

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**SUBSÍDIOS IMPLÍCITOS NA AÇÃO DO BNDES PÓS-TJLP**

Mariano Vieira Lima

Nº. de matrícula: 0612711-4

Orientador: Marcelo de Paiva Abreu

Junho de 2010

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO  
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**SUBSÍDIOS IMPLÍCITOS NA AÇÃO DO BNDES PÓS-TJLP**

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Ass: \_\_\_\_\_

Mariano Vieira Lima

Nº. de matrícula: 0612711-4

Orientador: Marcelo de Paiva Abreu

Junho de 2010

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.”

## **AGRADECIMENTOS**

Meus sinceros agradecimentos ao meu orientador, o professor Marcelo de Paiva Abreu, cuja boa vontade, sugestões e soluções foram essenciais. Agradeço também ao professor Marcio Garcia pelo suporte.

Devo também agradecer a algumas pessoas, pela grande amizade e pela colaboração nesse trabalho. Obrigado Erica Santana, Fernando Barbosa, Frederiques Dias, João Paulo Pieroni, Michelle Ferreira, Rose Rocha e Ursulla Short. Obrigado aos demais amigos pela ótima convivência durante toda a graduação.

E muito obrigado Pai e mãe!

Mariano Lima

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	6
CAPÍTULO 1 - O BNDES .....	10
1.1. O BNDES HOJE .....	10
1.2. TRANSFORMAÇÃO DO BNDES EM FINANCIADOR DO SETOR PRIVADO NACIONAL .....	13
1.3. O FUNDING DO BNDES.....	16
CAPÍTULO 2 - A TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO - TJLP .....	21
CAPÍTULO 3 - APRESENTAÇÃO DOS DADOS .....	24
CAPÍTULO 4 - METODOLOGIA .....	29
CAPÍTULO 5 - RESULTADOS .....	32
5.1. COMPARAÇÃO ENTRE TJLP E SELIC .....	32
5.2. COMPARAÇÃO ENTRE TJLP E LIBOR .....	35
CONCLUSÃO .....	39
BIBLIOGRAFIA.....	41

**LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS**

Gráfico I – Empréstimos do BNDES e outros bancos de desenvolvimento .....	10
Tabela I – Saldo com operações de crédito do SFN .....	11
Gráfico II – Desembolsos do Sistema BNDES .....	11
Tabela II – Saldo com operações de crédito do SFN .....	12
Tabela III – Relação entre ORTN/OTN, IGP-DI e IPA-Indústria .....	15
Tabela IV – Fontes de financiamento do BNDES .....	18
Tabela V – Captação do Tesouro Nacional para repasse ao BNDES .....	19
Tabela VI – Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) .....	21
Tabela VII – Resumo dos dados .....	26
Tabela VIII – Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e SELIC .....	33
Tabela XI – Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e SELIC (grupos) .....	34
Tabela X – Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e LIBOR .....	37
Tabela XI – Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e LIBOR (grupos) .....	38
Tabela XII – Resumo – Subsídios (em percentuais) .....	39

## INTRODUÇÃO

O BNDES é uma importante instituição do Sistema Financeiro Nacional, fundado em 1952, por meio da Lei nº 1628 de 20 de junho desse ano, e então nomeado BNDE (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico), durante o segundo mandato de Getúlio Vargas à frente da Presidência da República. Desde então a instituição “tem sido um dos principais instrumentos de execução da política de investimentos do governo” (NAJBERG, 1989) – citação antiga, mas de indubitável validade atualmente – de forma que tem incontestável importância na história do desenvolvimento econômico brasileiro.

Inicialmente focado no apoio a empreendimentos do setor público, o BNDES foi gradualmente se voltando ao apoio do setor privado. Já em 1968, a colaboração financeira ao setor privado representava a maior parte do total.

O banco surgiu num cenário em que os esforços do Estado estavam voltados à resolução do impasse do financiamento de projetos importantes de infraestrutura nacional. Os recursos externos disponíveis durante a Segunda Guerra Mundial para projetos como os da Companhia Siderúrgica Nacional (Volta Redonda) e Companhia Vale do Rio Doce praticamente cessaram após o conflito, quando se voltaram à reconstrução da Europa (Plano Marshall). E o sistema financeiro nacional não era capaz de direcionar a poupança para o *funding* dos necessários projetos de longo prazo. Essa deficiência permanece atualmente e, em parte, justifica a existência do BNDES.

O nome do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) resume o seu objetivo como instituição financeira. Na realidade, o Banco em questão é uma versão com atuação mais limitada territorialmente dos bancos multilaterais de desenvolvimento, que tem como membros países doadores – que contribuem para o *funding* da instituição – e países tomadores de empréstimo, onde se encontram os projetos financiados por esses bancos, porém esses dois grupos podem ou não ser coincidentes.

Esses bancos têm por objetivo o desenvolvimento econômico e social e o fazem através de aconselhamento profissional e apoio financeiro a projetos que contribuam para esse fim. As instituições mais importantes que se encaixam nessa definição são o Grupo Banco Mundial – composto por um conjunto de instituições dentre as quais podemos citar o *International Bank for Reconstruction and Development* (IBRD) e a *International Finance Corporation* (IFC) – o Banco Africano de Desenvolvimento, o Banco Asiático de

Desenvolvimento e o Banco Interamericano de Desenvolvimento, o Banco Islâmico de Desenvolvimento<sup>1</sup>, o Banco Nórdico de Investimento<sup>2</sup>, a Corporação Andina de Fomento<sup>3</sup>, e o Banco Europeu de Desenvolvimento.

Há também bancos *nacionais* de desenvolvimento. A Organização das Nações Unidas define esse tipo de instituição como “*financial institution primarily concerned with offering long-term capital finance to projects generating positive externalities and hence underfinanced by private creditors*” no documento de referência de uma série de encontros que tinha por objetivo discutir o tema “*Repensando o papel dos Bancos Nacionais de Desenvolvimento*”<sup>4</sup>. Países que possuem esse tipo de banco são: China (*China Development Bank*), Brasil (BNDES), México (*Nacional Financiera*), Índia (*Industrial Development Bank of India* – IDBI – e *National Bank for Agriculture and Rural Development* – NABARD), Rússia (*Russian Bank for Development* – RBD) e diversos outros.

Podemos concluir que bancos de desenvolvimento não são instituições raras no mundo, mas mesmo possuindo objetivos semelhantes, suas estruturas e tamanho podem diferir bastante. Um ponto relevante onde residem diferenças é o *funding* dessas instituições. Enquanto o *Nordic Investment Bank* e o *European Investment Bank*, por exemplo, captam nos mercados de capitais os recursos adicionais aos integralizados por seus países membros<sup>5</sup>, o BNDES tem como principais fontes de financiamento empréstimos do Tesouro Nacional e fundos baseados em contribuições sociais.

As características e a evolução recente do *funding* do BNDES preocupam quando se nota o fato de que suas operações não estão sujeitas a fiscalização pública – recentemente o Banco se recusou a fornecer informações à Controladoria Geral da União – e não possuem a transparência necessária para que se avalie o custo-benefício associado aos projetos

---

<sup>1</sup> O Banco Islâmico de Desenvolvimento possui 56 países membros, dentre os quais os maiores acionistas são: Arábia Saudita, Líbia, Irã, Egito e Turquia.

<sup>2</sup> O Banco Nórdico de Investimento (*Nordiska Investeringsbankens* – NIB) tem como países membros: Dinamarca, Estônia, Finlândia, Islândia, Letônia, Lituânia, Noruega e Suécia.

<sup>3</sup> A *Corporación Andina de Fomento* possui 17 países membros, entre eles o Brasil e a Espanha.

<sup>4</sup> United Nations - Department of Economic and Social Affairs - Rethinking the Role of National Development Banks – Revised background document, 2005.

<sup>5</sup> Informação retirada do site das instituições: [www.nib.int](http://www.nib.int) (NIB) e [www.eib.org](http://www.eib.org) (EIB).



financiados, isto é, para “calcular o subsídio envolvido nos diversos empréstimos e cotejar tais valores com os demais gastos fiscais do orçamento da União”<sup>6</sup>.

O objetivo do presente trabalho é calcular o subsídio implícito nas ações do BNDES através da comparação dos financiamentos do Banco do ano de 2009 com o que seriam uma vez utilizadas taxas alternativas à TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) no lugar desta, que serve de base ao cálculo das taxas de juros aplicáveis aos financiamentos desse banco. Uma vez verificada a opacidade das operações do BNDES, serviram de suporte a esse cálculo as informações expostas no site do Banco sobre as operações feitas em 2009 e sobre as condições de taxas de juros e prazos, além disso, uma série de hipóteses teve de ser feita para ocupar o lugar das informações que o BNDES reserva somente para si sob o argumento de que se constitui de instituição financeira sujeita às regras de sigilo bancário.

As taxas usadas para comparação são a SELIC e LIBOR acrescida da variação cambial e de uma taxa que reflete o risco país. Essas taxas substituirão a TJLP num exercício que tem por meta simular os fluxos de caixa dos financiamentos do BNDES. O valor presente da diferença entre os financiamentos simulados com base numa dessas duas taxas e os baseados na TJLP reflete a economia permitida aos tomadores de crédito no BNDES ao serem financiados com base na TJLP e não a essas taxas alternativas.

O uso da SELIC, que é basicamente, a taxa a qual o governo se endivida, torna o resultado uma medida do subsídio que a atividade do BNDES geraria ao ser *completamente* financiada por empréstimos do Tesouro Nacional, isto é, a economia permitida pelo Governo aos tomadores finais de empréstimo, ao financiá-los a uma taxa (TJLP) que não reflete o custo verdadeiro de captação do *funding* do Banco (SELIC).

A aplicação da taxa SELIC também pode ser vista como uma simulação do que consistiriam os fluxos de caixa dos financiamentos acordados em 2009 quando feitos por instituições financeiras dentro do país, considerando que essa seria a menor taxa a qual um empréstimo seria feito. Analogamente, a aplicação da taxa LIBOR acrescida da variação cambial e de uma taxa que reflita o risco país tem como objetivo simular um financiamento por uma instituição financeira fora do país.

Além dessa seção, esse trabalho possui cinco capítulos e a conclusão. O primeiro aborda o BNDES, apresentando dos principais indicadores recentes do Banco, a descrição de um

---

<sup>6</sup> Garcia, M. G. P., “Mais Transparência”. Valor Econômico, 16 de abril de 2010.

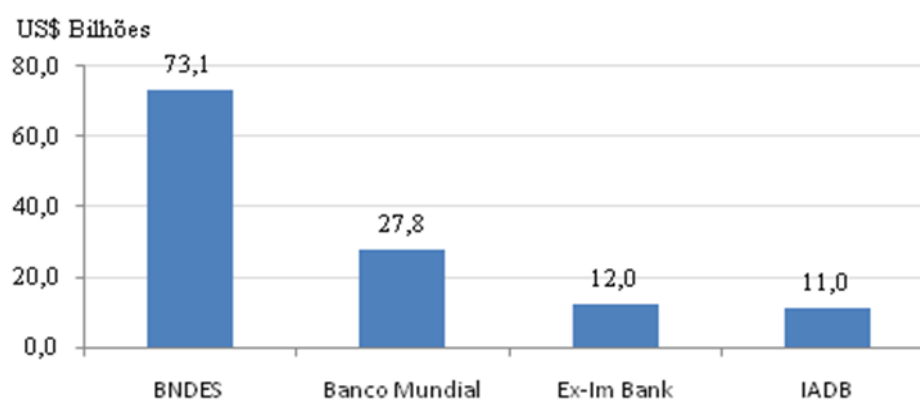
trabalho análogo feito no fim da década de oitenta que visou calcular as transferências de recursos da União aos tomadores de empréstimos do BNDES uma vez imposta limitação à correção monetária aos pagamentos dos financiamentos, e por último nesse capítulo, uma análise do *funding* da instituição. O capítulo seguinte aborda a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), a taxa de juros que serve de base aos juros cobrados pelo Banco àqueles de quem é credor e que é base da remuneração dos fundos (FAT e Fundo PSI-PASEP) que são responsáveis por grande parte dos recursos que o BNDES dispõe. O Capítulo 3 se destina a apresentação dos dados utilizados, enquanto o seguinte explica a metodologia utilizada para o cálculo do subsídio. O último capítulo antes da conclusão apresenta os resultados.

## CAPÍTULO 1 - O BNDES

### 1.1. O BNDES HOJE

Atualmente a carteira de crédito do BNDES supera em muito a de outros bancos de desenvolvimento. Em outubro de 2009, o volume de empréstimos acumulado em 12 meses totalizava US\$ 73,1 bilhões, mais que duas vezes e meia o volume emprestado pelo Banco Mundial e mais que seis vezes o do Ex-Im Bank (Export-Import Bank of the United States).

**Gráfico I - Empréstimos do BNDES e outros bancos de desenvolvimento**



Fonte: IstoÉ Dinheiro, 11/11/2009. USD/BRL = 1,75

No fim de 2009, o Banco era responsável por 20% do crédito de todo o país (ver Tabela I), o equivalente a 30% do volume de crédito livre do SFN. Esses dados não caracterizam uma situação inédita. Em 2003, o BNDES representava  $\frac{1}{4}$  do total de crédito na economia brasileira. Na realidade, em 2007 e 2008 houve uma retração da participação do Banco, mas a evolução recente mostra uma elevação significativa, tendo sido o BNDES responsável por 37% do crescimento do crédito no país entre setembro de 2008 e dezembro de 2009.

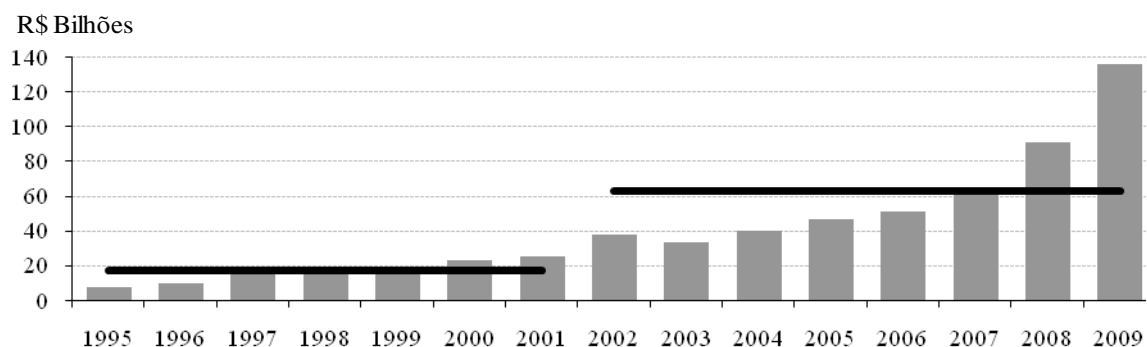
Como pode ser visto na tabela abaixo, o expressivo tamanho do BNDES também é visto numa comparação com o setor bancário privado, o volume de crédito pelo qual o Banco é responsável é corresponde a mais da metade dos recursos livres destinados a pessoas jurídicas no país.

<b>Tabela I - Saldo com operações de crédito no SFN</b>					R\$ Bilhões
Ano <sup>1</sup>	BNDES	Recursos livres (Pessoa Jurídica)	Total	Participação do BNDES (%)	
2000	61,8	121,8	326,8	19%	
2001	70,6	138,2	336,4	21%	
2002	93,4	149,7	384,4	24%	
2003	100,2	154,6	418,3	24%	
2004	110,0	179,4	498,7	22%	
2005	124,1	213,0	607,0	20%	
2006	139,0	260,4	732,6	19%	
2007	160,0	343,2	936,0	17%	
2008	209,3	476,9	1227,3	17%	
2009	283,0	486,7	1414,4	20%	

1 - Dado de dezembro do ano referido.

Os dados de desembolso (Gráfico II) também revelam grande expansão dos financiamentos do BNDES. A média do valor desembolsado é de R\$ 62,7 bilhões entre os anos de 2002 e 2009, muito superior à média de aproximadamente R\$ 17,2 bilhões entre 1994 e 2001. E a expansão persiste no ano de 2010, dados de abril desse ano apontam que os desembolsos do BNDES alcançaram R\$ 35,7 bilhões, um aumento de 34% em relação ao mesmo período de 2009<sup>7</sup>. Enquanto o quadro geral é fruto de diferentes políticas de governo, a evolução mais recente é o reflexo da resposta do governo à crise financeira, visando reduzir os efeitos internamente.

**Gráfico II - Desembolsos do Sistema BNDES**



Fonte: Banco Central do Brasil.

O Relatório Gerencial Trimestral<sup>8</sup> do BNDES, referente ao último trimestre de 2009, faz

<sup>7</sup> O Estado de São Paulo, 1º de junho de 2010. “Desembolsos do BNDES crescem 34% no ano até abril”.

<sup>8</sup> BNDES, Relatório Gerencial Trimestral - Área Financeira, BNDES – Janeiro de 2010.

menção ao “Papel Anti-Crise do BNDES”. Papel que foi reforçado pelo governo, ao lançar o Programa de Sustentação dos Investimentos (PSI), em junho de 2009. Os programas do BNDES estabelecem condições particulares de financiamento, têm dotação orçamentária limitada e prazo de vigência. Segundo o BNDES<sup>9</sup>, o PSI reduziu os encargos financeiros dos financiamentos e alongou prazos de amortização e carência para os projetos dos segmentos de bens de capital, inovação e exportações.

Como será abordado posteriormente, o encargo financeiro dos empréstimos do BNDES se compõe de: Custo Financeiro, Remuneração do BNDES, Taxa de risco de crédito, Taxa de intermediação financeira e Remuneração da instituição financeira credenciada (as duas últimas em casos de operações indiretas). O PSI reduziu os encargos ao Custo Financeiro e instituiu prazos de carência e amortização como exposto na tabela abaixo:

**Tabela II - Condições Financeiras do Programa de Sustentação do Investimento**

Discriminação	Custo Financeiro		Carência	Prazo total
	Mínimo	Máximo		
Bens de Capital	4,5	7,0	0,25	10
Inovação	3,5	4,5	2	10
Exportação		4,5	-	3

Fonte: Site do BNDES (www.bndes.gov.br).

Ao final de 2009, a carteira do BNDES relativa ao PSI totalizava R\$ 37,1 bilhões, sendo que 83% desse valor constavam como contratado (cerca de R\$ 30,8 bilhões), e 11,6% já se encontravam aprovados pela diretoria do BNDES. A dotação do Programa, isto é, o valor que pode ser emprestado pelo Banco a essas condições, é de R\$ 124,0 bilhões.

Como citado na introdução, o BNDES inicialmente era focado no apoio de empreendimentos do setor público e gradualmente voltou-se ao apoio da indústria nacional e do setor privado. Apesar dessa evolução o apoio financeiro ao setor público (estados e municípios) e com empresas ligadas à União (Vale e empresas do Grupo Petrobrás)<sup>10</sup>

<sup>9</sup> (idem).

<sup>10</sup> Foram consideradas aqui quatro operações com empresas do Grupo Petrobrás: R\$ 9,9 bilhões para a Refinaria Abreu e Lima, R\$ 9,4 bilhões para a Petróleo Brasileiro S.A. / “Petrobrás”, R\$ 5,7 bilhões para a Transportadora Associada de Gás e R\$ 2,0 bilhões para a Petroquímica Suape. E duas com a Vale S.A., uma de R\$ 1,1 bilhões e outra de R\$ 175,5 milhões.

permanece tendo peso relevante na instituição. No ano de 2009, das 530 operações disponíveis com detalhe, identificou-se que, no mínimo, R\$ 34,5 bilhões foram destinados a operações com esses agentes. Esse montante representa 20% dos R\$ 174 bilhões contratados em 2009<sup>11</sup>.

## **1.2. TRANSFORMAÇÃO DO BNDES EM FINANCIADOR DO SETOR PRIVADO NACIONAL**

Um importante estudo sobre o BNDES é “Transformação do Sistema BNDES em Financiador do Setor Privado Nacional”, NAJBERG (1989), que teve como objetivo quantificar o montante de recursos que “acabaram sendo doados pela União ao setor privado nacional” e se tornaram “doações patrimoniais” devido à limitação da correção monetária numa política com o explícito fim de fortalecer as empresas privadas nacionais. O estudo foi desenvolvido com base na análise de cerca de 13 mil contratos do BNDES no período entre 1975 e 1987.

O objetivo de tal política era fomentar o desenvolvimento do setor privado nacional, que se expandiu pouco no período de crescimento acelerado do país entre o pós-guerra e o início do governo Geisel. Também se constatava que esta era a parte fraca do tripé no qual se baseou o modelo de industrialização brasileiro, constituído pelas empresas governamentais, privadas nacionais e estrangeiras.

Em geral, a limitação ocorreu de acordo com três esquemas. O primeiro, cuja iniciativa foi do próprio BNDES em 1974, permitia o refinanciamento da parte da correção monetária que excedesse 20% a.a. O objetivo era “atenuar o clima de instabilidade” que se instalara devido à crescente inflação.

O segundo esquema consistia na limitação da correção monetária a 20% a.a.<sup>12</sup>. Inicialmente (1975) a parte que excedia tal percentual era deduzida do imposto de renda, mas

---

<sup>11</sup> Valor derivado de levantamento de informações do site do BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)).

<sup>12</sup> Baseado na média da inflação medida pelo IGP-M entre 1968 e 73. Já nos dois anos seguintes tal índice registrou inflação de 20% e 34%, chegando ao pico de 415,9% no último ano de vigência da correção monetária limitada.

para permitir que as empresas que, por algum motivo, não pagavam imposto passassem a usufruir do benefício, em 1976, chegou-se ao esquema supracitado. Já em 1977 voltou-se à correção plena.

A última configuração de incentivos foi a limitação da correção monetária a 70% da inflação medida pela ORTN em operações de financiamento e capitalização de pequenas e médias empresas durante do ano de 1979.

No primeiro caso, o subsídio era de responsabilidade do BNDES, nos dois últimos cabia a União ressarcir o BNDES pelos benefícios concedidos.

Inicialmente, a expectativa era de controle da inflação no patamar de 20%, dessa forma a limitação apenas reduziria o risco por parte do empresário. Não se tencionava a grande transferência de recursos que acabou por ocorrer. Por fim, essa política se mostrou “perversa em termos distributivos, mas muito atraente para os empresários que se tornaram devedores do Estado”<sup>13</sup>.

A origem dos subsídios, ocorreu devido à simples evolução da inflação à níveis maiores que 20% a.a. (a inflação chegou ao patamar de 30% já em 1976 – nível que ultrapassou rapidamente) portanto, à limitação da correção monetária à apenas parte da inflação medida pela ORTN, mas também devido à defasagem que esse índice mostrava em relação aos outros, como IGP-DI e IPA – Indústria, como pode ser visto na tabela abaixo:

---

<sup>13</sup> ARIDA, 2005.

**Tabela III - Relação entre ORTN/OTN, IGP-DI e IPA-Indústria**

Ano	Variação (%)			Valorização ORTN × IGP-DI	Valorização ORTN × IGP- DI acumulada	Valorização ORTN × IPA-IND	Valorização ORTN × IPA- IND acumulada
	ORTN/ OTN <sup>1</sup>	IGP-DI	IPA- IND				
1975	24,2	29,3	28,6	-3,9	-3,9	-3,4	-3,4
1976	37,2	46,3	40,3	-6,2	-9,9	-5,6	-2,2
1977	30,1	38,8	35,5	-6,3	-15,6	-9,3	-4,0
1978	36,2	40,8	40,0	-3,3	-18,3	-11,8	-2,7
1979	47,2	77,2	78,8	-16,9	-32,2	-27,4	-17,7
1980	50,8	110,2	110,3	-28,3	-51,3	-47,9	-28,3
1981	95,6	95,2	99,7	0,2	-51,2	-49,0	-2,1
1982	97,8	99,7	99,8	-1,0	-51,7	-49,5	-1,0
1983	156,6	211,0	200,5	-17,5	-60,1	-56,9	-14,6
1984	215,3	223,8	233,2	-2,6	-61,2	-59,2	-5,4
1985	219,4	235,1	221,1	-4,7	-63,0	-59,4	-0,5
1986	50,7	65,0	50,6	-8,7	-66,2	-59,4	0,1
1987	391,5	415,9	430,1	-4,7	-67,8	-62,3	-7,3

Notas: 1 - OTN a partir de 1987

2 - Plano Cruzado de estabilização implementado em 28/02/1986.

Fonte: Adaptado de NAJBERG, 1989.

O resultado foi o montante de, no mínimo, US\$ 3,2 bilhões<sup>14</sup>, o que representa 74% dos recursos liberados no período estudado.

À semelhança do referido trabalho, adiante quantificaremos o montante de recursos que se configuram como subsídio aos projetos financiados pelo BNDES em 2009. Pretendendo alcançar assim, uma estimativa do valor do subsídio existente em tais financiamentos quando os encargos do BNDES são comparados a taxas de outras possíveis fontes de captação de recursos.

O período estudado se diferencia do estudado em NAJBERG (1989), principalmente, pela importância que a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) tem na captação e nas aplicações dos recursos do banco desde 1994 – a ser abordada no capítulo seguinte, além da ausência de correção monetária, e pelo cenário atual do país apresentar maior estabilidade econômica e mercado bancário e de capitais mais desenvolvidos.

<sup>14</sup> Valor em 1º de janeiro de 1989.



### 1.3. O FUNDING DO BNDES

De acordo com PROCHNIK (1995) pode-se dividir o histórico do *funding* do BNDES em quatro etapas. Na primeira, de 1952 a 1966, uma parcela adicional restituível do imposto de renda serviu como principal fonte de recursos. Na segunda fase, entre 1967 e 1973, repasses da arrecadação do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) representaram a maior parte das captações do Banco.

Na terceira, entre 1984 e 1987, o BNDES passa a contar com aportes oriundos da arrecadação do PIS (Programa de Integração Social) e do PASEP (Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público). Os recursos oriundos da arrecadação dessas contribuições sociais até o ano de 1988 foram destinados ao Fundo PIS-PASEP, que se compõe de cotas nominais pertencentes aos trabalhadores inscritos no PIS ou no PASEP antes de 04/10/1988 e que podem ser resgatadas em determinadas condições. Cerca de 38% da arrecadação foi transferida anualmente ao BNDES, montantes de, em média, R\$ 700 milhões anuais entre 1974 e 1988. Em 2009, 8,4% das fontes de recursos do BNDES eram do Fundo PIS-PASEP, R\$ 30,0 bilhões. Os recursos dessas contribuições sociais são destinados ao Fundo de Auxílio ao Trabalhador (FAT), desde a promulgação da Constituição de 1988.

Na quarta fase, que vai desde 1988 até os dias atuais, o BNDES tem contado com parte dos recursos do FAT, além de administrar os recursos do antigo Fundo de Participação PIS-PASEP. O FAT tem por finalidade o custeio do Programa do Seguro-Desemprego, do Abono Salarial e ao menos 40% deve ser destinado ao BNDES para o “financiamento de Programas de Desenvolvimento Econômico”<sup>15</sup>, mas existe a possibilidade de transferências adicionais desse fundo para o Banco. Dessa forma, os recursos do FAT estão divididos em duas categorias: FAT Constitucional (rubrica dos 40% definidos na criação do Fundo), e FAT Depósitos Especiais, transferências adicionais ao anterior.

Do total transferido ao BNDES, a parcela referente ao FAT Constitucional é remunerada pela TJLP e pela LIBOR. Esta última remunera a parcela utilizada para o financiamento da produção ou comercialização de produtos brasileiros voltados para a

---

<sup>15</sup> Site do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), <http://www.mte.gov.br/fat/historico.asp>.

exportação corrigida com base na taxa do dólar norte-americano. Os recursos do FAT Depósitos Especiais são remunerados pela TJLP<sup>16</sup>.

O Fundo PIS-PASEP é remunerado pela TJLP somada a 3,0% a.a. e creditada “de uma parcela do resultado líquido adicional das operações realizadas com recursos do Fundo”<sup>17</sup>. Esse resultado é aplicado anualmente às cotas individuais que compõe o Fundo.

Apesar do crescimento do emprego formal no Brasil entre 2003 e 2009, passando de uma média anual de 12,3% para por volta de 8%, o FAT tem enfrentado despesas crescentes. No mesmo período citado as despesas do FAT cresceram 214% em termos nominais: “o fato indica uma piora do grau de eficiência na utilização dos recursos”<sup>18</sup>. Em 2009, o FAT sofreu seu primeiro déficit desde que foi criado, uma vez que grande parte de seus recursos estão em poder dos bancos públicos brasileiros, dentre eles o BNDES, que fechou 2009 tendo um passivo de R\$ 122,5 bilhões com o Fundo de Auxílio ao Trabalhador – sendo R\$ 22,3 bilhões na rubrica Depósitos Especiais. Apesar de estar previsto que, em casos de emergência, os recursos do FAT deveriam ser devolvidos para serem aplicados no pagamento dos benefícios de seguro desemprego e abono salarial a trabalhadores com remuneração mensal abaixo de dois salários mínimos, essa possibilidade não se concretizou.

A evolução recente do FAT não é favorável ao *funding* do BNDES, entretanto a ação do Tesouro impediu retrações nesse sentido em 2009 e isso pode definir uma nova fase na história do *funding* do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, visto que a intensificação da relação com o Tesouro Nacional fez com que o *funding* com base no FAT e PIS/PASEP, passasse a ter menor peso relativo.

A Tabela V mostra a evolução das fontes de recursos do BNDES entre 2003 e 2009. Percebe-se uma expansão recente da participação dos recursos do Tesouro Nacional entre as fontes de financiamento do Banco, em 2009 o Tesouro era responsável por 37% do passivo do BNDES – nesse ano, o Banco recebeu R\$ 100,0 bilhões em empréstimo do Tesouro, e em 2010 mais R\$ 80 bilhões<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Dieese. Notas Técnicas. O Fundo de Amparo ao Trabalhador, 2005.

<sup>17</sup> Site da Secretaria do Tesouro Nacional, [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br).

<sup>18</sup> GIAMBIAGI, Fabio. “O Incrível Caso do FAT”. Valor Econômico, 10 de maio de 2010.

<sup>19</sup> Site do BNDES ([www.bndes.com.br](http://www.bndes.com.br)) – Notícias. “BNDES recebe R\$ 80 bi de financiamento do Tesouro e amplia medidas de apoio a investimentos”.

Na primeira operação com o Tesouro Nacional, o custo para o Banco foi de TJLP + 2,5% numa primeira etapa, passou a TJLP + 1% e depois se tornou apenas TJLP<sup>20</sup>. Na segunda, o custo foi novamente, apenas TJLP.

<b>Tabela IV - Fontes de financiamento do BNDES</b>										R\$ Mil	
	<b>2009</b>		<b>2008</b>		<b>2007</b>		<b>2006</b>				
Passivo	359,0		252,0		177,7		168,4				
FAT	122,5	34%	116,6	46%	105,9	60%	105,9	63%			
PIS-PASEP	30,0	8%	29,5	12%	27,9	16%	25,8	15%			
Tesouro Nacional	131,8	37%	37,2	15%	8,2	5%	9,6	6%			
Fundo da Marinha Mercante	5,2	1%	4,8	2%	2,9	2%	2,7	2%			
Instituições Multilaterais	12,0	3%	13,9	6%	9,3	5%	9,8	6%			
Outros	57,4	16%	50,1	20%	23,4	13%	14,5	9%			
	<b>2005</b>		<b>2004</b>		<b>2003</b>		<b>2002</b>				
Passivo	159,3		149,8		139,3		138,6				
FAT	88,5	56%	76,0	51%	66,3	48%	63,1	46%			
PIS-PASEP	23,7	15%	21,5	14%	20,4	15%	19,5	14%			
Tesouro Nacional	19,6	12%	20,6	14%	18,1	13%	15,3	11%			
Fundo da Marinha Mercante	2,4	2%	2,4	2%	2,1	2%	1,9	1%			
Instituições Multilaterais	9,2	6%	9,1	6%	10,8	8%	13,0	9%			
Outros	15,9	10%	20,3	14%	21,6	16%	25,7	19%			

Fonte: BNDES, Demonstrações Contábeis.

Na outra ponta da operação, o Tesouro Nacional capta a um custo maior que o que repassa ao BNDES. Nessas operações, o Tesouro lançou títulos e os repassou ao BNDES, de forma que esse pode vendê-los no mercado secundário de acordo com sua necessidade de recursos. Em março de 2009 o Tesouro emitiu R\$ 13,0 bilhões em títulos<sup>21</sup>, em junho do mesmo ano mais R\$ 26,0 bilhões<sup>22</sup>, e no mês seguinte o valor de R\$ 25,0 bilhões<sup>23</sup>, que uma

<sup>20</sup> O Estado de São Paulo, 20 de maio de 2010. “Tesouro aumenta subsídio ao BNDES”.

<sup>21</sup> G1 (www.g1.com.br), 22 de abril de 2009. “Tesouro Nacional emite R\$ 13 bilhões em títulos para capitalizar BNDES”.

<sup>22</sup> G1 (www.g1.com.br), 23 de julho de 2009. “Com emissão para BNDES, dívida pública sobe para R\$ 1,43 trilhão em junho”.

<sup>23</sup> G1 (www.g1.com.br), 20 de agosto de 2009. “Com nova capitalização do BNDES, dívida pública sobe para R\$ 1,45 trilhão em julho”.

vez repassados ao BNDES foram destinados integralmente a operações com três empresas do Grupo Petrobrás – as três maiores operações de 2009. Na quarta captação, que compôs os R\$ 100,0 bilhões do empréstimo de 2009, foram levantados os R\$ 36,0 bilhões restantes<sup>24</sup>.

Com relação ao segundo empréstimo, em abril de 2010 foram lançados R\$ 74,2 bilhões em títulos e em maio os R\$ 5,8 bilhões restantes<sup>25</sup>. As informações sobre as captações do segundo empréstimo estão relacionadas na Tabela VI abaixo. A imprensa divulgou informações de que o BNDES teria até 30 anos para devolver o dinheiro à União<sup>26</sup>, quando essa terá que arcar com os resgates dos títulos transferidos ao Banco muito antes, como pode ser visto pelas datas de vencimentos dos títulos (Tabela V).

<b>Tabela V - Captação do Tesouro Nacional para repasse ao BNDES</b>		
<b>Título</b>	<b>Valor (R\$ Bilhões)</b>	<b>Vencimento</b>
<b>Primeira captação</b>		
LTN	13,500	01/07/2010
LTN	18,500	01/10/2010
LFT	13,000	07/06/2010
NTN-F	7,000	01/01/2012
NTN-F	4,600	01/01/2013
LFT	5,000	07/03/2013
LFT	6,600	07/03/2014
LFT	6,000	07/09/2015
<b>Segunda captação</b>		
NTN-F	3,400	01/01/2012
NTN-F	2,400	01/01/2013

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.

Parte desses recursos foi emprestada ao BNDES para a aplicação no Programa Sustentação do Investimento (PSI), já abordado anteriormente. As taxas cobradas dos tomadores finais de empréstimo sob esse programa são em alguns casos – e certamente, na

<sup>24</sup> G1 (www.g1.com.br), 23 de setembro de 2009. “Tesouro emite mais R\$ 36 bilhões para o BNDES e concluiu sua capitalização”.

<sup>25</sup> O Estado de São Paulo, 20 de maio de 2010. “Tesouro aumenta subsídio ao BNDES”.

<sup>26</sup> O Estado de São Paulo, 20 de maio de 2010. “Tesouro aumenta subsídio ao BNDES”.

maioria – inferiores às que o BNDES paga ao Tesouro, pois se encontram entre o mínimo de 3,5% e o máximo de 7,0% a.a. O Tesouro pagará ao BNDES a diferença entre essas taxas através de um procedimento regulamentado pelo Conselho Monetário Federal em 2009, a equalização de juros. Inicialmente o procedimento operacional serviu ao pagamento de subsídios referentes a programas de apoio à produção e aquisição de bens de capital e ao programa habitacional do Governo, o “Minha Casa, Minha Vida”, cujo operador é a Caixa Econômica Federal, recebendo recursos do BNDES ao custo de TJLP, recursos que o Tesouro empresta ao BNDES ao custo de TJLP + 1,0%. A diferença de 1,0% a.a. que representaria prejuízos nesse esquema para o BNDES é um custo arcado pelo Tesouro Nacional como equalização de juros, isto é, subsídio. Da mesma forma, a diferença entre os juros cobrados dos tomadores finais do crédito sob o Programa de Sustentação do Investimento e os juros pagos pelo BNDES ao Tesouro configurarão equalização de juros estimados pelo Ministério da Fazenda em R\$ 13,1 bilhões<sup>27</sup>, enquanto as primeiras ações sujeitas a equalização de juros gerariam R\$ 2,7 bilhões em custos para o Tesouro<sup>28</sup>.

A redução na taxa de juros que a União tem permitido com o advento da equalização de juros em empréstimo aos bancos oficiais, e em especial a BNDES, se configura como um aprofundamento do subsídio que já existe nos financiamentos tomados juntos a esse Banco, uma vez que as taxas normalmente cobradas dos tomadores finais de empréstimo tendo como base a TJLP são inferiores às que taxas de mercado permitiriam. A diferença é que neste caso o Tesouro Nacional arcará diretamente com as despesas de parte do subsídio, enquanto as ações do BNDES que tem como *funding* os mecanismos de poupança compulsória tem como base do subsídio os Fundos PIS-PASEP e FAT.

---

<sup>27</sup> O Estado de São Paulo, 4 de maio de 2010. “Tesouro conclui captação para reforçar caixa do BNDES”.

<sup>28</sup> O Estado de São Paulo, 9 de julho de 2009. “CMN aprova juros menores em empréstimos ao BNDES”.

## CAPÍTULO 2 - A TAXA DE JUROS DE LONGO PRAZO - TJLP

A Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) foi instituída pela Medida Provisória nº 684 de 31.10.1994 e, de acordo com a exposição de motivos que acompanhou tal Medida Provisória, deveria ser interpretada como a “forma correta de precificação do custo de oportunidade de empréstimos de longo prazo” (ARIDA, 2005).

A tabela abaixo mostra a evolução média trimestral da TJLP desde o 2005<sup>29</sup>.

<b>Tabela VI - Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) (% a.a.)</b>				
<b>Ano</b>	<b>I Trim</b>	<b>II Trim</b>	<b>III Trim</b>	<b>IV Trim</b>
1995	25,22	24,01	23,80	20,53
1996	17,93	17,37	15,28	13,65
1997	10,79	10,27	9,90	9,56
1998	10,52	11,39	10,98	13,81
1999	12,84	13,48	14,05	12,50
2000	12,00	11,00	10,25	9,75
2001	9,25	9,25	9,50	10,00
2002	10,00	9,50	10,00	10,00
2003	11,00	12,00	12,00	11,00
2004	10,00	9,75	9,75	9,75
2005	9,75	9,75	9,75	9,75
2006	9,00	8,15	7,50	6,85
2007	6,50	6,50	6,25	6,25
2008	6,25	6,25	6,25	6,25
2009	6,25	6,25	6,00	6,00
2010	6,00	6,00	-	-

Fonte: Banco Central do Brasil

A TJLP é estipulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e vige por três meses.

O cálculo da TJLP é feito, desde o quarto trimestre de 1999, a partir de dois componentes:

- i. a meta de inflação para os doze meses seguintes ao primeiro mês de vigência da Taxa, baseada nas metas anuais fixadas pelo CMN;

<sup>29</sup> Tal cálculo coincide com a TJLP estipulada pelo Conselho Monetário Nacional a partir do primeiro trimestre de 1999, uma vez que a partir dessa data a TJLP vigente por três meses passou a coincidir com os quatro trimestres do ano, como exibido na tabela.

- ii. um prêmio de risco, “que incorpora uma taxa de juro real internacional e um componente de risco Brasil numa perspectiva de médio e longo prazo”.

A princípio, a TJLP foi fixada baseada na rentabilidade de títulos de longo prazo do Tesouro Nacional emitidos no exterior, por ser essa a melhor aproximação à época para a taxa de juros de mercado de longo prazo. Por atualmente já existirem títulos de longo prazo emitidos pelo Tesouro Nacional internamente, não se faz necessária a referência a títulos emitidos fora do país, entretanto a TJLP “passou a ser fixada de forma *ad hoc* e desprovida de coerência conceitual” (ARIDA, 2005).

Certamente a composição do cálculo exibido abaixo para o segundo trimestre de 2010 incorpora um termo que dá margem a distanciamentos de uma estrita coerência com sua proposta teórica: o “prêmio de risco”, definido de forma muito geral.

$$TJLP = \frac{I(2010) \times 9 \text{ meses} + I(2011) \times 3 \text{ meses}}{12 \text{ meses}} + R$$

onde:

I(2010)	é a meta de inflação fixada pelo CMN para o ano de 2010
I(2011)	é a meta de inflação fixada pelo CMN para o ano de 2011
R	é o prêmio de risco

Atualmente a TJLP serve de base de cálculo aos encargos do BNDES, assim como remunera o Fundo de Participação PIS-PASEP e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), fontes de recursos do BNDES.

\*

Além da TJLP, o BNDES usa como taxa base aos seus financiamentos outras taxas:

- (i) a TJ-462, que é a TJLP somada de 1,0 % a.a. criada pela Medida Provisória 462.
- (ii) a Cesta de Moedas, determinada pelo custo médio de captação do BNDES no mercado financeiro internacional. É utilizada em linhas de financiamento dirigidas à aquisição de equipamentos importados, por exemplo.
- (iii) o IPCA acrescido de uma Taxa de Referência, que “equivale ao custo médio

representativo das captações e instrumentos derivativos do BNDES e da BNDES Participações S.A. – BNDESPAR, denominados em IPCA, no mercado interno e externo”.

- (iv) a Taxa de juros fixa pré-embarque (TJFPE) acrescida da variação do dólar norte-americano. A TJFPE tem base nas taxas, impostos e despesas incorridas pelo BNDES na captação de recursos em moeda estrangeira. É aplicada ao apoio à exportação.
- (v) a LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) acrescida da variação do dólar norte-americano. Assim como a TJFPE, esse esquema é aplicado ao apoio à exportação.

Apesar do importante papel da TJLP, o chamado “Custo Financeiro”, que é a base para o cálculo dos juros cobrados nos financiamentos do BNDES (a ser melhor abordado no Capítulo 3), o Banco demonstra, pela descrição da composição das taxas de juros dos seus programas e linhas de financiamento, alguma liberdade para se distanciar de um uso amplo da TJLP, visto que, em alguns casos, o Custo Financeiro, é composto por apenas uma parcela da TJLP ou da TJ-462, como é o caso da linha de financiamento *BNDES Finem* voltada a *investimentos em “capacidade produtiva” de atividades agropecuárias e indústrias não produtoras de bens de capital* (50% da TJLP), ou ainda de uma combinação de ambas, como na linha *BNDES Finem* aplicável a *investimentos em capacidade produtiva a serviços de educação, saúde, assistência social e segurança* cuja taxa de juros se baseia em 50% da TJLP somada a 50% da TJ-462, e na linha voltada a *investimentos em logística (modal rodoviário)* (70% da TJLP somada a 30% da TJ-462). Da mesma forma, existem linhas de financiamento onde o Custo Financeiro é uma combinação das outras taxas anteriormente citadas.



## CAPÍTULO 3 - APRESENTAÇÃO DOS DADOS

### **Objetivo**

Com o propósito de quantificar o montante de recursos que se configuram como subsídio implícito aos projetos financiados pelo BNDES em 2009, de forma análoga ao executado em NAJBERG, 1989 levantou-se informações sobre as operações contratadas pelo BNDES no ano de 2009.

A comparação no referido estudo foi estabelecida entre o cenário real de limitação da correção monetária como abordado anteriormente e o que teria existido caso não houvesse tal limitação. Aqui a comparação será feita de forma a se estimar a economia permitida aos tomadores de empréstimo quando financiado pelo BNDES à TJLP (mais encargos) e não a taxas alternativas (somadas aos mesmos encargos). Supõe-se, obviamente, que todos os financiamentos teriam sido realizados, mesmo sob as condições menos favoráveis *simuladas* aqui.

### **Indisponibilidade de dados**

Em NAJBERG, 1989 houve análise dos contratos efetuados pelo BNDES entre 1975 e 1987, de forma que o resultado final é mais preciso que o que este trabalho pode e pretende alcançar. As informações relativas a cada operação que permitiriam um cálculo mais acurado não estão disponíveis sequer para outras instituições do Governo Federal. Recentemente, o Banco se recusou a fornecer dados à Controladoria Geral da União sob o argumento de que, por ser uma instituição financeira, tal ato representaria quebra dos sigilos fiscal e bancário<sup>30</sup> e isso tem impedido a fiscalização das operações de financiamento feitas por esse banco. Dada a grande opacidade verificada, se faz necessária uma série de hipóteses e simplificações, a serem abordadas adiante.

Apenas parte das operações do Banco está disponível com *algum* detalhamento no site da instituição, sendo essas um total de 530. As informações que se têm sobre essas são: nome

---

<sup>30</sup> O Estado de São Paulo, 29.10.2009. “BNDES resiste a auditoria da CGU”.

da empresa, data de contratação, objetivo do projeto, modalidade da operação<sup>31</sup>, unidade da federação onde o projeto será executado e o valor contratado. Sobre as demais estão disponíveis informações mais gerais, como número de operações e valor total contratado.

Idealmente deveriam estar disponíveis também:

- (i) tamanho do prazo de carência,
- (ii) tamanho do prazo de amortização,
- (iii) periodicidade das amortizações,
- (iv) periodicidade das liberações do valor contratado,
- (v) sistema de pagamento das amortizações ( amortizações constantes - SAC, prestações constantes - PRICE, etc.),
- (vi) periodicidade do pagamento de juros durante a carência, se for o caso,
- (vii) linha de financiamento aplicada à operação, ou a partes da operação,
- (viii) o valor exato da taxa de juros aplicada a operação, ou a cada parte dela, visto que as linhas de financiamento definem faixas de taxas de juros a serem aplicadas,
- (ix) e características da operação, uma vez que o BNDES apóia empreendimentos não apenas através de financiamentos, mas por meio de subscrição de ações, de operações de “fundo perdido” (similares a doações), entre outros.

Alguns financiamentos à mesma empresa se apresentam divididos em partes, de acordo com diferentes objetivos de cada projeto, mas apresentam mesma data de contratação. Aqui, trataremos cada subdivisão como uma operação, dado que, com diferentes objetivos, diferentes linhas de financiamento são aplicáveis. Há possibilidade de mais subdivisões, isto é, dentro de uma mesma operação haver tranches sujeitos a diferentes linhas de financiamento, mas devido a falta de informações utilizaremos a simplificação de aplicar apenas uma linha de financiamento ao total de cada operação. Outra hipótese é a de que as operações não disponíveis em detalhe se encaixem na mesma definição de operação usada aqui, mas essa hipótese não possui impacto no cálculo final do subsídio como pretendido.

---

<sup>31</sup> A modalidade da operação pode ser direta (feita pelo próprio BNDES) ou indireta, caso em que os recursos são repassados a instituições financeiras credenciadas que assumem o risco de crédito da operação. Mais sobre operações indiretas é dito abaixo.

## Dados

Dessa forma, os dados disponíveis e o tratamento adotado nos permitiu chegar a conclusão de que 772.429 operações foram efetuadas em 2009, totalizando R\$ 174,3 bilhões<sup>32</sup>. Dessas, as 530 que estão disponíveis com algum detalhamento totalizam R\$ 100,8 bilhões – 58% do total.

Grande parte do valor está concentrada em poucas operações – 134 correspondem a R\$ 87,1 bilhões, 50% do total. Isso se deve: (i) ao grande número de operações com micro, pequenas e médias empresas e operações indiretas: pouco menos de 600 mil operações totalizando R\$ 68,8 bilhões, uma média de R\$ 115 mil por operação e, (ii) a poucas operações de grande valor – as três maiores, por exemplo, somam R\$ 25 bilhões.

As operações realizadas pelo BNDES em 2009 estão resumidas na Tabela VIII.

**Tabela VII - Resumo dos dados**

Área	Modalidade	Detalhado	Número de operações	Valor (R\$ Milhões)	Valor médio (R\$ Milhões)	Partic. (%)
Área de Insumos Básicos	Direta	Sim	76	38.918,6	512,1	22,1%
Área Industrial	Direta	Sim	171	13.756,7	80,4	7,8%
Área Infraestrutura	Direta	Sim	105	28.704,7	273,4	16,3%
Área de Inclusão Social	Direta	Sim	88	6.488,7	73,7	3,7%
Operações com MPME	Direta	Sim	119	694,4	5,8	0,4%
Área Comércio Exterior	Direta	Não	N.D.	2.273,7 -		1,3%
Área de Insumos Básicos	Indireta	Sim	7	1.090,9	155,8	0,6%
Área Industrial	Indireta	Sim	56	3.553,4	63,5	2,0%
Área Infraestrutura	Indireta	Sim	16	8.146,3	509,1	4,6%
Área de Inclusão Social	Indireta	Sim	16	1.524,2	95,3	0,9%
Operações com MPME	Indireta	Não	373.458	25.724,4	0,1	14,6%
Área de Op. Indiretas (Exceto Cartão BNDES)	Indireta	Não	224.006	43.035,0	0,2	24,4%
Área de Op. Indiretas (Cartão BNDES)	Indireta	Não	174.435	2.480,8	0,0	1,4%
<b>Totais</b>			<b>772.553</b>	<b>176.391,9</b>	<b>1.769,5</b>	<b>100,0%</b>

<sup>32</sup> Não há informações oficiais públicas sobre o valor total das operações contratadas em 2009. Portanto, o valor encontrado nesse trabalho pode não ser o valor real exato, visto que deriva do tratamento de dados que apresentam diversos problemas, entre eles duplicações de operações. Acredita-se que o valor encontrado aqui seja uma aproximação muito boa para o valor exato.

### Condições financeiras

Outra parte importante à realização da tarefa do cálculo do subsídio são as condições financeiras aplicáveis às operações do BNDES.

Em geral, os encargos financeiros se compõe de:

- i. Custo financeiro<sup>33</sup>;
  - ii. Remuneração do BNDES, que “remunera a atividade operacional” do banco e “varia em função das prioridades para atuação do BNDES”;
  - iii. Taxa de risco de crédito<sup>34</sup>;
- e nos casos de operações indiretas:
- iv. Taxa de intermediação financeira<sup>35</sup>;
  - v. Remuneração da instituição financeira credenciada<sup>36</sup>.

Os dois últimos itens estão presentes apenas em operações indiretas. O último toma o lugar da *Taxa de risco de crédito* nessas operações, feitas através de instituições financeiras credenciadas. O objetivo de tal intermediação, segundo o Banco<sup>37</sup>, é aumentar o alcance de potenciais clientes pelo território nacional. Nesses casos o BNDES repassa os recursos para tais instituições, que são responsáveis pela análise e aprovação do crédito e pela definição das garantias e que assumem o risco de crédito da operação. Para os fins deste trabalho chamaremos os últimos quatro itens de “encargos”, portanto em operações diretas os encargos serão: *Remuneração do BNDES* e *Taxa de risco de crédito*, e nas operações indiretas: *Taxa de intermediação financeira* e *Remuneração da instituição financeira credenciada*, e em certos casos se inclui também a *Remuneração do BNDES*.

---

<sup>33</sup> Segundo o site do BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)): “O custo dos recursos do BNDES tem origem nas fontes (FAT, BIRD, BID, etc.) onde são captados os recursos que dão lastro para a sua operação. No custo de captação, além da taxa, incidem também as variações de moedas/encargos, que são repassadas nas suas operações de financiamento.”

<sup>34</sup> Segundo o site do BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)): “Remunera o risco de crédito do BNDES. Varia em função do risco de crédito do tomador do financiamento.”

<sup>35</sup> Segundo o site do BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)): “É a taxa que reflete o risco sistêmico das Instituições Financeiras Credenciadas, limitada a 0,5% ao ano”.

<sup>36</sup> Segundo o site do BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)): “É a taxa que reflete o risco de crédito assumido pelas Instituições Financeiras Credenciadas, e será determinada pela instituição repassadora dos recursos.”

<sup>37</sup> Site do BNDES ([www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br)).

\*

Combinando os dados disponíveis sobre as operações e as condições de financiamentos expostas no sítio do BNDES na internet de modo a simular os financiamentos do BNDES da forma abordada no capítulo seguinte, que trata da metodologia a ser utilizada, pretende-se chegar a uma estimativa do subsídio implícito nas ações do BNDES.

## CAPÍTULO 4 - METODOLOGIA

Os dados serão divididos em três partes:

- Grupo I: 134 maiores operações entre as 530 disponíveis com detalhe, que compõe 50% do total contratado em 2009: R\$ 87.109.886.382,00.
- Grupo II: 396 operações restantes das 530 disponíveis com detalhe, que somam R\$ 13.663.449.863,00.
- Grupo III: As 771.899 operações restantes, responsáveis por R\$ 71.240.270.771,00, mais as operações a Área de Comércio Exterior (não há informações sobre quantas são), que somadas ao valor anterior totalizam R\$ 73.513.966.737,00.

Tal separação foi feita com o intuito de dar tratamento diferenciado a cada parte. O Grupo I tem grande representatividade, pois corresponde a metade do valor em operações do BNDES em 2009 – o tratamento desta parte será mais cuidadoso.

Para se aproximar do resultado real, as operações serão relacionadas a uma linha de financiamento do BNDES. Mas visto que as linhas de financiamento definem intervalos de valores que os encargos e os prazos de amortização e carência podem assumir, cenários serão construídos sob os extremos dessas faixas de valores.

Um dos cenários tem base nas características *mais favoráveis* (do ponto de vista da empresa) da linha de financiamento aplicada a determinada operação, isto é, maior prazo possível de carência, maior prazo possível de amortização e menores encargos somados ao Custo Financeiro. Outro cenário será construído sob as condições *menos favoráveis* de financiamento, ou seja, com os menores prazos de amortização e carência e com os maiores encargos somados ao Custo Financeiro.

Esses cenários servirão de base à construção de fluxos de caixa. O valor presente da diferença entre os valores de dois fluxos de caixa com diferentes Custos Financeiros (sendo um deles o que simula os financiamentos do BNDES à TJLP), construídos sob diferentes cenários ou não, será considerado o subsídio implícito presente nos financiamentos do BNDES, pois essa é uma estimativa do valor presente do dispêndio que os tomadores de empréstimo deixam de incorrer por serem financiados pelo BNDES usando como base a TJLP

e não taxas alternativas, como a SELIC, como *proxy* a um financiamento por uma instituição financeira no Brasil, ou a LIBOR adicionada da variação cambial e de uma taxa que reflita o risco país, como uma aproximação a um financiamento por uma instituição financeira estrangeira.

O cálculo do valor presente supracitado e os fluxos de caixa foram construídos sob as seguintes hipóteses:

- (i) liberação única dos recursos na data de contratação,
- (ii) pagamento de juros durante a carência,
- (iii) amortização pelo Sistema de Amortização Constante (SAC),
- (iv) pagamentos trimestrais,
- (v) todas as operações foram contratadas no mesmo ponto do tempo,
- (vi) todas as taxas utilizadas como Custo Financeiro constantes todo o prazo dos financiamentos (amortização e carência),
- (vii) todas as operações levantadas foram consideradas financiamentos, uma vez que não há informações sobre operações de “fundo perdido”<sup>38</sup>, e sobre a parcela do valor de operações financiadas por meio de subscrição de ações,
- (viii) o Custo Financeiro de todas as operações cuja linha de financiamento prevê outra taxa que não a TJLP será aproximado pelo uso da própria TJLP,
- (ix) sempre que o Custo Financeiro nos financiamentos do BNDES for composto de apenas uma parcela da TJLP ou TJ-462 ou ainda de uma combinação dessas duas taxas, nos cenários onde serão aplicadas a SELIC ou LIBOR como Custo Financeiro essas taxas serão aplicadas integralmente, sem redução,
- (x) e toda vez que a linha de financiamento do BNDES abrir mão de itens formadores da taxa de juros como a “Remuneração do BNDES” ou “Taxa de risco de crédito” definindo-os como *zero* ou *não aplicáveis*, nos cenários onde serão aplicadas as taxas alternativas como Custo Financeiro tais concessões não serão replicadas, isto é, serão aplicadas as taxas em seus níveis mínimo e máximo padrões<sup>39</sup>.

---

<sup>38</sup> Similares a doações.

<sup>39</sup> Definido com base nas linhas de financiamento onde há definição de tais itens que compõe a taxa de juros aplicada nos financiamentos.

Além disso, os valores resultantes da diferença entre os fluxos de caixa foram trazidos a valor presente utilizando-se o nível médio da taxa SELIC em 2009.

Cada operação do Grupo I será relacionada a uma determinada linha de financiamento, de acordo com o que for razoável tendo em vista a área de atuação da empresa, o objetivo do projeto e a modalidade da operação<sup>40</sup>. As do Grupo II serão tratadas da mesma forma, porém os prazos e encargos aplicados serão os médios aplicados ao Grupo I sob cada cenário.

Às operações do Grupo III serão aplicadas as condições médias das linhas de financiamentos BNDES Automático, aplicada somente a operações indiretas com valor menores ou iguais a R\$ 10 milhões. A maior parte das operações desse grupo são indiretas (ver Tabela V).

O objetivo é gerar estimativas do subsídio que existe pelo distanciamento entre a TJLP e outras taxas de juros. Para esse fim, aqui usaremos a SELIC e a LIBOR. Portanto, não foram aplicados às operações da amostra programas como o BNDES PSI, o Programa de Sustentação do Investimento, que instituiu taxas de juros entre 3,5% a.a. e 7% a.a. para produção e a aquisição de máquinas e equipamentos, exportações e investimentos em inovações. Grosso modo, o subsídio gerado pelo distanciamento entre as taxas do PSI e a TJLP será coberto pelo Tesouro Nacional através da equalização de juros. Esse programa foi criado com recursos dos empréstimos que o Tesouro fez ao BNDES, as condições definem que o BNDES deve pagar taxas que vão da TJLP à TJLP + 2,5% como visto na quarta seção do primeiro capítulo. Como as taxas cobradas dos tomadores finais de empréstimo podem ser menores que as devidas pelo banco de desenvolvimento ao Tesouro, os financiamentos nesse esquema representariam prejuízo ao BNDES, porém o Tesouro Nacional cobrirá esse valor através da equalização de juros, estimada pelo Ministério da Fazenda em R\$ 11,3 bilhões. Portanto, consideraremos aqui que o subsídio referente a diferença entre as taxas do PSI e a TJLP consiste no valor estimado pelo Ministério na medida proporcional ao valor contratado no âmbito do PSI em 2009 (considerando que essa estimativa foi feita levando em consideração toda a dotação do programa) enquanto focaremos no cálculo do subsídio referente ao distanciamento entre a TJLP e a SELIC e também da TJLP em relação a LIBOR.

---

<sup>40</sup> Algumas linhas de financiamentos são aplicáveis apenas a operações indiretas.



## CAPÍTULO 5 - RESULTADOS

Como mencionado anteriormente, o valor presente da diferença entre dois fluxos de caixa construídos sob taxas de juros compostas de diferentes Custos Financeiros, será considerado o subsídio implícito presente nos financiamentos do BNDES. Um desses fluxos de caixa, obviamente, sempre será o que simula as condições de financiamento do BNDES.

### 5.1 – COMPARAÇÃO ENTRE TJLP E SELIC

Comparar a TJLP à SELIC é um exercício importante uma vez que (i) a SELIC é, basicamente, a taxa pela qual o Governo brasileiro se endivida e (ii) que recentemente a quantidade de recursos do BNDES com origem no Tesouro Nacional tem aumentado. Portanto, nessa situação onde o governo empresta ao BNDES a uma taxa inferior à qual capta recursos, o resultado do cálculo descrito anteriormente é o subsídio que governo cede aos tomadores de empréstimo do BNDES, diferentemente do caso em que o subsídio tem base no *funding* remunerado à TJLP. De forma geral, pode-se entender os valores encontrados aqui como uma medida do valor presente da economia feitas pelos tomadores finais de empréstimo do banco de desenvolvimento ao se endividarem a uma taxa de juros baseada na TJLP e não na SELIC.

#### **TJLP vs. SELIC tudo mais constante nas condições mais favoráveis**

O primeiro cenário básico de comparação tem como plano de fundo os fluxos de caixa baseados nas condições mais favoráveis de financiamento, ou seja, menores encargos somados ao Custo Financeiro, maior prazo de carência e maior prazo de amortização. Fixadas essas condições, comparamos os financiamentos do BNDES baseados na TJLP aos baseados na taxa SELIC. O subsídio resultante é de R\$ 39.658.924.059,58; cerca de 23% do total de R\$ 174,3 bilhões. No Grupo II, as 396 menores operações das 530 disponíveis no site do BNDES, o subsídio chegou a 29% do valor contratado.

### **TJLP vs. SELIC tudo mais constante nas condições menos favoráveis**

De forma análoga, fixados prazos e encargos nos valores menos favoráveis comparamos os financiamentos do BNDES aos que seriam caso a TJLP estivesse no mesmo nível que a taxa SELIC. O resultado indicou uma economia para os tomadores de empréstimo cujo valor presente perfaz R\$ 6.777.367.256,83; ou seja, 3,9% do valor total.

### **TJLP às condições mais favoráveis versus SELIC às condições menos favoráveis**

Nessa terceira comparação associamos a TJLP às melhores condições de financiamento possíveis em termos de prazo e encargos e a confrontamos aos financiamentos que usam como Custo Financeiro a taxa SELIC sob as condições de prazo e encargos menos favoráveis. Em geral, confrontam-se aqui dois extremos: a “*melhor*” taxa combinada às melhores condições de prazo e encargos à “*pior*” taxa sob as condições menos favoráveis em termos de prazo e encargos.

Dessa maneira, o subsídio calculado é de 18% do valor total contratado em 2009, isto é, R\$ 31.110.878.118,27. No primeiro grupo, o das 134 maiores operações de 2009 que representam 50% do contratado nesse ano, o subsídio chega a proporção de 24%.

O resultado geral está resumido na tabela abaixo.

**Tabela VIII - Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e SELIC**

<b>TJLP</b>			
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições mais favoráveis
vs.			
<b>SELIC</b>			
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições menos favoráveis
Valor total	174.287	174.287	174.287
Subsídio	39.659	6.777	31.111
Proporção	22,8%	3,9%	17,9%

Assim, podemos concluir que o subsídio implícito nos financiamentos do BNDES,

quando comparados à SELIC, se encontra entre 4% e 23% do valor contratado junto a esse banco no ano de 2009, em valores monetários isso implica subsídio entre R\$ 39,7 bilhões e R\$ 6,8 bilhões para os tomadores finais de crédito.

O valor do subsídio apresenta concentração em um número reduzido de operações, da mesma forma que o valor dos financiamentos. No cenário onde as condições estão fixas nas mais favoráveis ao tomador de empréstimo 10% do valor calculado como subsídio (R\$ 17,4 bilhões) se concentra em 37 operações com 27 empresas. No caso da terceira comparação, SELIC atrelada às condições menos favoráveis e TJLP às mais favoráveis, esse percentual é alcançado com 56 operações com 44 empresas.

O resultado separado pelos grupos definidos anteriormente segue resumido na tabela abaixo:

<b>Tabela IX - Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e SELIC (grupos)</b>					
<b>TJLP</b>					
	Associada às condições mais favoráveis		Associada às condições menos favoráveis		Associada às condições mais favoráveis
vs.					
<b>SELIC</b>					
	Associada às condições mais favoráveis		Associada às condições menos favoráveis		Associada às condições menos favoráveis
<b>Grupo I</b>					
Valor	R\$ 87.109.886.382	R\$	87.109.886.382	R\$	87.109.886.382
Subsídio	R\$ 23.153.529.086	R\$	4.966.922.068	R\$	20.579.108.615
Proporção	26,6%		5,7%		23,6%
<b>Grupo II</b>					
Valor	R\$ 13.663.449.863	R\$	13.663.449.863	R\$	13.663.449.863
Subsídio	R\$ 3.895.535.759	R\$	814.242.717	R\$	2.548.748.783
Proporção	28,5%		6,0%		18,7%
<b>Grupo III</b>					
Valor	R\$ 73.513.966.737	R\$	73.513.966.737	R\$	73.513.966.737
Subsídio	R\$ 12.609.859.215	R\$	996.202.472	R\$	7.983.020.720
Proporção	17,2%		1,4%		10,9%

Como abordado anteriormente, esse resultado é válido para o subsídio existente pela

diferença entre a TJLP e a SELIC. Visto que alguns programas e linhas de financiamento do BNDES prevêem taxas de juros inferiores à TJLP, o valor do subsídio é maior que o estimado acima. Entre os programas que se encaixam nessa descrição o mais importante é o Programa de Sustentação do Investimento, cujo subsídio existente pelo distanciamento entre as taxas cobradas dos tomadores finais do empréstimo e a TJLP será coberto pelo Tesouro Nacional. O valor da equalização de juros estimado pelo Ministério da Fazenda é de R\$ 11,3 bilhões. Como no final de 2009 haviam R\$ 37,1 bilhões contratados, isto é, 30% dos R\$ 124,0 bilhões da dotação total do Programa, estimamos que o subsídio relativo às operações de 2009 perfaz R\$ 3,38 bilhões, considerando que o subsídio da parte já contratada mantenha a mesma proporção em relação ao total que o valor da parte contratada no ano em questão..

Portanto, somando aos valores ao estimado como equalização de juros pelo Ministério da Fazenda temos subsídio presente nos financiamentos de 2009 entre R\$ 43,0 bilhões e R\$ 10,2 bilhões, isto é, entre 24,7% e 5,8% do valor total contratado nesse ano.

## **5.2 – COMPARAÇÃO ENTRE TJLP E LIBOR**

A utilização da taxa LIBOR (sigla de *London Interbank Offered Rate*) neste trabalho servirá ao objetivo de tentar simular um financiamento tomado num banco no exterior. A LIBOR é uma taxa baseada nas taxas de juros cobradas em operações sem colateral entre bancos no mercado financeiro londrino. Apesar de ser uma taxa de juros de curto prazo, ela é utilizada como taxa de referência em outros empréstimos, uma vez que representa a menor taxa a qual se empresta recursos sem colateral.

Usaremos aqui a taxa LIBOR em dólar para um ano, mas devido ao comportamento recente da LIBOR – que teve média de 1,57% a.a. em 2009 – usaremos a média dessa taxa em dez anos adicionada da variação cambial no mesmo período.

Considerando o objetivo mencionado acima, faz-se necessária a adição de um *spread* que reflita o risco país. Para isso, usamos a média do *Emerging Markets Bond Index* (EMBI) para os dez anos terminados em 2009. O EMBI é um indicador calculado pelo Banco J.P. Morgan e mede a diferença de rentabilidade entre títulos da dívida externa de países

emergentes e os títulos emitidos pelo Tesouro americano, considerados de menor risco no mercado de capitais global.

Esse procedimento nos permitiu chegar à taxa média de 9,02% a.a., que servirá como Custo Financeiro, isto é, a base de cálculo da taxa de juros dos financiamentos do BNDES.

Pelo fato das linhas de financiamento e programas estipularem intervalos para os componentes das taxas de juros e os prazos de carência e amortização, exploraremos as comparações entre os mesmos cenários utilizados no caso da seção 5.1 quando comparou-se a SELIC com a TJLP.

#### **TJLP vs. LIBOR tudo mais constante nas condições mais favoráveis**

Fixados os prazos de amortização e carência nos patamares mais favoráveis comparamos os financiamentos tendo como Custo Financeiro a TJLP e a taxa LIBOR somada à variação cambial e ao *spread* do risco país. A soma do valor presente da diferença entre os fluxos de caixa construídos com base na TJLP e na LIBOR sob essas condições é de R\$ 30,0 bilhões, 17,2% do valor total contratado em 2009. Mais da metade desse valor está concentrada no Grupo I, que contém as 134 maiores operações do BNDES e que representam metade do valor contratado nesse ano.

#### **TJLP vs. LIBOR tudo mais constante nas condições menos favoráveis**

De forma similar a utilizada na comparação acima, fixamos as condições nos patamares menos favoráveis possíveis, isto é, os maiores encargos somados ao Custo Financeiro, os menores prazos de amortização e carência das linhas de financiamento aplicadas a cada operação, variando apenas o Custo Financeiro entre TJLP e LIBOR. O subsídio a que chegamos nesse esquema de comparação é de R\$ 4,5 bilhões, 2,6% dos R\$ 174,3 bilhões contratados em 2009.

#### **TJLP às condições mais favoráveis versus LIBOR às condições menos favoráveis**

Nessa terceira comparação comparamos os financiamentos do BNDES sob a TJLP e as condições mais favoráveis de prazos e encargos com o que seriam se fosse utilizada a LIBOR como base do cálculo da taxa de juros cobrada dos tomadores de crédito do Banco sob as condições menos favoráveis de prazos e encargos. De forma similar à terceira comparação entre SELIC e TJLP pode-se dizer que se confrontam aqui dois extremos: a “*melhor*” taxa

combinada às melhores condições de prazo e encargos à “*pior*” das duas taxas sob as condições menos favoráveis em termos de prazo e encargos. Dessa forma, o subsídio estimado é de R\$ 28,8 bilhões, 16,6% do valor contratado em 2009.

Os valores estimados para o subsídio a cada base de comparação estão descrito na tabela abaixo.

**Tabela X - Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e LIBOR**

	<b>TJLP</b>		
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições mais favoráveis
vs.			
	<b>LIBOR</b>		
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições menos favoráveis
Valor total	174.287	174.287	174.287
Subsídio	30.006	4.515	28.849
Proporção	17,2%	2,6%	16,6%

Dessa forma, podemos afirmar que, numa comparação com a LIBOR adicionada da variação cambial e do *spread* que indica o risco país, o valor do subsídio implícito nas ações do BNDES se encontra entre R\$ 47,9 bilhões e R\$ 30,0 bilhões, isto é, entre 2,6% e 17,2% do valor contratado em 2009.

O resultado separado por grupos está exposto na tabela abaixo:

**Tabela XI - Subsídio calculado pela comparação entre TJLP e LIBOR (grupos)**

<b>TJLP</b>					
Associada às condições mais favoráveis		Associada às condições menos favoráveis		Associada às condições mais favoráveis	
vs.					
<b>LIBOR</b>					
Associada às condições mais favoráveis		Associada às condições menos favoráveis		Associada às condições menos favoráveis	
<b>Grupo I</b>					
Valor	R\$	87.109.886.382	R\$	87.109.886.382	R\$ 87.109.886.382
Subsídio	R\$	17.057.074.176	R\$	3.508.609.512	R\$ 19.120.796.059
Proporção		19,6%		4,0%	22,0%
<b>Grupo II</b>					
Valor	R\$	13.663.449.863	R\$	13.663.449.863	R\$ 13.663.449.863
Subsídio	R\$	2.936.392.543	R\$	605.071.970	R\$ 2.339.578.037
Proporção		21,5%		4,4%	17,1%
<b>Grupo III</b>					
Valor	R\$	73.513.966.737	R\$	73.513.966.737	R\$ 73.513.966.737
Subsídio	R\$	10.012.165.449	R\$	401.498.879	R\$ 7.388.317.127
Proporção		13,6%		0,5%	10,1%

Mas feita a ressalva de que esses valores se referem ao subsídio gerado pelo distanciamento entre a TJLP e a LIBOR, devemos adicionar o subsídio gerado pela existência de taxas de juros inferiores à TJLP, onde o principal caso são as operações inseridas no Programa de Sustentação do Investimento. Dessa forma, temos que o subsídio nesse caso está no intervalo cujo máximo é o valor de R\$ 34,4 bilhões e o mínimo, R\$ 7,9 bilhões, ou seja, entre 19,2% e 4,5% como proporção do total.

\*

Os resultados de todas as comparações acima estão resumidos em termos percentuais na tabela seguinte.

**Tabela XII - Resumo - Subsídio (em percentuais)**

	<b>TJLP</b>		
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições mais favoráveis
	vs.		
	<b>SELIC</b>		
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições menos favoráveis
Grupo 1	26,6%	5,7%	23,6%
Grupo 2	28,5%	6,0%	18,7%
Grupo 3	17,2%	1,4%	10,9%
Total	22,8%	3,9%	17,9%
Total após equalização de juros	24,7%	5,8%	19,8%
	<b>TJLP</b>		
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições mais favoráveis
	vs.		
	<b>LIBOR</b>		
	Associada às condições mais favoráveis	Associada às condições menos favoráveis	Associada às condições menos favoráveis
Grupo 1	19,6%	4,0%	22,0%
Grupo 2	21,5%	4,4%	17,1%
Grupo 3	13,6%	0,5%	10,1%
Total	17,2%	2,6%	16,6%
Total após equalização de juros	19,2%	4,5%	18,5%



## CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo principal o cálculo do subsídio implícito nas ações do BNDES em 2009. Aqui consideramos subsídio o valor presente da economia permitida aos tomadores de empréstimo do BNDES ao serem financiados com base na TJLP e não sob taxas alternativas. Esse exercício foi feito com base nas informações disponibilizadas pelo BNDES em seu site e por diversas hipóteses. O resultado foi de um subsídio entre 3,9% e 22,8% do valor total contratado nesse ano quando a TJLP foi comparada à SELIC e entre 13,5% e 27,5% do mesmo valor quando comparamos a TJLP com a LIBOR.

Esses valores se referem ao subsídio existente pelo distanciamento entre a TJLP e as taxas citadas acima. Na verdade, o BNDES oferece crédito a taxas menores que a TJLP, atualmente em 6,0% a.a. Os financiamentos mais importantes sob essas taxas são os enquadrados no Programa de Sustentação do Investimento (PSI). Os programas do BNDES são linhas de financiamento que estabelecem condições especiais de prazo e taxa de juros a um determinado tipo de investimento, têm dotação financeira limitada e prazo de vigência. O PSI foi uma resposta do governo brasileiro à crise financeira internacional que se aprofundou no final de 2008. A dotação desse programa teve origem em empréstimos que o Tesouro fez ao BNDES em 2009 e 2010, onde a taxa cobrada pelo Tesouro variava entre TJLP e TJLP + 2,5% - taxas de juros que podem ser superiores às que o BNDES cobra nos financiamentos enquadrados no PSI, e certamente na maioria desses financiamentos. Entretanto, a diferença entre as taxas supracitadas, que representaria prejuízo ao Banco, será coberta pelo Tesouro Nacional num procedimento chamado equalização de juros. Portanto, o subsídio implícito *integral* que visamos calcular se dá pela soma dos valores citados acima com a correspondente equalização de juros referente aos projetos de 2009.

Os dados que serviram de suporte ao cálculo do subsidio foram informações disponíveis no site do BNDES sobre as operações contratadas em 2009 e as características das linhas de financiamento e programas em termos de taxas de juros e prazos. Essas informações foram combinadas de forma a gerar dois cenários. O primeiro cenário foi construído pela combinação dos maiores encargos somados ao Custo Financeiro<sup>41</sup> e os menores prazos de

---

<sup>41</sup> Definimos a taxa de juros cobrada nos financiamentos do BNDES como uma soma do *Custo Financeiro e encargos*.

carência e amortização possíveis – *as condições menos favoráveis*. O segundo foi construído de forma a simular as *condições mais favoráveis* ao tomador de empréstimo, isto é, levando em conta os menores encargos somados ao Custo Financeiro e os maiores prazos de carência e amortização de uma linha de financiamento. Fluxos de caixa foram construídos para os financiamentos aos quais se obteve acesso sob cada um desses cenários e sob cada uma das taxas analisadas aqui (TJLP, SELIC e LIBOR). Cada uma das combinações foi cruzada, dando base às comparações.

O subsídio, acrescentado o valor correspondente à equalização de juros ao valor calculado nesse trabalho, vai de 4,5% (o que corresponde a R\$ 7,9 bilhões) a 24,7% (R\$ 43,0 bilhões) do total contratado no BNDES no ano de 2009.

## BIBLIOGRAFIA

ARIDA, Persio. Mecanismos compulsórios e mercado de capitais: propostas de política econômica. *In*: BACHA, Edmar; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo de (orgs.). Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros. Rio de Janeiro; São Paulo: Contra Capa, 2005.

BNDES, Relatório Gerencial Trimestral - Área Financeira, BNDES, Janeiro de 2010.

DIEESE. Notas Técnicas. O Fundo de Amparo ao Trabalhador, 2005.

Garcia, M. G. P., “Mais Transparência”. Valor Econômico, 16 de abril de 2010.

G1 (www.g1.com.br), 22 de abril de 2009. “Tesouro Nacional emite R\$ 13 bilhões em títulos para capitalizar BNDES”.

G1 (www.g1.com.br), 23 de julho de 2009. “Com emissão para BNDES, dívida pública sobe para R\$ 1,43 trilhão em junho”.

G1 (www.g1.com.br), 20 de agosto de 2009. “Com nova capitalização do BNDES, dívida pública sobe para R\$ 1,45 trilhão em julho”.

G1 (www.g1.com.br), 23 de setembro de 2009. “Tesouro emite mais R\$ 36 bilhões para o BNDES e concluiu sua capitalização”.

GIAMBIAGI, Fabio. “O Incrível Caso do FAT”. Valor Econômico, 10 de maio de 2010.

MAIA, Bento Antunes de Andrade. O Papel do BNDES: críticas ao crédito e ao FAT. 2007.

NAJBERG, Sheila. Privatização de recursos públicos: os empréstimos do Sistema BNDES ao setor privado nacional com correção monetária parcial. Rio de Janeiro: PUC, 1989

(Dissertação de Mestrado).

PROCHNIK, Marta. Fontes de recursos do BNDES. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, 1995.

Site do European Investment Bank, [www.eib.org](http://www.eib.org).

Site do BNDES, [www.bndes.gov.br](http://www.bndes.gov.br).

Site do Banco Central do Brasil, [www.bcb.gov.br](http://www.bcb.gov.br).

Site do Banco Nórdico de Desenvolvimento, [www.nib.int](http://www.nib.int).

Site do Banco Islâmico de Desenvolvimento, [www.isdb.org](http://www.isdb.org).

Site da Corporação Andina de Fomento, [www.caf.com](http://www.caf.com).

Site do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE), [www.mte.gov.br](http://www.mte.gov.br).

Site da Secretaria do Tesouro Nacional, [www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br).

O Estado de São Paulo, 29 de outubro de 2009. “BNDES resiste a auditoria da CGU”.

O Estado de São Paulo, 20 de maio de 2010. “Tesouro aumenta subsídio ao BNDES”.

O Estado de São Paulo, 4 de maio de 2010. “Tesouro conclui captação para reforçar caixa do BNDES”.

O Estado de São Paulo, 9 de julho de 2009. “CMN aprova juros menores em empréstimos ao BNDES”.

O Estado de São Paulo, 1º de junho de 2010. “Desembolsos do BNDES crescem 34% no ano

até abril”.

Secretaria do Tesouro Nacional, 20 de abril de 2010. Comunicado. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes\\_da\\_Divida/Informe\\_BNDES\\_200410.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Informe_BNDES_200410.pdf)

Secretaria do Tesouro Nacional, 04 de maio de 2010. Comunicado. Disponível em: [http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes\\_da\\_Divida/Comunicado\\_80\\_bi\\_BNDES\\_3tranche.pdf](http://www.tesouro.fazenda.gov.br/hp/downloads/Informes_da_Divida/Comunicado_80_bi_BNDES_3tranche.pdf)

United Nations - Department of Economic and Social Affairs - Rethinking the Role of National Development Banks – Revised background document, 2005.