e as debêntures incentivadas, isentas de incidência de imposto de renda sobre os rendimentos e orientadas especificamente para o setor de infraestrutura. São elegíveis as operações nos mercados primário e secundário. Estas operações estão sujeitas a risco de crédito, pois, ao contrário de outras operações de renda fixa, não estão cobertas pelo fundo garantidor de crédito.

A atuação do banco, no mercado de dívida corporativa, inclui a possibilidade de subscrição até 100% de emissões de debêntures simples, não conversíveis em ações, realizada por sociedades de propósito específico (SPEs) ou empresas controladoras de SPEs (*holdings*), desde que sejam concessionárias de projetos de infraestrutura nos setores de logística, mobilidade urbana, energia e saneamento. São elegíveis para estas operações as emissões de dívida corporativa realizada nos termos do disposto na Lei nº 12.431/2011, que regulamenta as “debêntures incentivadas de infraestrutura” e concede isenção de imposto de renda sobre os rendimentos pagos por emissores pertencentes ao setor de infraestrutura.²¹

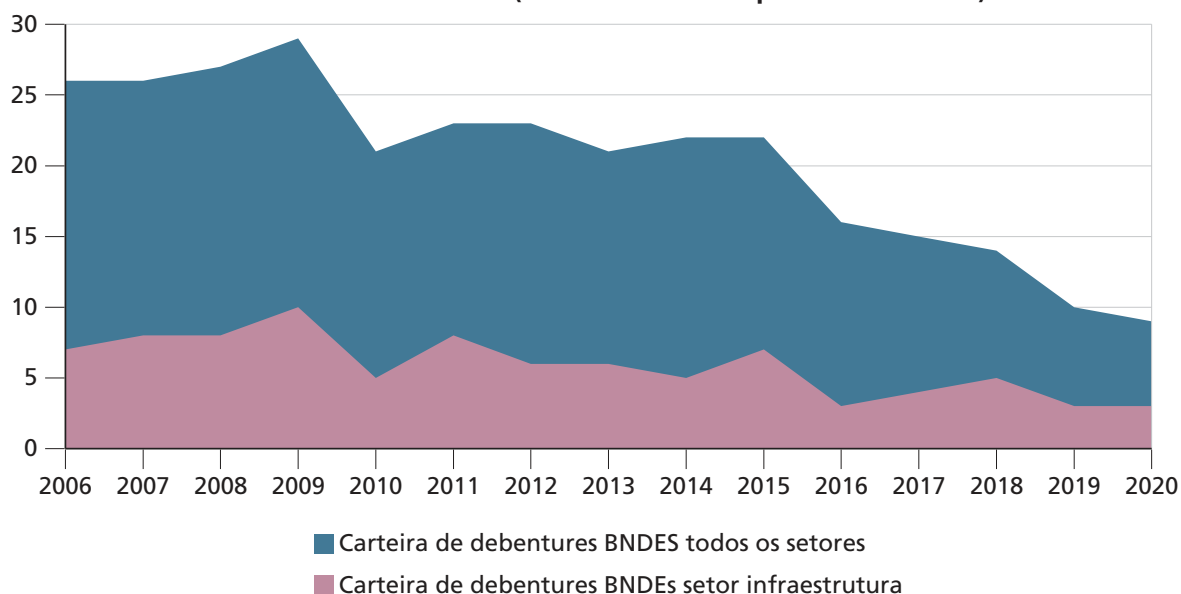
A política financeira do banco também admite a oferta de linha de suporte a liquidez (LSL) para empresas emissoras de debêntures em valor equivalente a até 20% do valor relativo à emissão. São elegíveis as SPEs que dispõem de concessão de infraestrutura e as empresas controladoras destas SPEs, desde que a alocação dos recursos seja no projeto objeto da concessão. Este instrumento tem por propósito viabilizar a liquidação de compromissos associados à emissão debêntures em situações nas quais haja insuficiência de liquidez.

20. Por força de dispositivo regulatório, estas emissões só podem ser realizadas por empresas organizadas sob a forma de sociedade por ações e não pertencentes ao setor financeiro.

21. Para uma análise dos incentivos tributários concedidos nas operações com debêntures incentivadas de infraestrutura, ver Pereira e Miterhof (2019).

GRÁFICO 7

Carteira do BNDES em investimentos em debêntures (dados de estoque): todos os setores e setor de infraestrutura (em número de empresas investidas)



Fonte: BNDES.
Elaboração do autor.

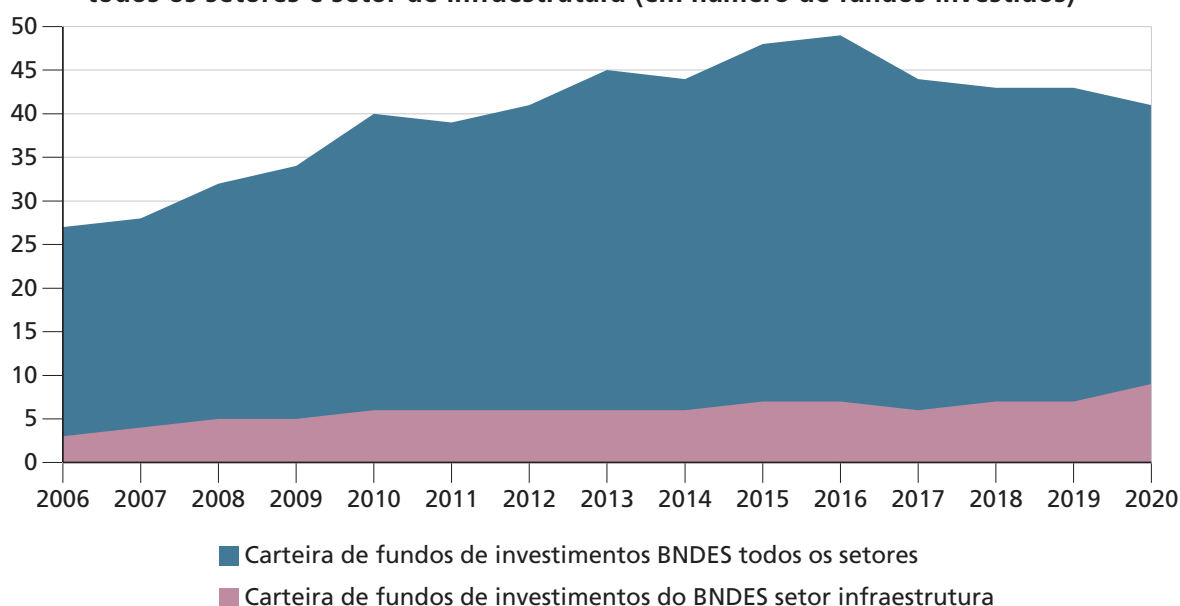
O gráfico 8 informa dados sobre a evolução da carteira do BNDES em investimentos em cotas de fundos de investimento (dados de estoque) no período 2006-2020. A carteira do banco é composta por três modalidades de fundos, classificados segundo o objetivo predominante: fundos de investimento em participações, com alocação em títulos de participações societárias; fundos de direitos creditórios, orientados à aquisição de dívida corporativa/debêntures; e créditos em infraestrutura, voltados primordialmente às emissões de empresas do setor. Nesta análise, os dados são para a totalidade da carteira e para a parcela da carteira com alocações preponderantes em papéis de empresas do setor de infraestrutura. A natureza condominial desta modalidade de operação faz com que o número de empresas e projetos alcançados pelo desembolso do banco e o volume dos recursos mobilizados para investimentos em projetos sejam um múltiplo do desembolso realizado pelo banco.

A participação percentual média anual do banco nos fundos investidos é da ordem de 28%; esta média oscilou entre 23% e 33% ao longo do período 2006-2020, tomando por referência as operações no ano do desembolso, portanto, no início do ciclo de investimento. No entanto, as condições de mercado no momento da emissão em alguns casos alteraram expressivamente a participação do banco, para menor nos casos de boa aceitação da emissão pelo mercado e para maior nos casos contrários. Este fato evidencia o papel do banco de desenvolvimento no compartilhamento de riscos de demanda no momento de novas emissões de títulos em mercado.

No caso dos fundos de participação, o fundo investidor pode participar do processo decisório da sociedade investida,²² com efetiva influência na definição de sua política estratégica, mediante indicação de membros para os conselhos de administração e fiscal da empresa investida. Nesses casos, independentemente do percentual de participação do banco na carteira do fundo investido, a indicação de membro ao conselho de administração da empresa é prerrogativa do fundo de investimento e não daqueles que aportam recursos em cotas do fundo.

GRÁFICO 8

Carteira do BNDES em participações em fundos de investimentos (dados de estoque): todos os setores e setor de infraestrutura (em número de fundos investidos)



Fonte: BNDES.
Elaboração do autor.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este capítulo abordou a reconfiguração da política financeira do BNDES para o setor de infraestrutura econômica, social e urbana, com ênfase no processo de reconfiguração observado no período 2016-2020. O propósito foi entender a estratégia de mudança, tomando por base as alterações de densidade e de intensidade de uso dos instrumentos, esclarecer a direção da trajetória de mudanças realizadas e sinalizar a estratégia de atuação e o grau de visibilidade do engajamento do governo.

A abordagem de *policy dismantling* desenvolvida por Bauer e Knill (2014, p. 30) focaliza um tipo particular de mudança (*policy change*), aquela caracterizada pela redução do compromisso político do governo com um determinado campo

22. A participação de um fundo de investimento em participações (FIP) no processo decisório da empresa investida depende do percentual de sua participação no capital da empresa e, em alguns casos, de acordo de acionistas.

de política pública. No caso da política financeira para o setor de infraestrutura, as mudanças não parecem estar associadas à redução do compromisso político do governo federal com o setor. A redução da participação direta estatal no financiamento e no investimento é baseada em argumentos de restrição fiscal do setor público, de ajuste fiscal expansionista e de maior eficiência alocativa do setor empresarial privado para, por meio de incentivos, prover a estruturação de ativos de infraestrutura mediante o uso crescente do mercado de capitais, em especial o segmento de dívida corporativa.

O texto apresentou evidências de que o governo, motivado por argumentos fiscais, optou por realizar mudanças na política financeira do BNDES que impactaram negativamente a densidade da política, a densidade dos instrumentos e a intensidade dos instrumentos operados pelo banco. Houve aceleração da devolução dos recursos captados por operações de crédito que haviam sido contratadas pelo banco junto ao Tesouro Nacional; supressão da possibilidade de contratação de novas operações de crédito entre o banco e o Tesouro nos mesmos termos em que haviam sido pactuadas anteriormente; ampliação da desvinculação das receitas componentes do FAT direcionadas à constituição de passivo de longo prazo gerenciado pelo banco (EC nº 93/2016); mudança estrutural na metodologia de determinação da taxa de juros que ampliaram expressivamente o custo financeiro das operações de crédito ofertadas pelo banco (MP nº 777/2017, convertida na Lei nº 13.483/2017), resultando, em alguns casos, em impactos adversos sobre atratividade da fonte BNDES; e redução da escala de operações financeiras com instrumentos de crédito e de capitais com empresas do setor de infraestrutura, inclusive desinvestimentos em debêntures e participações acionárias.

O novo cenário configura redução da capacidade estatal, mais especificamente redução de capacidade do principal banco de desenvolvimento estatal, para mobilizar capital com perfil de exigibilidade de longo prazo (*funding*) compatível com as necessidades de oferta de crédito em condições capazes de exercer influência expressiva no processo de orientação de setores estratégicos para a modernização e o crescimento econômico de longo prazo. Este fato é especialmente limitador de políticas financeiras de natureza anticíclica, que, em geral, demanda movimentos acelerados de oferta de crédito em curto período, fato que requer instrumentos capazes de ampliar o *funding* do banco.

No entanto, esta perda de capacidade estatal é parcial. O Estado ainda mantém, no âmbito do BNDES, instrumentos e recursos financeiros capazes de viabilizar participação ativa no financiamento direto do investimento e na provisão de outros serviços financeiros, inclusive estruturação de garantias, capazes de gerar incentivos fortes indutores do desenvolvimento de projetos de investimento no setor de infraestrutura. As restrições de *funding*, contudo, impõem maior

atenção com a definição dos critérios de elegibilidade de projetos. Fatores como a importância estratégica do setor/projeto e o potencial de geração de externalidades positivas econômicas, sociais e ambientais devem dispor de maior relevância no processo de definição dos critérios de seletividade determinantes da acessibilidade aos recursos do banco.

As políticas de financiamento do desenvolvimento de projetos do setor de infraestrutura passaram a fazer uso intensivo de gastos tributários realizados via incentivos concedidos aos demandantes de debêntures incentivadas de infraestrutura e uso intensivo de estratégias de compartilhamento de riscos entre poder concedente e empresas concessionárias. Este compartilhamento de riscos de crédito e de capital ocorre, em especial, em setores e projetos mais intensivos em risco e nas fases iniciais dos projetos (*pre-completion*), período no qual esta exposição é mais expressiva. A atuação do Estado na provisão de equipamentos e serviços de infraestrutura continua relevante, agora sob um novo arranjo institucional, ainda híbrido, entretanto com menor participação dos tradicionais instrumentos de financiamento operados pelos bancos públicos de desenvolvimento e maior participação de instrumentos incentivadores da mobilização de capital privado (*equity* e dívida corporativa) na composição das fontes de recursos para financiamento de projetos de longo prazo (Silva, 2022).

Uma agenda de políticas públicas orientada à aceleração da modernização e da ampliação da infraestrutura também deverá considerar a hipótese de revisão da regra de controle da expansão das despesas primárias do governo federal (EC nº 95/2016). Esta é uma condição necessária à retomada da capacidade de mobilização de recursos do orçamento público federal para investimentos em projetos que demandam participação direta do setor público na execução do empreendimento, na estruturação de garantias e/ou mediante concessão de subsídios explícitos a projetos empreendidos pelo setor privado, sempre que esses instrumentos forem necessários à modernização e à ampliação do estoque de equipamentos e à oferta de serviços de infraestrutura essenciais ao desenvolvimento econômico.

Uma agenda de política pública de natureza financeira deve considerar pelo menos cinco medidas orientadas à ampliação e ao aperfeiçoamento da capacidade de atuação do BNDES. A primeira diz respeito à ampliação da capacidade de captação para constituição de *funding* de longo prazo, duas iniciativas devem ser analisadas: supressão da incidência da alíquota de 30% da Desvinculação das Receitas da União sobre a receita do PIS-Pasep (EC nº 93/2016) e desenvolvimento de uma política de emissões de títulos financeiros de longo prazo, inclusive títulos com certificação verde (*green bonds*), orientados ao mercado internacional.

A segunda medida trata da definição de regras de seleção para concessão de crédito, aquisição de título e participação no capital, e deve primar por apoio a

projetos com relevância para o crescimento econômico, inclusão social e sustentabilidade ambiental, e perfil de riscos menos atrativo ao mercado financeiro privado. A terceira medida deve focalizar o desenvolvimento da participação do banco na gestão financeira de um fundo garantidor – habilitado inclusive para aquisição de títulos de dívida corporativa subordinada –, capitalizado pelo governo federal e pelos governos estaduais, com recursos de outorgas originadas em contratos de concessões e parcerias público-privadas de infraestrutura, com o propósito de dar suporte à gestão de projetos cujo perfil de risco possa restringir o acesso ao mercado financeiro.

A quarta medida, de fato, é apenas a afirmação da agenda de atuação do banco como unidade estruturadora de projetos de investimentos de grande porte, em especial aqueles relacionados às concessões e às parcerias público-privadas. Por fim, ainda que não menos relevante, é essencial o aprimoramento da política de revelação de informações sobre instrumentos e contratos relacionados às operações financeiras, inclusive em relação à estrutura de propriedade das empresas constitutivas da rede de subcontratações realizadas com o propósito de viabilizar a estruturação de projetos de grande porte e das empresas – sociedades de propósito específico e suas respectivas *holdings* – com acesso aos serviços financeiros ofertados pelo banco.

As mudanças no ambiente macroeconômico associadas aos movimentos de curto prazo do ciclo econômico e a trajetória de longo prazo do crescimento irão intensificar as demandas por recursos financeiros e mecanismos de gestão de riscos. Portanto, a agenda de política financeira para o setor de infraestrutura permanece em aberto e diretamente conectada às escolhas de política fiscal e à estratégia de desenvolvimento econômico.

REFERÊNCIAS

ALBUQUERQUE, G. C.; ÁVILA, N. R. A. Concessões federais de infraestrutura aeroportuária e desafios da pandemia: análise sobre os impactos disciplina contratual. **Jota.Info**, 26 fev. 2020. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/infra/concessoes-federiais-de-infraestrutura-aeroportuaria-e-desafios-da-pandemia-26062020>.

ALMEIDA JR., M.; LISBOA, M. B.; PESSOA, S. O ajuste inevitável: ou o país que ficou velho antes de se tornar desenvolvido. **Folha de S. Paulo**, 20 jul. 2015.

APPY, B.; LISBOA, M. B.; MENDES, M.; LAZZARINI, S. Os desafios para sair da crise. **O Estado de S. Paulo**, 13 set. 2015. Disponível em: <http://www.brasil-economia-governo.org.br/2015/09/28/os-desafios-para-sair-da-crise/>.

ARAÚJO, L. Recensão de Michael W. Bauer e outros (2012). Dismantling public policy: preferences, strategies and effects. **Sociologia: Problemas e Práticas** [on-line], n 84, 2017. Disponível em: <http://journals.openedition.org/spp/3174>. Acesso em: 30 set. 2022.

BAUER, M. W.; KNILL, C. Understanding policy dismantling: an analytical framework. In: BAUER, M. W.; JORDAN, A.; GREEN-PEDERSEN, C.; HÉRI-TIER, A. **Dismantling public policy: preferences, strategies and effects**. Oxford, UK: Oxford University Press, 2012. p. 3-29.

_____. A conceptual framework for the comparative analysis of policy change: measurement, explanation and strategies of policy dismantling. **Journal of Comparative Policy Analysis**, v. 16, n. 1, p. 28-44, 2014.

BERTUSSI, G. L.; TAKASAGO, M.; GUILHOTO, J. J. M. Infraestrutura econômica no Brasil: uma análise de sua relevância sob a ótica de matriz insumo-produto. **Análise Econômica**, Porto Alegre, v. 38, n. 77, p. 147-170, 2020.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos Interministerial n. 4/2009 MF/MDIC**, em Medida Provisória 453, que autoriza a União a conceder crédito ao BNDES e dá outras providências, de 22 de janeiro de 2009. Brasília: Ministério da Fazenda, 2009.

_____. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos Interministerial n. 162**, em Medida Provisória 661, que autoriza a União a conceder crédito ao BNDES e dá outras providências, de 2 de dezembro de 2014. Brasília: Ministério da Fazenda, 2014.

_____. Presidente (2016-2018: Michel Temer). **Discurso durante cerimônia de apresentação das medidas econômicas ao Congresso Nacional**. Brasília, 24 maio 2016.

_____. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos n. 00036**, em Medida Provisória que institui a Taxa de Longo Prazo – TLP e dá outras providências, de 26 de abril de 2017. Brasília: Ministério da Fazenda, 2017.

_____. Ministério da Economia. **Pro-infra caderno 1: estratégia de avanços na infraestrutura**. Brasília: ME, 2 ago. 2019. Disponível em: https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-exterior/pt-br/images/REPOSITARIO/Livretoa_Pro-Infra.pdf. Acesso em: 30 set. 2022.

ESTACHE, A.; FAY, M. **Current debates on infrastructure policy**. Washington: World Bank, 2007. (Policy Research Working Paper, n. 4410)

FIANI, R. **Cooperação e conflito: instituições e desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

FRISCHTAK, C.; NORONHA, J. **O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil**: uma agenda para sua expansão sustentada. Brasília: CNI, 2016.

GI HUB – GLOBAL INFRASTRUCTURE HUB. **Fiscal multiplier effect of infrastructure investment**. 14 dec. 2020. Disponível em: <https://www.gihub.org/infrastructure-monitor/insights/fiscal-multiplier-effect-of-infrastructure-investment/>.

HERMANN, J. **O papel dos bancos públicos**. Brasília: Cepal; Ipea, 2010. (Textos para Discussão Cepal-Ipea, n. 15). Disponível em: http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/2964/1/TD_1533.pdf.

PEREIRA, T. R.; MITERHOF, M. T. O papel do BNDES e o financiamento do desenvolvimento: considerações sobre a antecipação dos empréstimos do Tesouro Nacional e a criação da TLP. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 27, n. 3, p. 875-908, 2018.

_____. **Debêntures de infraestrutura**: qual fração do custo fiscal é transferida aos projetos? Rio de Janeiro: BNDES, 2019. (Texto para Discussão, n. 143)

PUGA, F. P.; BORÇA JUNIOR, G. R.; NASCIMENTO, M. M. O Brasil diante de um novo ciclo de investimento e crescimento econômico. *In*: ALEM, A. C.; GIAMBIAGI, F. (org.). **O BNDES em um Brasil em transição**. Rio de Janeiro: BNDES, jun. 2010.

_____; GABRIELLI, H. **O BNDES e o investimento, 2000 a 2016**. Rio de Janeiro: BNDES, mar. 2018. (Texto para Discussão, n. 122)

RESENDE, C. T.; PIRES, M. O impulso de multiplicador fiscal: implementação e evidência para o Brasil. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 51, n. 2, p. 213-243, 2021.

SEILLIER, M.; GADELHA, B. **Retomada econômica no pós-covid**: o investimento em infraestrutura como indutor de prosperidade. Publicado em 20 jul. 2020. Disponível em: https://www.gov.br/economia/pt-br/canais_atendimento/imprensa/artigos/2020/retomada-economica-no-pos-covid-o-investimento-em-infraestrutura-como-indutor-de-prosperidade Acesso em: 8 mar. 2022.

SILVA, M. S. Arranjos institucionais híbridos e centro estratégico em infraestrutura econômica. *In*: AMITRANO, C. R. *et al.* (orgs.). Instituições e desenvolvimento. Brasília: Ipea, nov. 2018. p. 63-70. (**Boletim de Análise Político-Institucional**, n. 16).

_____. Financiamento à infraestrutura: desenvolvimento institucional e desempenho do mercado de debêntures incentivadas (2012-2020). *In*: SILVA, M.

S. **Concessões e parcerias público-privadas**: políticas públicas para provisão de infraestrutura. Rio de Janeiro: Ipea, 2022.

TIMILSINA, G.; HOCHMAN, G.; SONG, Z. **Infrastructure, economic growth, and poverty**: a review. Washington: World Bank, 2020. (Policy Research Working Paper, n. 9.258)

TINOCO, G. *et al.* **A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional**: antecedentes, motivações e desdobramentos. Rio de Janeiro: BNDES, out. 2018. (Texto para Discussão, n. 131)

TORRES FILHO, E. T. **O BNDES em uma encruzilhada**: como evitar sua desmontagem. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial jan. 2018.

_____; MACAHYBA, L. **O elo perdido**: o mercado de títulos de dívida corporativa no Brasil. São Paulo: Instituto de Estudos para o Desenvolvimento Industrial, jun. 2012.

WEF – WORLD ECONOMIC FORUM. **The Global Competitiveness Report 2019**. Disponível em: http://www3.weforum.org/docs/WEF_TheGlobalCompetitivenessReport2019.pdf.

WILLIAMSON, O. E. **The economic institutions of capitalism**: firms, markets and relational contracting. Nova York: The Free Press, 1985.

ANEXO

QUADRO A.1

Composição do setor de infraestrutura nas estatísticas do BNDES segundo a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE)/IBGE

Setor	Código de seção e divisão	Especificação	Nota explicativa
Comércio e serviços	D35	Eletricidade e gás	Atividades de produção, transmissão e distribuição de energia elétrica e de fornecimento de gás.
	E36	Água, tratamento e distribuição de água	Captação, tratamento e distribuição de água, inclusive operações de canais de irrigação.
	E37	Esgoto e atividades relacionadas	Operação de sistemas de esgoto sanitário: gestão das redes e operação das estações de tratamento de esgoto.
	E38	Coleta, tratamento e disposição de resíduos	Coleta, tratamento e disposição de resíduos urbanos e industriais e operação de estações de recuperação de materiais descartados (metálicos, plásticos e outros).
	E39	Descontaminação de resíduos	Descontaminação e outros serviços de gestão de resíduos.
	F41	Construção de edifícios	Construção de edifícios de todos os tipos (inclusive residenciais) e as reformas e manutenções correntes. Realização de empreendimentos imobiliários, residenciais ou não, por incorporação imobiliária.
	F42	Obras de infraestrutura	Estradas, vias urbanas, pontes, túneis, ferrovias, metrô, pistas de aeroportos, portos e projetos de abastecimento de água, sistemas de irrigação, sistemas de esgoto, redes de dutos e linhas de eletricidade, instalações esportivas etc., e reformas e manutenções correntes.
	F43	Serviços especializados para construção	As unidades classificadas nesta divisão são especializadas em um determinado tipo de serviço para a construção civil, comum a diferentes tipos de estruturas e que requer a utilização de técnicas e equipamentos especiais para a sua execução.
	H49	Transporte terrestre	Serviços de transporte de passageiros e carga por rodovias, ferrovias, metroviários e dutoviários, e gestão e operação de terminais e atividades correlatas.
	H50	Transporte aquaviário	Transporte aquaviário de pessoas e mercadorias: interior, cabotagem e longo curso, inclusive operação de embarcações para apoio marítimo (navios e plataformas) e portuário.
	H51	Transporte aéreo	Transporte aéreo de passageiros e carga, regular e não regular, doméstico e internacional.
	H52	Armazenamento e atividades auxiliares dos transportes	Atividades relacionadas com a movimentação e o armazenamento de cargas em todos os modais e as atividades de agenciamento de transporte, inclusive gestão de portos, aeroportos e terminais rodoviários e ferroviários.
	H53	Correios e outras atividades de entrega	Coleta, distribuição e entrega de correspondência e volumes, inclusive os serviços de entrega rápida de mercadorias do comércio varejista.
J61	Informação e comunicação	A característica das atividades classificadas nesta divisão é a transmissão de conteúdo sem envolver as atividades de criação. A infraestrutura de telecomunicações que dá suporte a estas atividades pode ser baseada em combinação de tecnologias, inclusive satélite.	

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

