

textos para discussão

166

novembro de 2025

Perspectiva histórica das fontes de *funding* do BNDES

Fábio Moreira Alves Esperança

textos para discussão

166

novembro de 2025

Perspectiva histórica das fontes de *funding* do BNDES

Fábio Moreira Alves Esperança

Fábio Moreira Alves Esperança é economista do BNDES.

O autor agradece pelas excelentes observações de Ana Cláudia Além, Gilberto Borça Jr. e Raphael Simas Zylberberg acerca de versões preliminares do artigo. O agradecimento se estende também a Altino Joia, Julio Cesar Cardoso e Erica Puppim Guedes, pela contribuição na obtenção de dados fundamentais à redação do artigo.

O presente artigo é de exclusiva responsabilidade do autor, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

Resumo

Nos últimos anos, os bancos de desenvolvimento voltaram a ter protagonismo no debate econômico após as atuações durante as crises de 2008 e da Covid-19 e no combate à emergência climática. Para exercer seu papel de promover o desenvolvimento e agir contracíclicamente, essas instituições precisam acessar fontes estáveis e de longo prazo. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), em particular, busca retomar seu protagonismo na economia brasileira após alguns anos de forte retração de sua participação relativa. Para isso, entretanto, o debate sobre o acesso a novas fontes de *funding* se faz premente. Este estudo oferece, então, uma análise sobre as principais fontes de recursos do BNDES e o tamanho do Banco em relação à economia brasileira, desde sua criação até os dias de hoje, enfatizando as mudanças institucionais ocorridas ao longo do tempo, bem como os desafios que se colocam atualmente na busca pela retomada do protagonismo da instituição.

Palavras-chave: BNDES; *funding*; bancos de desenvolvimento; FAT; PIS-Pasep; passivo.

Abstract

In recent years, development banks have regained prominence in economic policy debates, particularly considering their roles during the 2008 global financial crisis, the Covid-19 pandemic, and the current climate emergency. To fulfill their countercyclical and developmental mandates, these institutions require stable and long-term funding sources. In the Brazilian context, the Brazilian Development Bank (BNDES) seeks to reestablish its relevance after a period of significant decline in its relative participation in the economy. A critical aspect of this process is the ongoing discussion around the diversification and sustainability of its funding base. This study provides an analysis of the main sources of BNDES and their relative scale within the Brazilian economy from the bank's inception to the present. It highlights key institutional changes over time and discusses current challenges the institution faces in regaining its central role in economic development.

Keywords: BNDES; sources; development banks; FAT; PIS-Pasep; liabilities.

Sumário

1. Introdução.....	9
2. Primeira etapa (1952-1973)	10
3. Segunda etapa (1974-1995)	14
4. Terceira etapa (1995-2024).....	19
5. Novas perspectivas e mudanças em curso	25
6. Conclusões	27
Referências	28

1. Introdução

A instituição dos bancos nacionais de desenvolvimento modernos pode ser remontada à arquitetura institucional do imediato pós-Guerra, cuja missão central era a reconstrução das áreas destruídas pela guerra e a promoção da industrialização (Mazzucato; Penna, 2016). Nos últimos anos, a atuação anticíclica desses bancos durante a crise econômica de 2008 e a pandemia de Covid-19 e seu papel central na agenda da transição climática (Além; Madeira, 2024; Mazzucato; Penna, 2016) marcaram um retorno dessas instituições ao centro do debate público.

Os bancos de desenvolvimento (BD) têm, segundo Griffith-Jones, Ocampo e Arias (2018), ao menos cinco papéis fundamentais no processo de desenvolvimento nacional: (i) agir de maneira anticíclica, contrapondo-se ao comportamento normalmente pró-cíclico do crédito privado; (ii) promover transformação estrutural e inovação; (iii) aumentar a inclusão financeira, reduzindo a restrição de crédito a micro, pequenas e médias empresas por meio da concessão de empréstimos e garantias; (iv) financiar infraestrutura, cujos projetos têm prazos de maturação geralmente mais longos e resultados econômicos mais incertos, o que pode levá-los a serem preteridos pelos financiadores privados em favor de projetos de resultados mais certos e rápidos (Além; Madeira, 2024); e (v) financiar a provisão de bens públicos, como adaptação e mitigação climática, que, por conta de suas externalidades positivas, são subfinanciadas pelo setor privado.

Ao contrário dos bancos comerciais, que dependem em boa parte de depósitos para captação de recursos, os BDs, por financiarem projetos a prazos mais longos e de retorno mais incerto, necessitam de fontes de recursos mais estáveis e de prazo mais extenso. Segundo Xu, Wang e Ru (2021), as principais fontes de *funding* dos bancos de desenvolvimento são: (i) emissão de títulos no mercado de capitais (doméstico ou internacional), podendo contar com garantia implícita ou explícita dos governos; (ii) capitalização, empréstimos, depósitos, fundos ou subsídios governamentais (incluindo bancos centrais); (iii) depósitos de empresas e famílias; (iv) empréstimos e doações de instituições multilaterais e bancos de desenvolvimento estrangeiros; e (v) reinvestimento de lucros retidos.

Desde sua criação, em 1952, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem sido o principal financiador do desenvolvimento brasileiro, ocupando um espaço central na economia do país. Para exercer esse papel, contudo, é indispensável a presença de fontes estáveis de recursos que lhe permitam alavancar o crescimento brasileiro e promover a inovação e a mudança estrutural. Não obstante o papel central que o BNDES exerceu e a relevância do acesso a fontes estáveis de recursos para a sua atuação, a evolução do passivo¹

¹ “Passivo” será usado neste estudo em sentido amplo, conjugando tanto o passivo propriamente dito quanto o patrimônio líquido.

do Banco sofreu uma série de alterações durante sua história, tanto em termos de composição quanto de tamanho.

Este trabalho busca, então, investigar as principais fontes de *funding* do BNDES ao longo de sua história e o tamanho do Banco em relação à economia brasileira. Para isso, o trabalho é dividido em quatro seções além desta introdução, cada uma correspondendo a uma etapa histórica do BNDES. A próxima seção trata do momento inicial, de 1952 a 1973, em que os recursos do Fundo de Reaparelhamento Econômico (FRE) foram a fonte preponderante de *funding* do Banco. Em seguida, aborda-se o período de 1974 a 1995, em que o BNDES passa a ser aplicador do Fundo de Participação do Programa de Integração Social e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-Pasep), o qual se torna fundamental no processo de expansão do Banco e consolida a existência de uma fonte estável de recursos. Na seção seguinte, discorre-se sobre o período que vai de 1995 a 2024, quando o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) passa a se constituir como principal componente do passivo do Banco, incluindo-se aí o interregno em que, com a crise de 2008, os empréstimos do Tesouro ganharam proeminência. Por fim, discutem-se as mudanças institucionais recentes e a atual tentativa de diversificação das fontes de recursos do BNDES em um contexto de emergência climática e tentativa de retomada do protagonismo do Banco na economia brasileira.

2. Primeira etapa (1952-1973)

A etapa inicial da história do BNDES (então Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDE)² foi marcada pela presença do FRE como fonte fundamental de *funding* do Banco. Criado no contexto da negociação de um acordo de ajuda financeira dos Estados Unidos, o FRE constituiria a contrapartida de 50% de mobilização de recursos nacionais exigida pelo acordo, cujos resultados seriam investidos em projetos estratégicos definidos por uma comissão formada por técnicos de ambos os países (Comissão Mista Brasil-EUA), sendo os demais 50% financiados com recursos do Eximbank (Araújo, 2024).

O modelo encontrado para financiar o pacote de projetos, exposto na Lei 1.474/1951, foi a instituição da cobrança de um adicional sobre o imposto de renda (IR). A alíquota seria de 15% sobre o IR de pessoas cujo imposto devido fosse superior a Cr\$ 10.000,00 (dez mil cruzeiros), além de 3% sobre reservas e lucros não distribuídos de pessoas jurídicas (Brasil, 1951). Por fim, esses recursos seriam repassados pelo Tesouro ao Banco e constituiriam um “fundo especial, com personalidade contábil”, que seria “aplicado na execução do programa de reaparelhamento de portos e ferrovias, aumento da capacidade de armazenamento,

² O “S” na sigla só seria adicionado em 1982, com o Decreto-Lei 1940, que instituiu o Fundo de Investimento Social (Finsocial).

frigoríficos e matadouros, elevação do potencial de energia elétrica e desenvolvimento de indústrias básicas e de agricultura” (Brasil, 1951).

Esse adicional, que inicialmente vigorava até 1956, constituiu a principal fonte de recursos do FRE nos primeiros anos do Banco. Apesar dessa centralidade, tais recursos se mostraram insuficientes para dar prosseguimento à totalidade dos projetos previstos pela Comissão Mista, especialmente porque: (i) a parcela que cabia às agências internacionais de financiamento ficou muito aquém do total previsto; (ii) os repasses ao BNDE do adicional do imposto de renda eram feitos normalmente com bastante atraso – o que, dada a inflação, corroía seu valor real – e em quantidade bem inferior ao esperado, especialmente em momentos de contenção fiscal (BNDE, 1962; Dias, 1996). Assim, a partir da Lei 2.973/1956, que renovou por dez anos o adicional e modificou sua alíquota, foram previstos mecanismos mais automáticos de repasse ao BNDE, reduzindo a lacuna entre a arrecadação e o repasse, e permitindo ao Banco ocupar papel central no financiamento do Plano de Metas (BNDE, 1962; Dias, 1996).

Em relação ao seu custo, os recursos do adicional do imposto de renda repassados pelo Tesouro ao Banco seriam restituídos, após seis exercícios, em títulos da dívida pública (denominados Obrigações do Reparelhamento Econômico), remunerados à taxa nominal simples de 5% anuais, paga semestralmente. O pagamento do principal desses títulos, por sua vez, ocorreria em vinte prestações anuais iguais, a partir do exercício seguinte à emissão. Além disso, seria pago um bônus de 25% sobre o valor do título no sexto ano após o recolhimento do adicional (Brasil, 1951, 1952). A partir dos fluxos de pagamento previstos em lei, é possível estimar o custo nominal de *funding* do adicional restituível do imposto de renda, principal fonte de recursos do FRE até 1964, em aproximadamente 9,89% anuais (levando em conta as bonificações e pagamentos dos cupons e principal). Considerando a inflação, medida pelo Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI) acumulado nos 12 meses anteriores, o custo real de captação do BNDE nesses primeiros anos encontrou-se frequentemente em terreno negativo, como pode ser visto no Gráfico 1.

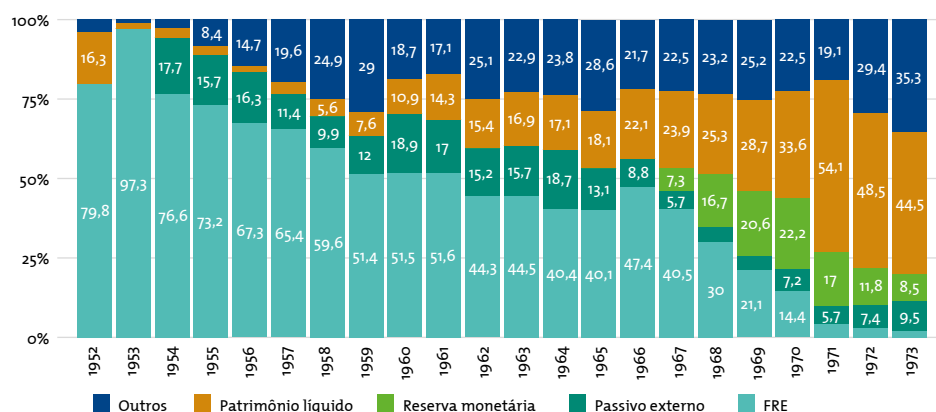
Gráfico 1. Custo real estimado dos recursos FRE (1953-1965)



Fonte: Elaboração própria com base em Brasil (1951, 1952) e no IGP-DI da FGV, disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>.

Para o biênio 1965-1966, a Lei 4.506/1964 instituiu um repasse ao FRE de 20% do imposto de renda arrecadado a cada exercício, sem previsão de restituição (Brasil, 1964). Desse modo, durante os 15 anos iniciais de existência do BNDE, o FRE figurou como sua mais expressiva fonte de recursos, conforme se pode observar no Gráfico 2. Por fim, exclusivamente para o exercício de 1967 foi instituído um novo adicional sobre o IR, agora de 10%, tendo como contrapartida o direito de receber ações de igual valor de empresas com participação do BNDE (Brasil, 1966).

Gráfico 2. Composição do passivo do BNDES: 1952-1973 (%)



Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDE de 1952 a 1981, disponíveis em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=60>.

Durante esse período, também foram relevantes as entradas de recursos externos, em especial aqueles provenientes da cooperação com entidades internacionais e dos Acordos do Trigo, iniciados em 1955, segundo os quais o governo dos Estados Unidos destinaria ao BNDE parte dos recursos provenientes da venda de produtos agrícolas norte-americanos para o Brasil (BNDE, 1964).

Com o fim dos repasses do imposto de renda para o FRE, o Banco passou por uma fase de instabilidade nas suas fontes de recursos que perduraria até 1974 (Prochnik, 1995). A ausência dessa fonte, entretanto, foi parcialmente compensada pelo repasse de uma parcela da reserva monetária mantida no Banco Central, constituída pela arrecadação do recém-criado imposto sobre operações financeiras (IOF) e, complementarmente, por repasses de recursos do Tesouro, tendo o Decreto-Lei 62/1966 autorizado o Ministério da Fazenda a:

Vender Obrigações do Tesouro para o efeito de cobrir aplicações do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico, previstas em orçamento de investimentos aprovado pelo Conselho Monetário Nacional, para cuja cobertura sejam necessários recursos adicionais aos provenientes da Reserva Monetária do Banco Central (Brasil, 1966).

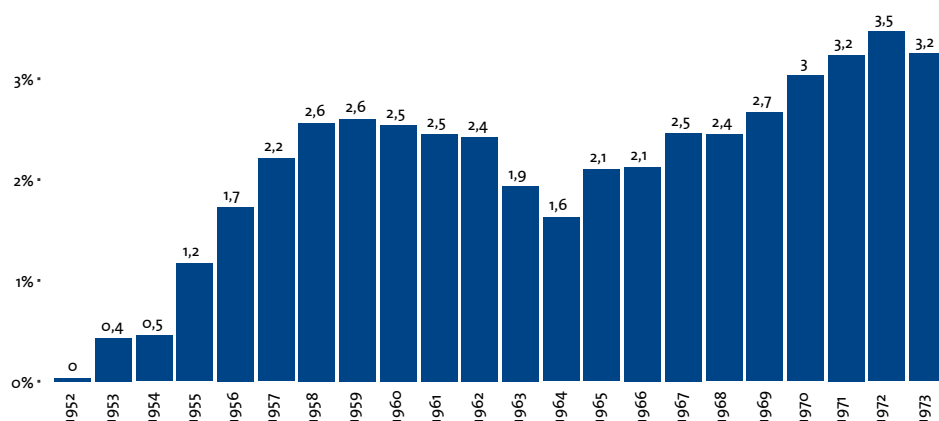
Assim, a partir de 1967 o BNDE passa a constar dos orçamentos monetário e fiscal (Prochnik, 1995), tornando-se mais dependente do governo para obter recursos. Também ganhou força no período o ingresso de recursos vinculados a

setores ou projetos específicos, como o Fundo da Marinha Mercante (FMM) e a Agência Especial de Financiamento Industrial (Finame) (Prochnik, 1995). Com a Lei 5.662/1971, que transformou o BNDE e a Finame, anteriormente autarquias, em empresas públicas, o capital próprio passou a ser a principal fonte de recursos do Banco. No artigo 1º da referida lei, ficou definido que o capital da nova empresa pública BNDE seria constituído pelo ativo líquido da antiga autarquia BNDE (Brasil, 1971), o que, além do capital inicial e posteriores incorporações e reservas, incluiria:

- c) parcela correspondente a 20% do produto da arrecadação do Imposto de Renda, relativa aos exercícios de 1965 e 1966, destinada ao BNDE por força da Lei n. 4.506/64 - art. 15;
- d) dotações incluídas nos Orçamentos da União dos exercícios de 1968 a 1971;
- e) parcelas remanescentes dos lucros líquidos e da correção monetária que, por inferiores a Cr\$ 20.000,00 (quota com que se processava a incorporação ao Capital), permaneceram, respectivamente, sob os títulos de Fundo de Reserva e de Fundo de Correção Monetária (BNDE, 1971, p. 23).

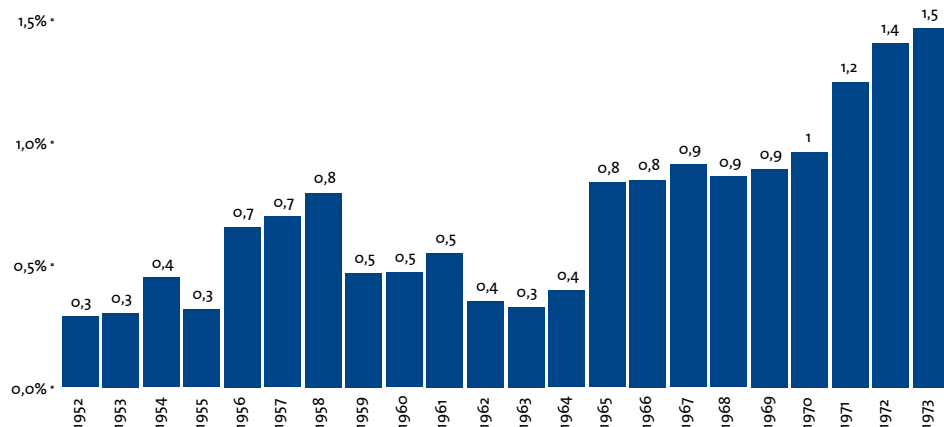
Também foi incorporado ao capital o resultado operacional líquido acumulado da Finame. Assim, o capital do BNDE passou de Cr\$ 1.716.098,00 em 1970 para Cr\$ 4.435.910,00 ao fim de 1971, consolidando-se como principal fonte de recursos do Banco, como visto no Gráfico 2.

Quanto à participação do passivo do Banco em relação ao produto interno bruto (PIB), podemos ver uma relação com os ciclos político-econômicos do país. Durante os primeiros anos de sua consolidação, o BNDE desfrutou de forte crescimento, com a entrada dos recursos do FRE e a sua centralidade no financiamento e no planejamento do Plano de Metas. Na primeira metade da década de 1960, o ciclo de relativa estagnação econômica e instabilidade política teve como consequência a ausência de projetos mais ambiciosos de desenvolvimento, relegando o Banco a um papel coadjuvante na vida econômica do período (Tavares *et al.*, 2010). Durante os anos do chamado “milagre econômico”, entre 1968 e 1973, o BNDE também viu seu tamanho em relação ao PIB brasileiro aumentar, chegando a um patamar superior a 3% (Gráfico 3), embora esse aumento tenha se sustentado em bases frágeis, dada a necessidade de negociar ano a ano parte dos recursos com os orçamentos fiscal e monetário (Vianna, 2009).

Gráfico 3. Passivo do BNDES proporcionalmente ao PIB: 1952-1973 (%)

Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDE de 1952 a 1981, disponíveis em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=60>.

Em relação às aprovações³ do Banco proporcionalmente ao PIB, podemos ver uma dinâmica similar, com um aumento significativo e subsequente manutenção desse nível no triênio 1956-1958, durante o Plano de Metas, um período com patamar mais baixo, entre 1959 e 1964, e, por fim, um novo ciclo de expansão a partir de 1965, acelerado a partir de 1970.

Gráfico 4. Aprovações do BNDES proporcionalmente ao PIB: 1952-1973 (%)

Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDE de 1952 a 1981, disponíveis em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=60>.

3. Segunda etapa (1974-1995)

Com a forte deterioração das contas externas, ocasionada pelo primeiro choque do petróleo, a opção do governo brasileiro – resumida no II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND) – foi a de aprofundar a substituição de importações, de modo

³ Embora os desembolsos sejam uma melhor medida da efetiva participação do Banco na economia, eles ainda não eram publicados nos balanços. Ainda assim, o uso das estatísticas de aprovações como proporção em relação ao PIB fornece uma tendência aproximada de como está caminhando a participação dos empréstimos do BNDE na economia.

a “ajustar a sua estrutura econômica à situação de escassez de petróleo” (Brasil, 1974b, p. 8). O núcleo da nova estratégia de crescimento, segundo Lessa (1998), partia de duas diretrizes centrais: (i) a mudança do padrão de industrialização pregresso, com alteração do centro dinâmico da economia da produção de bens de consumo duráveis para as indústrias de base; e (ii) o fortalecimento do capital nacional, tido como a “perna fraca” do tripé da industrialização brasileira (formado pelos capitais nacional privado, estrangeiro e estatal).

O BNDE, por sua vez, teria papel central na nova estratégia, tanto por meio do financiamento de capital privado quanto pelo aporte de capital minoritário por meio das recém-criadas subsidiárias Ibrasa, Embramec e Fibase, posteriormente unificadas na BNDES Participações (BNDESPAR) (Brasil, 1974b; Tavares *et al.*, 2010). De modo a cumprir o papel que lhe fora reservado, entretanto, o Banco precisava ampliar suas fontes de recursos, preferencialmente não dependentes da negociação dos orçamentos monetário e fiscal, o que foi logrado em 1974 pela transferência da administração dos recursos do PIS e do Pasep.

Instituídos pelas Leis Complementares 7 e 8, de 1970, o PIS e o Pasep eram inicialmente administrados pela Caixa Econômica Federal (CEF) e pelo Banco do Brasil (BB), respectivamente. Com a Lei Complementar 19/1974, o BNDE foi transformado no aplicador dos fundos constituídos pelos recursos arrecadados com o PIS e o Pasep – unificados a partir de 1976, formando o Fundo de Participação PIS-Pasep (Brasil, 1975) –, a fim de que os recursos fossem “aplicados de forma unificada, destinando-se, preferencialmente, a programas especiais de investimentos elaborados e revistos periodicamente segundo as diretrizes e prazos de vigências dos Planos Nacionais de Desenvolvimento (PND)” (Brasil, 1974a, art. 1º).

Para o PIS, as contribuições se comporiam de duas parcelas: (i) uma obtida por meio de um imposto de 0,5% sobre o faturamento das empresas empregadoras; e (ii) outra advinda da dedução de 5% do imposto de renda devido pelo empregador (Brasil, 1970a). Para o Pasep, as contribuições adviriam de: (i) para a União, 2% das receitas correntes efetivamente arrecadadas; (ii) para estados, municípios, Distrito Federal e territórios, 2% das receitas correntes próprias, deduzidas transferências a outras entidades da administração pública, além de 2% das transferências recebidas pelo Fundo de Participação dos Estados, Municípios e Distrito Federal; e (iii) para autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista, 0,8% da receita orçamentária (Brasil, 1970b, art. 2º).

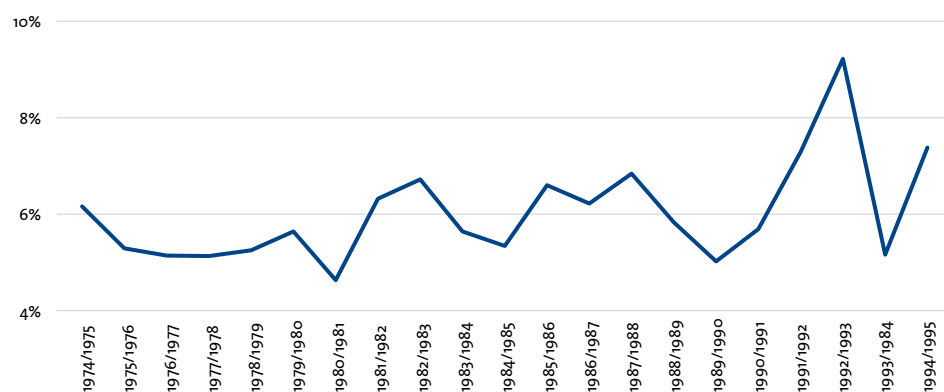
Os recursos arrecadados formariam, ao fim de cada exercício financeiro, contas individuais em nome dos empregados e servidores, sendo metade do valor destinado ao fundo dividido proporcionalmente ao salário recebido no período, e o restante proporcionalmente aos quinquênios de serviço prestados pelo empregado ou servidor (Brasil, 1970a, art. 7º; Brasil, 1970b, art. 4º). Além disso, as contas seriam atualizadas em junho de cada ano por: (i) correção monetária pelas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN); (ii) juros mínimos

de 3% anuais; e (iii) resultado líquido adicional (RLA) das operações realizadas com recursos do PIS-Pasep (Brasil, 1975, art. 3º).

Os cotistas do fundo poderiam retirar, anualmente, os rendimentos (juros mínimos, correção monetária e RLA) de suas contas, podendo ocorrer retirada total do saldo em caso de casamento, aposentadoria ou morte, entre outros (Azeredo, 1987). Além disso, a partir de 1975 os cotistas que fossem participantes do fundo há pelo menos cinco anos e recebessem o equivalente a até cinco salários mínimos regionais poderiam fazer uma retirada complementar a título de abono salarial. Esse saque assegurava um pagamento complementar, de modo a garantir a retirada de um salário mínimo àqueles cujos saques anuais de juros, correção monetária e RLA não perfizessem esse valor (Azeredo, 1987; Brasil, 1975). Os recursos arrecadados eram recolhidos à CEF e ao BB e, depois de descontados os pagamentos dos cotistas a título de abonos, rendimentos ou cotas, repassados ao BNDE para financiamento de suas operações (Prochnik, 1995).

A taxa de remuneração do Fundo PIS-Pasep pelos recursos aplicados pelo BNDE, por sua vez, passou a ser fixada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) (Brasil, 1974a), tendo sido determinadas, para além dos reajustes de acordo com os índices das ORTN, as taxas de juros reais: (i) mínima de 5% a.a. e máxima de 9% a.a. entre 1974 e 1982 (BCB, 1974); e (ii) a partir de dezembro de 1982, mínima de 3,5% a.a (BCB, 1982). A remuneração real efetiva do BNDES ao Fundo PIS-Pasep, por sua vez – observada no Gráfico 5, e obtida por meio dos relatórios de aplicação de recursos do PIS-Pasep pelo BNDES –, foi de 6,02% a.a. entre 1974 e 1995, estando durante todo esse período entre 4% e 10% anuais (BNDES, 1991, 2001).

Gráfico 5. Custo real dos recursos do PIS-Pasep (1974-1995)



Fonte: Elaboração própria com base em Najberg (1981) e BNDES (1991, 2001).

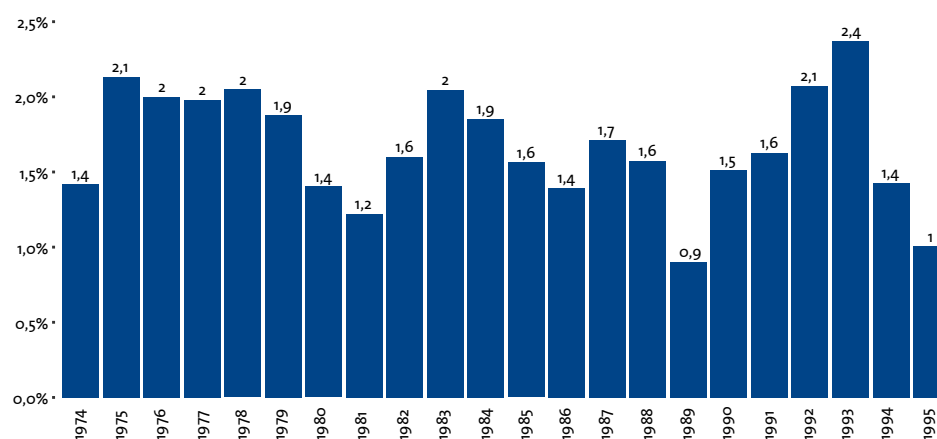
É importante salientar, entretanto, que a correção monetária oficial, dada pela atualização do valor nominal das ORTNs (OTNs, após 1986), era consistentemente inferior à inflação efetiva medida pelo IGP-DI. Considerando que nos empréstimos ao setor privado feitos pelo BNDE também incidia correção monetária, o esquema de financiamento montado constituía uma grande transferência de recursos dos trabalhadores, cotistas do PIS-Pasep, para as empresas nacionais, captadoras de financiamento pelo BNDE (Najberg, 1989).

Esse modelo de financiamento – montado para incentivar o investimento por parte dos empresários privados, de modo a garantir o ritmo de investimento compatível com a estratégia de desenvolvimento – foi reforçado por uma série de subsídios creditícios concedidos pelo BNDE e pelo Tesouro, especialmente entre 1974 e 1976, entre os quais: (i) a permissão de que o BNDE refinanciasse a parcela da correção monetária dos financiamentos que ultrapassasse 20% anuais – o que ampliava os prazos do financiamento e diminuía o tamanho real da dívida, uma vez que a defasagem entre a inflação efetiva e a correção pela ORTN se avolumava; e (ii) a limitação da correção monetária a 20% anuais para projetos em setores prioritários, sendo o excedente coberto pelo Tesouro (Najberg, 1989).

A centralização dos recursos do PIS-Pasep permitiu que o Banco consolidasse a sua posição central no processo de acumulação de capital e no sistema financeiro nacionais, tornando-se o principal agente financeiro do II PND (Loloian, 1980) e dando continuidade ao projeto de fortalecimento do capital privado. Em relação ao seu tamanho proporcionalmente ao PIB, o Banco passou por um robusto processo de expansão de seu passivo em relação ao PIB nos anos seguintes, indo de 3,25%, em 1973, para 9,4% em 1979.

A crise externa, cujos estopins foram a segunda crise do petróleo e o choque de juros do Federal Reserve, teve efeitos estruturais importantes sobre o BNDES. O ajuste recessivo, visto como ineludível diante do cenário externo (Macarini, 2008), levou a uma forte queda nos desembolsos no biênio 1980-1981, como pode ser visto no Gráfico 6.

Gráfico 6. Desembolsos do BNDES proporcionalmente ao PIB: 1974-1995 (%)



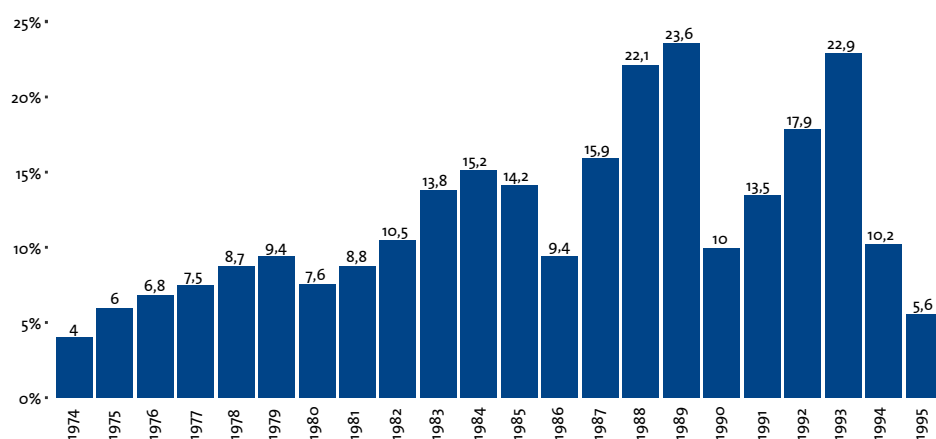
Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDES de 1970 a 1981 (então BNDE) e de 1982 a 1997, disponíveis em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=40>.

A necessidade de estabilização macroeconômica, particularmente no setor externo, e as dificuldades financeiras das empresas, causadas pela crise, tiveram efeitos estruturais sobre a atuação do BNDES. Do principal financiador das indústrias de base durante o II PND, o Banco passou a ter como prioridades o financiamento à exportação – de modo a mitigar a crise externa – e o saneamento financeiro de

empresas privadas em dificuldade, levando inclusive à estatização de uma série de empresas por meio da BNDESPAR (Costa; Melo; Araújo, 2016), posteriormente reprivatizadas a partir da segunda metade da década de 1980.

Durante a crise externa e os anos de alta inflação e baixo crescimento da década de 1980, a tendência de evolução do passivo do Banco em relação ao PIB ficou menos clara devido à aceleração inflacionária, que tornou muito volátil a medição tanto do numerador (o passivo) quanto do denominador (o PIB). Apesar disso, após o controle da inflação, a partir de 1995, o passivo do BNDES estabilizou-se em 5,6% do PIB, patamar bastante inferior àquele aferido em 1979, ao fim do II PND (Gráfico 7). Em relação aos desembolsos – menos suscetíveis às variações patrimoniais do ativo –, é possível ver a redução durante os anos 1980 a patamares médios inferiores àqueles observados no II PND.

Gráfico 7. Passivo do BNDES proporcionalmente ao PIB: 1974-1995 (%)



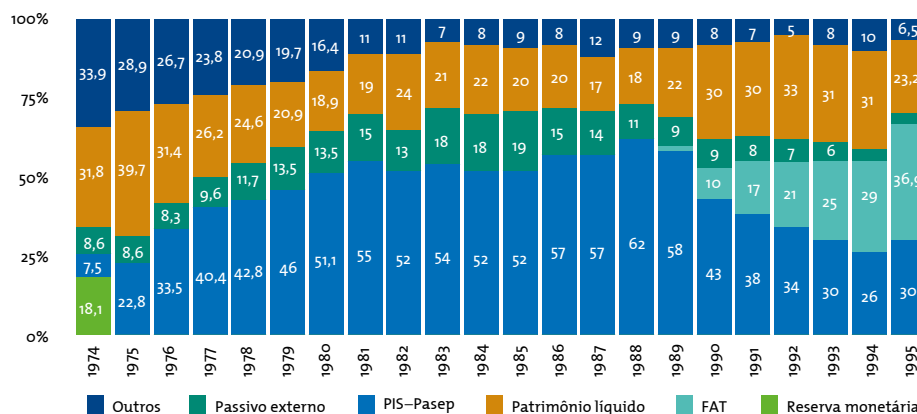
Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDES de 1970 a 1981 (então BNDE) e de 1982 a 1997, disponíveis em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=40>.

Apesar desse enxugamento, o *funding* do Banco passou por uma série de transformações estruturais importantes nesse período de instabilidade, sendo uma delas a instituição do Fundo de Investimento Social (Finsocial), administrado pelo BNDES, cujos recursos derivavam da arrecadação de contribuição social sobre as empresas, o que culminou na adição de “Social” na denominação do Banco, tornando-o, em 1982, BNDES (Brasil, 1982, art. 5º).

Contudo, a mais importante mudança no *funding* do BNDES no período veio com a Constituição de 1988. Em seu artigo 239, ficou definido que os recursos arrecadados pelo PIS e pelo Pasep custeariam os programas de abono salarial e seguro-desemprego, dando fim ao sistema de contas individuais formado pelo Fundo PIS-Pasep. Pela nova Constituição, pelo menos 40% dos recursos arrecadados pelo PIS e pelo Pasep seriam destinados a programas de desenvolvimento econômico por meio de repasses ao BNDES (Brasil, 1988, art. 239). Assim, a entrada de recursos no Banco passou a ser vinculada constitucionalmente, consolidando ainda mais a estabilidade do seu *funding* (Horta; Borça Jr.; Macedo, 2018; Santos, 2006).

Formalmente, entretanto, o FAT seria instituído apenas em 1990, pela Lei 7.998 (Brasil, 1990), substituindo gradualmente o Fundo de Participação PIS-Pasep como principal fonte de *funding* do BNDES, conforme pode ser observado no Gráfico 8.

Gráfico 8. Composição do passivo do BNDES: 1974-1995 (%)



Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDES de 1970 a 1981 (então BNDE) e de 1982 a 1997, disponíveis em: <https://web.bnades.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=40>.

Em termos da remuneração das aplicações do BNDES, por sua vez, houve a manutenção da garantia de uma taxa de juros real positiva (de 5% a.a., pela Lei 8.019/1990, retirando da competência do CMN a fixação da taxa), somada à correção monetária, agora pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC), o que perduraria até a introdução da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), em 1994.

Com a introdução da TJLP, pela Medida Provisória 684/1994, a remuneração dos recursos do FAT passou a ser definida pela “rentabilidade nominal média em moeda nacional, verificada em período imediatamente anterior de sua vigência, nos títulos da Dívida Pública externa e interna de aquisição voluntária” (Brasil, 1994, art. 2º). Essa formulação seria posteriormente alterada em 1999, com a TJLP passando a ser calculada como a soma entre a meta de inflação para os 12 meses subsequentes e o prêmio de risco, determinado pelo CMN (Brasil, 1999, art. 1º), método de cálculo que permaneceria vigente até 2017. Na prática, a partir de 1999, o CMN voltou a ter como atribuição a fixação da taxa de remuneração dos repasses do FAT ao BNDES, conforme ocorrera com o Fundo de Participação PIS-Pasep entre 1974 e 1990.

4. Terceira etapa (1995-2024)

De maneira geral, o patrimônio do FAT pode ser subdividido em três parcelas principais (Horta; Borça Jr.; Macedo, 2018): (i) FAT Constitucional, constituído pelas aplicações no BNDES de 40% da arrecadação do PIS e do Pasep (28% após a Emenda Constitucional 103/2019) – previstas constitucionalmente –, e que constituía cerca de 81% do patrimônio do fundo ao fim de 2023 (Borça Jr.; Horta; Bhering, 2024); (ii) FAT Depósitos Especiais, formado quando as receitas do fun-

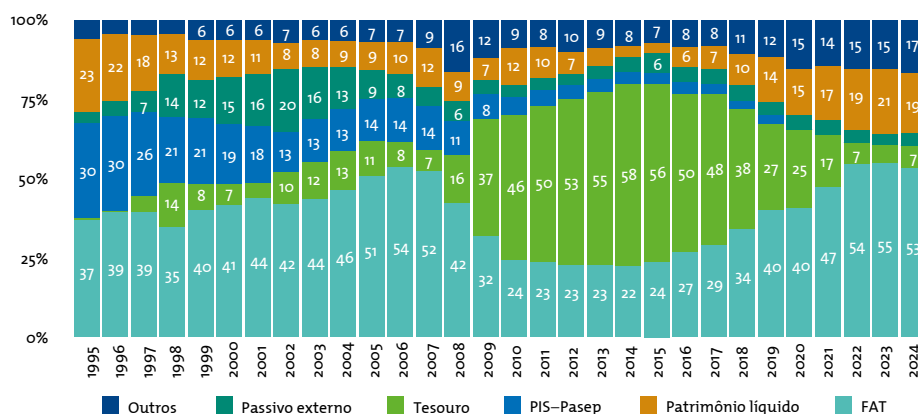
do ultrapassam as necessidades de pagamento do seguro-desemprego, do abono salarial e dos repasses ao FAT Constitucional, podendo ser destinado a qualquer instituição financeira federal (não só ao BNDES), desde que aplicado de acordo com diretrizes estabelecidas pelo Conselho Deliberativo do FAT (Codefat); e (iii) Fundo Extramercado, com aplicações cujo objetivo é assegurar uma reserva mínima de liquidez que garanta o desembolso, em tempo hábil, dos recursos necessários ao pagamento do seguro-desemprego e do abono (Horta; Borça Jr.; Macedo, 2018).

O FAT Constitucional, principal fonte de *funding* do BNDES e maior parcela do patrimônio do fundo, “funciona como uma dívida subordinada, com prazo de exigibilidade indefinido, sem que haja previsão de pagamento de devolução do principal, mas apenas de pagamentos periódicos de juros” (Horta; Borça Jr.; Macedo, 2018, p. 146), e sua aplicação é definida livremente pelo BNDES. Embora remunerados à TJLP (posteriormente TLP), a transferência dos recursos aplicados do FAT Constitucional ao FAT, realizada pelo Banco, era limitada a 6% ao ano, sendo a diferença entre a TJLP e os 6% capitalizada na dívida do BNDES com o FAT, aumentando seu *funding* (Horta; Borça Jr.; Macedo, 2018).

Dos primeiros anos dessa nova fase até 2007, o FAT consolidou-se como principal fonte de *funding* do Banco, chegando a constituir 53,8% do total do passivo em 2006, substituindo gradualmente o fundo original do PIS-Pasep. Esse crescimento foi possibilitado pelo comportamento das contas do FAT, superavitárias durante todo o período entre 1995 e 2008 em decorrência do aumento na arrecadação do PIS-Pasep (Horta; Borça Jr.; Macedo, 2018), chegando o saldo devedor do BNDES com o FAT Depósitos Especiais a um máximo de R\$ 26 bilhões em 2007 (Borça Jr.; Horta; Bhering, 2024).

As obrigações externas também tiveram papel relevante nesse primeiro período, chegando a compor cerca de 20% do passivo total do Banco em 2002, mas tendo sua participação reduzida gradualmente nos anos subsequentes, conforme pode ser visto no Gráfico 9.

Gráfico 9. Composição do passivo do BNDES: 1995-2024 (%)

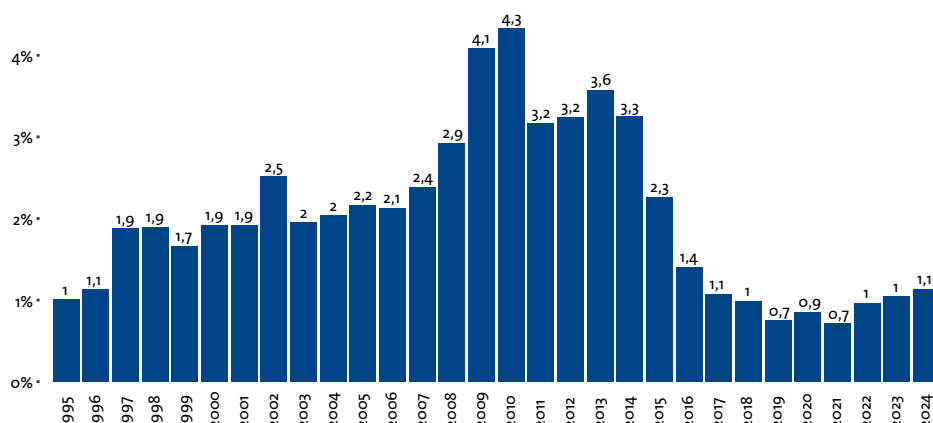


Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDES de 1982 a 2000, disponíveis em: <https://web.bnades.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=40>, e nas demonstrações financeiras BRGAAP do BNDES de 2001 a 2024, disponíveis em <https://ri.bnades.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bnades/>.

Após a crise de 2008, o BNDES, a exemplo de outros bancos públicos, foi chamado a desempenhar um papel anticíclico, de modo a mitigar os efeitos da crise externa sobre a economia brasileira. Com a insuficiência do FAT diante da demanda por recursos do BNDES, o Tesouro Nacional iniciou uma política de sucessivos empréstimos ao Banco, que somaram, entre 2008 e 2014, R\$ 441 bilhões em termos nominais (Giambiagi; Borça Jr.; Magalhães, 2024). Embora o saldo devedor do BNDES com o FAT tenha crescido de R\$ 116 bilhões para R\$ 196 bilhões entre 2008 e 2014, um crescimento médio de 9,13% a.a., os empréstimos do Tesouro suplantaram o FAT como principal componente do *funding* do BNDES, indo de 7% do passivo total em 2007 até 57,7% em 2014, quando atingiu o seu máximo.

No entanto, com a emergência da crise econômica iniciada em 2015 e a consequente fragilização das contas públicas, o governo adotou uma série de medidas de ajuste fiscal. Em relação ao BNDES, houve já nos primeiros momentos da crise a interrupção da política de empréstimos do Tesouro (Horta *et al.*, 2018), além do aumento da TJLP, vista nos Gráficos 11 e 12. Já em 2015 teve início a política de liquidações antecipadas da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional, quando foram devolvidos R\$ 15,7 bilhões (BNDES, 2025b). Nos anos subsequentes, essa política foi reforçada, tendo as devoluções antecipadas alcançado R\$ 113 bilhões em 2016. Concorreram para a aceleração das liquidações a política do governo de buscar melhorar os indicadores de dívida pública, bem como a queda na demanda pelos desembolsos do BNDES legada pela crise econômica, o que se refletiu na presença de grande volume de recursos disponíveis no Banco (Horta *et al.*, 2018).

Esse movimento, de forte expansão nos anos pós-crise e retração acelerada a partir de 2015, pode ser visto tanto nas estatísticas de desembolso (Gráfico 10) quanto nas de passivo em relação ao PIB (Gráfico 13). Em relação aos desembolsos, mais sensíveis em relação às mudanças políticas, podemos ver o forte aumento no biênio 2009-2010, imediatamente após a crise, seguido de uma estabilização em patamares elevados nos anos subsequentes e uma acelerada queda já a partir de 2015 (que só aparece no passivo a partir de 2016), atingindo o mínimo de toda a série histórica em 2021. Em relação ao passivo, por sua vez, vemos no Gráfico 13 seu crescimento acelerado proporcionalmente ao PIB, passando de 7,4% em 2007 para 15,5% em 2015, seguido de uma queda também acelerada.

Gráfico 10. Desembolsos do BNDES proporcionalmente ao PIB: 1995-2024 (%)

Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDES de 1982 a 2000, disponíveis em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=40>, e nas demonstrações financeiras BRGAAP do BNDES de 2001 a 2024, disponíveis em <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>.

Nesse contexto de enxugamento do Banco, foi promulgada a Lei 13.483/2017, que alterou significativamente a remuneração do *funding* do BNDES – instituindo a Taxa de Longo Prazo (TLP), que substituiria a TJLP como taxa remuneradora do FAT –, além de autorizar a repactuação dos pagamentos das devoluções dos empréstimos do Tesouro ao Banco, o que gerou a redução dos prazos para devolução dos recursos do Tesouro pelo BNDES de 2060 para 2040, entre outras alterações (Horta *et al.*, 2018, p. 19).

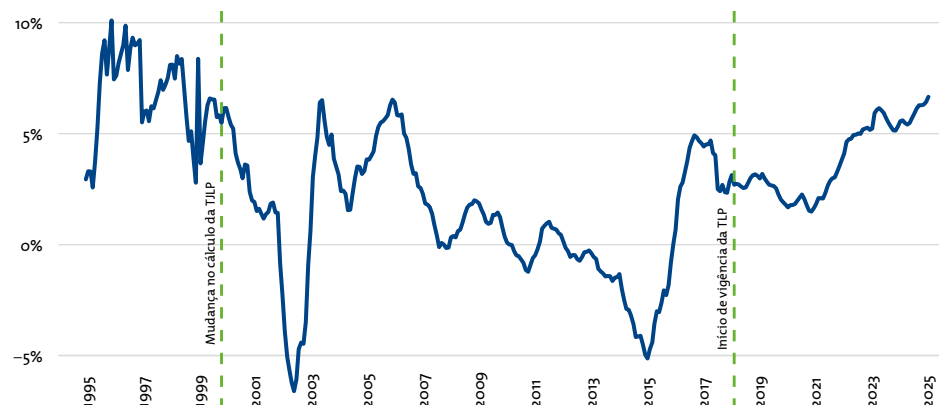
A recém-criada TLP seria calculada pela soma do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), apurado mensalmente, e de parte real da taxa das notas do Tesouro Nacional – Série B (NTN-B) de 5 anos (Brasil, 2017, art. 2º). Esse sistema de remuneração gerou uma série de efeitos sobre a atuação do BNDES, bem como sobre a evolução do patrimônio do FAT, como (i) a retirada da atribuição do CMN de fixar a taxa do *funding* do BNDES; (ii) a perda de competitividade dos financiamentos do BNDES; e (iii) um aumento na taxa de crescimento do FAT Constitucional⁴ (uma vez que a parcela da TLP que excede os 6% anuais é capitalizada na dívida do BNDES com o FAT). Com o intuito de suavizar a mudança de taxas, evitando discontinuidades, a TLP foi introduzida com um redutor (denominado “alfa”) aplicado ao juro real das NTN-Bs, crescente até alcançar a unidade a partir de 2023.

Podemos ver, no Gráfico 11, a remuneração real *ex-post* (*i.e.*, descontada a inflação dos 12 meses seguintes) do BNDES aos recursos do FAT, marcada pelas duas principais mudanças estruturais ocorridas em sua metodologia: (i) a alteração em 1999 da TJLP, que deixou de ser calculada com base na remuneração dos títulos da dívida pública para ser estabelecida pelo CMN; e (ii) a introdução da TLP, reimplementando a lógica de remuneração do FAT com

⁴ Além disso, houve mudança na taxa de remuneração nos recursos em disponibilidade do FAT no BNDES, da TJLP para a Selic, gerando aumento nas receitas financeiras do fundo.

base nas taxas de remuneração dos títulos públicos (inicialmente NTN-Bs e, posteriormente, também NTN-Fs, LTNs e Selic).

Gráfico 11. Custo real *ex-post* dos recursos do FAT (1994-2024)



Fonte: Elaboração própria com base no histórico da TJLP e do IPCA, disponíveis em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, e da TLP, disponíveis em <https://www.bnDES.gov.br/wps/portal/site/home/financiamento/guia/custos-financeiros/historico-da-parcela-fixa-da-tlp>.

Há, portanto, uma forte redução da TJLP *ex-post* em 2002 – fato observado também na taxa *ex-ante*, embora não com mesma intensidade, como pode ser visto no Gráfico 12 – devido ao choque cambial que afetou fortemente a inflação. Posteriormente, observa-se uma queda contínua de 2006 até 2015, seguida de um rápido aumento em 2015. A partir de 2018, por fim, a adoção da TLP faz com que a remuneração do FAT acompanhe as taxas de juros reais das NTN-Bs, com marcado crescimento a partir de 2021, reforçado pelo aumento do alfa.

Gráfico 12. Custo real *ex-ante* dos recursos do FAT (2002-2024)



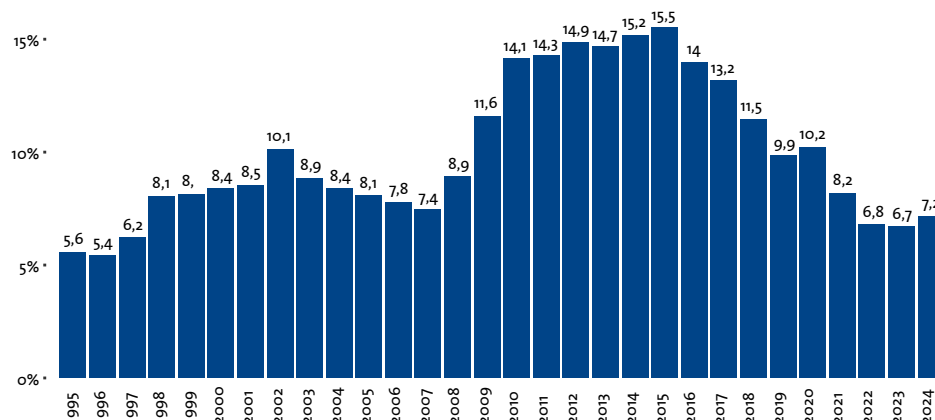
Fonte: Elaboração própria com base no histórico da TJLP e do IPCA, disponíveis em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, e em expectativas para o IPCA, disponíveis em <https://www3.bcb.gov.br/expectativas2/#!/consultaSeriesEstatisticas>.

A partir de 2018, as devoluções antecipadas dos recursos do Tesouro Nacional ganharam ainda mais força, somando R\$ 230 bilhões no biênio 2018-2019,

fazendo com que, a partir de 2019, o FAT retomasse seu papel como principal fonte de recursos do BNDES. Assim, a composição do *funding* do BNDES ganhou sua configuração atual, tendo no FAT sua principal fonte de recursos, que constitui 53% do passivo total do Banco. Em relação ao tamanho do BNDES, a transformação da política econômica, cujo estopim foi a crise econômica de 2015, iniciou um período de rápido enxugamento do Banco, de modo que seu passivo saiu de um auge de 15,5% do PIB, em 2015, para 6,7% em 2023, o menor valor desde 1997.

Em 2024, por fim, o passivo do BNDES atingiu 7,2% em relação ao PIB, marcando um ligeiro aumento de seu tamanho, embora de magnitude e duração ainda insuficientes para configurar qualquer tendência. Esse aumento foi marcado tanto pela adição de novos modelos de financiamento, explorados na próxima seção (como as letras de crédito do desenvolvimento – LCD, a nova configuração do Fundo Clima e o aumento no volume das captações internacionais), como pelo repasse de R\$ 20 bilhões do Fundo Social para enfrentar a tragédia climática ocorrida no Rio Grande do Sul e o forte aumento (cerca de R\$ 46 bilhões) no saldo do FAT Constitucional, em boa parte decorrente da capitalização na dívida da parcela da TLP excedente a 6% anuais, em razão das altas taxas de juros observadas.

Gráfico 13. Passivo do BNDES proporcionalmente ao PIB: 1995-2024 (%)



Fonte: Elaboração própria com base nas informações financeiras do BNDES de 1982 a 2000, disponíveis em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/706?offset=40>, e nas demonstrações financeiras BRGAAP do BNDES de 2001 a 2024, disponíveis em <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>.

Outra mudança institucional relevante nos últimos anos veio com a Emenda Constitucional 103/2019 (Reforma da Previdência), que reduziu para 28% o repasse ao BNDES das receitas do PIS-Pasep, ao mesmo tempo que extinguiu a desvinculação de receitas da União (DRU) incidente sobre as contribuições

de ambos os programas⁵ (Borça Jr.; Horta; Bhering, 2024), e incluiu a previsão de que os recursos do PIS e do Pasep financiassem também “outras ações da previdência social” (Brasil, 2019, p. 7), além do seguro-desemprego e do abono salarial, gastos que somaram, entre 2021 e 2024, cerca de R\$ 65 bilhões, uma média anual de R\$ 16,2 bilhões (Brasil, 2024b). Embora esses gastos não afetem diretamente a dinâmica do FAT Constitucional (determinada principalmente pelos repasses constitucionais ao BNDES e pelo seu rendimento financeiro), em eventuais déficits no resultado do FAT, o FAT Constitucional pode ser chamado a cobri-los, comprometendo a evolução do seu patrimônio. O FAT Depósitos Especiais, por sua natureza dependente da ocorrência de superávits nos resultados do FAT, pode ser atingido de maneira mais direta e intensa (Borça Jr.; Horta; Bhering, 2024).

5. Novas perspectivas e mudanças em curso

A partir de 2023, uma série de mudanças foram realizadas na orientação estratégica do BNDES, explicitando-se o intuito de “retomar o protagonismo da instituição no desenvolvimento econômico, social e ambiental brasileiro” (BNDES, 2024b, p. 45). Esse esforço para a retomada do ritmo de desembolsos do Banco suscitou a busca por “uma nova arquitetura de *funding*, mais diversificada, robusta e permanente” (Barbosa; Aidar; Souza, 2024, p. 10), que acompanhasse tanto a retomada do ritmo dos financiamentos quanto a emergência de novos desafios globais, em particular a emergência climática.

Uma das mudanças institucionais relevantes nos últimos anos foi a possibilidade de diversificação das taxas de remuneração do FAT para além da TLP. Primeiramente, a Lei 14.592/2023 permitiu, até 2026, a remuneração de até 1,5% dos repasses ao FAT Constitucional pela Taxa Referencial (TR), para projetos de inovação e digitalização (Brasil, 2023, art. 9º). Além disso, a Lei 14.937/2024 incluiu a possibilidade de remuneração do FAT por três novas taxas (FAT Flex) além da TLP (Borça Jr.; Horta; Bhering, 2024; Brasil, 2024b, art. 8º): (i) prefixada, baseada na taxa de juros das letras do Tesouro Nacional (LTN) e notas do Tesouro Nacional Série F (NTN-F) de cinco anos; (ii) prefixada MPME, baseada na estrutura a termo das LTNs e NTN-Fs de três anos (exclusivamente para micro, pequenas e médias empresas); e (iii) pós-fixada à Selic, limitada a 50% do saldo do FAT Constitucional.

Conforme salientam Borça Jr., Horta e Bhering (2024), a ampliação dos possíveis indexadores das aplicações do FAT não altera a lógica advinda da TLP de

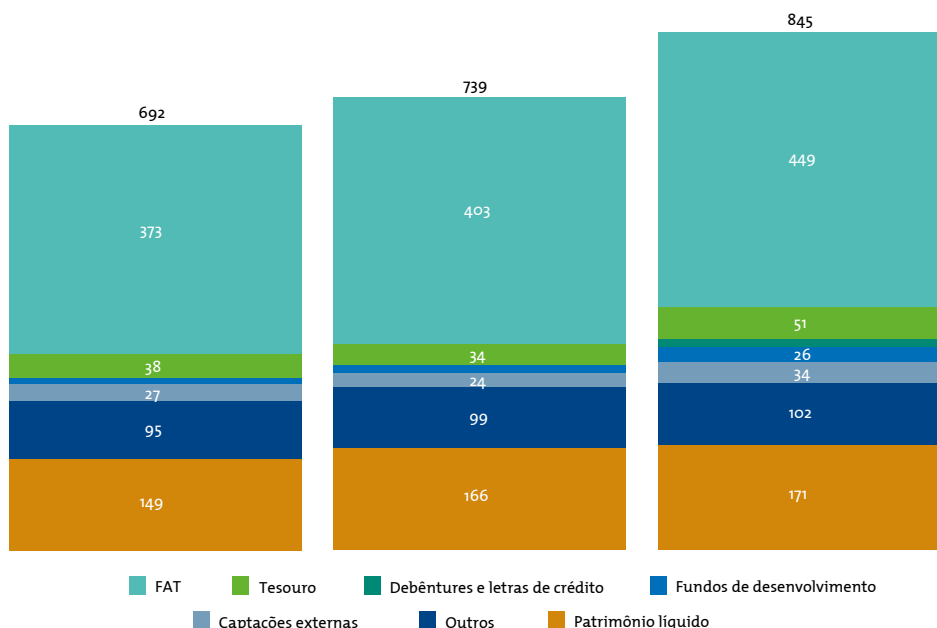
⁵ A DRU é um mecanismo legal que permite a livre utilização de uma parcela de tributos que seriam, a princípio, vinculados, tendo sido alterada de 20% para 30% em 2016. Assim, o repasse constitucional ao BNDES de 40% dos recursos do PIS e do Pasep incide sobre os 70% já líquidos da DRU, totalizando 28% do total da arrecadação do PIS e do Pasep, de modo que o repasse total ao FAT Constitucional não foi alterado (Borça Jr.; Horta; Bhering, 2024).

remuneração por taxas de mercado, mas possibilita uma melhor adequação dos custos financeiros do BNDES ao perfil de suas operações.

A Lei 14.937/2024, que instituiu o FAT Flex, também incluiu um novo modelo de financiamento do BNDES, por meio da emissão das LCDs, que são títulos incentivados emitidos por bancos de desenvolvimento, com rendimentos isentos de imposto de renda para pessoas físicas e com alíquota de 15% para pessoas jurídicas, nos mesmos moldes das letras de crédito imobiliário (LCI) e do agro-negócio (LCA) (Barbosa; Aidar; Souza, 2024). A lei que as instituiu, no entanto, limitou sua emissão a um máximo de R\$ 10 bilhões ao ano, dos quais foram emitidos R\$ 9,8 bilhões em 2024, o que, somado aos R\$ 2,5 bilhões emitidos de LCAs, levou o saldo total de letras de crédito incentivadas no passivo do Banco a R\$ 12,7 bilhões, cerca de 1,5% do passivo total, em 2024 (BNDES, 2024a; Brasil, 2024b). Ademais, a regulamentação das LCDs pelo CMN limitou seu saldo total a um máximo de 25% do patrimônio líquido da instituição financeira emissora, cerca de R\$ 44 bilhões ao fim do primeiro trimestre de 2025 para o BNDES, o que equivaleria a 5,1% do passivo total do Banco (BCB, 2024, art. 2º; BNDES, 2025a).

Ao encontro da necessidade de enfrentamento da emergência climática global, o aumento do volume de recursos para o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima (FNMC) (conhecido como Fundo Clima) significou uma importante fonte. Instituído em 2009, sob gestão financeira do BNDES, o FNMC foi criado com a finalidade de assegurar recursos a ações de mitigação e adaptação climática, cujas fontes de recursos previam, entre outras, até 60% das participações especiais do petróleo e dotações orçamentárias destinadas à União (Brasil, 2009, art. 3º). Até 2023, no entanto, além da entrada irregular de recursos, o volume foi insuficiente para enfrentar os desafios (Daudt; Souza; Marques, 2024). Em 2024, foram aportados pelo Tesouro Nacional R\$ 10 bilhões captados pela emissão internacional de títulos soberanos sustentáveis (Barbosa; Aidar; Souza, 2024), estando previstos repasses de R\$ 11,2 bilhões para 2025 (sendo R\$ 10 bilhões via títulos sustentáveis), que até junho já tinham sido quase totalmente transferidos (Brasil, 2025; BNDES, 2025c).

O ano de 2024 marcou ainda um forte aumento nas captações internacionais com instituições multilaterais (como o Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID e o New Development Bank – NDB) e com outras instituições financeiras governamentais (como a KfW e o Certificado de Depósito Bancário – CDB), que passaram de R\$ 21,4 bilhões em 2023 para R\$ 33,8 bilhões em 2024. É possível ver no Gráfico 14 a participação das novas e antigas fontes de *funding* no crescimento do passivo do BNDES nos últimos dois anos.

Gráfico 14. Composição do passivo do BNDES em bilhões de reais (2022-2024)


Fonte: Elaboração própria com base nas demonstrações financeiras BRGAAP do BNDES de 2022 a 2024, disponíveis em <https://ri.bndes.gov.br/informacoes-financeiras/central-de-resultados/bndes/>.

Dos R\$ 106 bilhões de aumento do passivo observados em 2024, cerca de R\$ 12,2 bilhões correspondem a contribuições da emissão de letras de crédito (especialmente as novas LCDs), R\$ 13,1 bilhões ao crescimento dos fundos financeiros e de desenvolvimento (dos quais a grande maioria são as novas captações do Fundo Clima), e cerca de R\$ 10,1 bilhões a novas captações externas, além do repasse pelo Tesouro Nacional de R\$ 20 bilhões do Fundo Social ao BNDES para o auxílio na recuperação da economia do Rio Grande do Sul, afetada pelos eventos climáticos extremos ocorridos naquele ano.

6. Conclusões

Ao tratar do *funding*, podemos dividir a história do Banco em alguns períodos, de acordo com a fonte central que o compõe: (i) a fase inicial do BNDES, da sua criação até 1973, foi marcada pela presença do FRE como principal componente, seguida de um breve período sem uma fonte central, o que fez com que as necessidades de recursos do Banco fossem supridas por variadas rubricas; (ii) a segunda fase, que vai de 1974 até a estabilização econômica, em 1995, quando o BNDES passou a administrar os recursos arrecadados pelo PIS e pelo Pasep, os quais se tornaram sua principal fonte de recursos nos anos subsequentes; e (iii) o período mais recente, a partir de 1995, quando o FAT, criado em 1990, suplantou o fundo original do PIS-Pasep, tornando-se o principal componente do passivo do BNDES, intercalado por uma fase em que os empréstimos do Tesouro – em

um momento de atuação anticíclica do Banco após a crise de 2008 – foram o componente mais importante em seu passivo.

O tamanho do passivo e dos desembolsos do Banco proporcionalmente ao PIB, por sua vez, parece responder mais aos ciclos político-econômicos. Nos momentos iniciais de consolidação e execução do Plano de Metas, houve uma tendência de crescimento, sucedida por uma leve retração durante o período de estagnação econômica e, posteriormente, por uma nova expansão no período de crescimento econômico acelerado ao fim dos anos 1960 e início dos anos 1970 e, principalmente, no período do II PND. Com a crise dos anos 1980, a aceleração inflacionária tornou mais difícil o apontamento de uma tendência clara na evolução do tamanho do Banco, tendo se estabilizado em 1995 com valores inferiores àqueles verificados antes da crise. Na fase final, pós-estabilização, observa-se um leve aumento do tamanho do Banco até 2007, seguido de um crescimento acelerado no pós-crise de 2008, bem como de uma retração igualmente acelerada pela crise iniciada em 2015 e a devolução dos recursos ao Tesouro Nacional. Por fim, o ano de 2024 apresentou um leve crescimento do passivo do BNDES em relação ao PIB, fruto, em parte, da busca do Banco por novas fontes de *funding* em um contexto de tentativa de retomada do seu protagonismo na economia brasileira.

Referências

- ALÉM, A. C.; MADEIRA, R. F. As instituições financeiras de desenvolvimento e o financiamento de longo prazo: revisitando o debate. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 59, p. 191-239, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/25026/3/PRArt_216194_RB%2059_As%20institui%c3%a7%c3%b5es%20financeiras%20de%20desenvolvimento.pdf. Acesso em: 26 ago. 2025.
- ARAÚJO, V. O BNDES sete décadas depois: uma história. In: PINKUSFELD, C. (coord.). *Seminários sobre desenvolvimento e financiamento*. Rio de Janeiro: CICEF, 2024. p. 55-98.
- AZEREDO, B. *Um estudo sobre as contribuições sociais*. 1987. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia Industrial, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1987.
- BARBOSA, N.; AIDAR, G.; SOUZA, J. A. P. A retomada do BNDES no biênio 2023-2024. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 7-60, 2024. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/27767/1/PRArt_216521_Editorial_A%20retomada%20do%20BNDES_.pdf. Acesso em: 18 ago. 2025.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução 298, de 30 de julho de 1974. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 30 jul. 1974. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/1974/pdf/res_0298_v10_P.pdf. Acesso em: 16 out. 2025.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução 778, de 16 de dezembro de 1982. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 17 dez. 1982. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/41348/Res_0778_v1_O.pdf. Acesso em: 7 ago. 2025.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução CMN 5.169, de 22 de agosto de 2024. Dispõe sobre as condições de emissão de Letra de Crédito do Desenvolvimento – LCD. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 26 ago. 2024. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidade financeira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20CMN&numero=5169>. Acesso em: 18 ago. 2025.

BNDE – BANCO NACIONAL DO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Acordos de cooperação financeira firmados pelo BNDE no exterior. *Revista do BNDE*, Rio de Janeiro, v. 1, n. 3, p. 199-208, set. 1964. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/12201?&locale=pt_BR. Acesso em: 11 jul. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Informações para o relatório ao Tribunal de Contas da União*: Fundo de Participação PIS-Pasep, exercício 90/91. Rio de Janeiro: BNDES, 1991.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Fundo de Participação PIS-Pasep*: Informações para o relatório ao Tribunal de Contas da União, exercício 2000/01. Rio de Janeiro: BNDES, 2001. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/7545097d-dca4-498a-838e-8062d674c416/PIS_RelAplicBNDES00_01.pdf?MOD=AJPERES&CVID=lk3FEGW. Acesso em: 3 nov. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Demonstrações financeiras consolidadas em IFRS*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024a. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0a296115-dd7d-454b-ba26-369893ae3f0c/687f5be0-a0bb-d2b5-bd43-4a7f98aaf9dd?origin=1>. Acesso em: 18 ago. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Um novo BNDES para os novos tempos*: relatório sobre a estratégia do BNDES. Rio de Janeiro: BNDES, 2024b. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25365>. Acesso em: 15 ago. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Demonstrações financeiras intermediárias consolidadas em IFRS*. Rio de Janeiro: BNDES, 2025a. Disponível em: <https://api.mzmq.com/mzfilemanager/v2/d/0a296115-dd7d-454b-ba26-369893ae3f0c/cf3e214b-f74b-3698-a2e9-a9dff9f99eb2?origin=1>. Acesso em: 18 ago. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *Demonstrativo de Movimentação Financeira – FNMC*. Rio de Janeiro: BNDES, 2025b. Disponível em: https://www.bndes.gov.br/wps/wcm/connect/site/4e279a27-a352-45f2-b888-29cad898c96b/Fluxo+Financeiro+FNMC+2025_Junho_2.pdf?MOD=AJPERES&CVID=pyqD2WJ. Acesso em: 19 ago. 2025.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. Recursos financeiros captados junto ao Tesouro Nacional. *BNDES*, Rio de Janeiro, 2025c. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/transparencia/recursos-do-tesouro-nacional>. Acesso em: 13 ago. 2025.

BORÇA JR., G; HORTA, G. T. L.; BHERING, L. M. C. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): resultados recentes e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 61-105, 2024. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/26748>. Acesso em: 11 ago. 2025.

BRASIL. Lei 1.474, de 26 de novembro de 1951. Modifica a legislação do imposto sobre a renda. *Diário Oficial da União*: Rio de Janeiro, 26 nov. 1951. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/1950-1969/L1474.htm. Acesso em: 4 ago. 2025.

BRASIL. Lei 1.628, de 20 de junho de 1952. Dispõe sobre a restituição dos adicionais criados pelo art. 3º da Lei nº 1.474, de 26 de novembro de 1951, e fixa a respectiva bonificação; autoriza a emissão de obrigações da Dívida Pública Federal; cria o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico; abre crédito especial e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Rio de Janeiro, 20 jun. 1952. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1950-1969/11628.htm. Acesso em: 11 jul. 2025.

BRASIL. Lei 4.506, de 30 de novembro de 1964. Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 30 nov. 1964. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4506.htm. Acesso em: 11 jul. 2025.

BRASIL. Decreto-Lei 62, de 21 de novembro de 1966. Altera a legislação do Imposto de Renda e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 21 nov. 1966. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Decreto-Lei/1965-1988/Del0062.htm. Acesso em: 28 ago. 2025.

BRASIL. Lei Complementar 7, de 7 de setembro de 1970. Institui o Programa de Integração Social, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 8 set. 1970a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp07.htm. Acesso em: 4 ago. 2025.

BRASIL. Lei Complementar 8, de 3 de dezembro de 1970. Institui o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 4 dez. 1970b. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp08.htm. Acesso em: 4 ago. 2025.

BRASIL. Lei 5.662, de 21 de junho de 1971. Enquadra o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico (BNDE) na categoria de empresa pública, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 21 jun. 1971. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5662.htm. Acesso em: 11 jul. 2025.

BRASIL. Lei Complementar 19, de 25 de junho de 1974. Dispõe sobre a aplicação dos recursos gerados pelo Programa de Integração Social (PIS) e pelo Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP), e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 26 jun. 1974a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/Lcp19.htm. Acesso em: 13 out. 2025.

BRASIL. *Projeto do II Projeto Nacional de Desenvolvimento PND (1975-1979)*. Brasília, DF: República Federativa do Brasil, 1974b.

BRASIL. Lei Complementar 26, de 11 de setembro de 1975. Altera disposições da legislação que regula o Programa de Integração Social (PIS) e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP). *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 12 set. 1975. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LCP/Lcp26.htm. Acesso em: 4 ago. 2025.

BRASIL. Decreto-Lei 1.940, de 25 de maio de 1982. Institui contribuição social, cria o Fundo de Investimento Social (FINSOCIAL) e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 26 maio 1982. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del1940.htm. Acesso em: 18 jul. 2025.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 5 out. 1988. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 16 out. 2025.

BRASIL. Lei 8.019, de 11 de abril de 1990. Altera a legislação do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 12 abr. 1990. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8019.htm. Acesso em: 6 ago. 2025.

BRASIL. Medida Provisória 684, de 31 de outubro de 1994. Institui a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação Pis-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador, do Fundo da Marinha Mercante, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 3 nov. 1994. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/MPV/1990-1995/684.htm. Acesso em: 13 ago. 2025.

BRASIL. Medida Provisória 1.921, de 30 de setembro de 1999. Altera dispositivos da Lei nº 9.365, de 16 de dezembro de 1996, que institui a Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-PASEP, do Fundo de Amparo ao Trabalhador e do Fundo da Marinha Mercante. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 1º out. 1999. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/antigas/1921.htm. Acesso em: 13 ago. 2025.

BRASIL. Lei 12.114, de 9 de dezembro de 2009. Cria o Fundo Nacional sobre Mudança do Clima, altera os arts. 6º e 50 da Lei nº 9.478, de 6 de agosto de 1997, e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 10 dez. 2009. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/l12114.htm. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. Lei 13.483, de 21 de setembro de 2017. Institui a Taxa de Longo Prazo (TLP); dispõe sobre a remuneração dos recursos do Fundo de Participação PIS-Pasep, do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e do Fundo da Marinha Mercante (FMM) e sobre a remuneração dos financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES); altera as Leis nº 8.019, de 11 de abril de 1990, 9.365, de 16 de dezembro de 1996, 10.893, de 13 de julho de 2004, e 10.849, de 23 de março de 2004; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 22 set. 2017. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2017/lei/L13483.htm. Acesso em: 15 ago. 2025.

BRASIL. Emenda Constitucional 103, de 12 de novembro de 2019. Altera o sistema de previdência social e estabelece regras de transição e disposições transitórias. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 13 nov. 2019. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/emendas/emc/emc103.htm. Acesso em: 13 out. 2025.

BRASIL. Lei 14.592, de 30 de maio de 2023. Altera a Lei nº 14.148, de 3 de maio de 2021, que instituiu o Programa Emergencial de Retomada do Setor de Eventos (Perse); [...] e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 30 maio 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14592.htm. Acesso em: 28 ago. 2025.

BRASIL. Lei 14.937, de 26 de julho de 2024. Institui a Letra de Crédito do Desenvolvimento (LCD); altera as Leis nºs 13.483, de 21 de setembro de 2017, e 11.076, de 30 de dezembro de 2004; e revoga dispositivos das Leis nºs 14.366, de 8 de junho de 2022, e 14.440, de 2 de setembro de 2022. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 29 jul. 2024a. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2024/lei/L14937.htm. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. Ministério do Trabalho e Emprego. *Boletim de informações financeiras do Fundo de Amparo ao Trabalhador*: 6º bimestre de 2024. Brasília, DF: Ministério do Trabalho e Emprego, 2024b. Disponível em: <https://portalfat.mte.gov.br/wp-content/uploads/2025/03/Item-8.3-Boletim-de-Informacoes-Financeiras-do-FAT-6o-Bimestre-2024.pdf>. Acesso em: 18 ago. 2025.

BRASIL. Fundo Nacional sobre Mudança do Clima. *Plano Anual de Aplicação de Recursos – PAAR 2025*. Brasília, DF: Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima, 2025. Disponível em: https://www.gov.br/mma/pt-br/composicao/secex/dfre/fundo-nacional-sobre-mudanca-do-clima/copy_of_PAAR2025.pdf. Acesso em: 19 ago. 2025.

COSTA, M.; MELO, H.; ARAÚJO, V. BNDES: entre o desenvolvimentismo e o neoliberalismo (1982-2004). *Memórias do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, ano 5, n. 5, 2016.

DIAS, J. L. O BNDES e o Plano de Metas – 1956/61. In: BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. *O BNDES e o Plano de Metas*. Rio de Janeiro: BNDES, 1996. p. 31-153. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/2381/3/O%20BNDES%20e%20o%20Plano%20de%20Metas-final_P.pdf. Acesso em: 19 set. 2025.

DAUDT, G.; SOUZA, L. D. W.; MARQUES, F. S. O novo Fundo Clima: potencializando o papel do BNDES no combate à emergência climática. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 30, n. 60, p. 159-208, 2024. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/27787>. Acesso em: 16 out. 2025.

GIAMBIAGI, F.; BORÇA JR., G.; MAGALHÃES, L. *Três décadas – o BNDES depois da estabilização: 1994-2023*. Rio de Janeiro: BNDES, 2024. (Textos para discussão, n. 163). Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/25788>. Acesso em: 22 jul. 2025.

GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A.; ARIAS, P. Conclusions. In: GRIFFITH-JONES, S.; OCAMPO, J. A. (ed.). *The future of national development banks*. Oxford: Oxford University Press, 2018. p. 335-352.

HORTA, G. T. L.; BORÇA JR., G.; MACEDO, H. F. Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT): breve histórico, condições atuais e perspectivas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 25, n. 50, p. 139-202, 2018. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/16860>. Acesso em: 11 jul. 2025.

HORTA, G. T. L. *et al.* *A renegociação da dívida do BNDES com o Tesouro Nacional*: antecedentes, motivação e desdobramentos. Rio de Janeiro: BNDES, 2018. (Textos para discussão, n. 131). Disponível em: <https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/15720>. Acesso em: 13 ago. 2025.

LESSA, C. *A estratégia de desenvolvimento 1974-1976*: sonho e fracasso. Campinas: Editora Unicamp, 1998.

LOLOIAN, A. *Um estudo do fundo PIS/Pasep*. 1980. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Filosofia e Ciências Humanas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1980.

MACARINI, J.P. *Crise e política econômica*: o Governo Figueiredo (1979-1984). Campinas: IE/Unicamp, 2008. (Texto para Discussão, n. 144). Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/1774/textos144.pdf>. Acesso em: 16 out. 2025.

MAZZUCATO, M.; PENNA, C. C. R. *Beyond market failures*: the market creating and shaping roles of state investment banks. New York: Institute for New Economic Thinking, 2016. (Working Papers, n. 7). Disponível em: <https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP7-Mazzucato.pdf>. Acesso em: 16 out. 2025.

NAJBERG, S. *A participação do Estado na economia brasileira*: o caso do PIS e do Pasep. Dissertação (Mestrado em Ciências em Engenharia Industrial) – Departamento de Engenharia Industrial, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1981.

NAJBERG, S. *Privatização de recursos públicos*: os empréstimos do sistema BNDES ao setor privado nacional com correção monetária parcial. 1989. Dissertação (Mestrado em Economia) – Departamento de Economia, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1989.

PROCHNIK, M. Fonte de recursos do BNDES. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 2, n. 4, p. 143-180, 1995. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/11928?&locale=pt_BR. Acesso em: 11 jul. 2025.

SANTOS, V. M. Por dentro do FAT. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 13, n. 26, p. 3-14, 2006. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/handle/1408/922?&locale=pt_BR. Acesso em: 11 jul. 2025.

TAVARES, M. C. *et al.* O papel do BNDE na industrialização do Brasil: os anos dourados do desenvolvimentismo, 1952-1980. *Memórias do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, ano 4, v. 4, 2010.

VIANNA, M. Entrevista. *Memórias do Desenvolvimento*, Rio de Janeiro, v. 3, p. 65-98, 2009.

XU, J.; WANG, K.; RU, X. *Funding sources of national development banks*. Beijing: Institute of New Structural Economics, 2021. (NSE Development Financing Research Report, n. 3). Disponível em: <https://www.nse.pku.edu.cn/docs/20210617174942419513.pdf>. Acesso em: 26 ago. 2025.

Coordenação Editorial
Gerência de Editoração e Memória do BNDES

Projeto Gráfico
Fernanda Costa e Silva

Copidesque
Tikinet

Editoração Eletrônica
Refinaria Design

Editado pelo Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, Marketing e Cultura
Novembro de 2025



www.bndes.gov.br