

Revista de
**Direito Econômico e
Socioambiental**

ISSN 2179-8214

Licenciado sob uma Licença Creative Commons



REVISTA DE DIREITO ECONÔMICO E SOCIOAMBIENTAL

vol. 9 | n. 3 | setembro/dezembro 2018 | ISSN 2179-8214

Periodicidade quadrimestral | www.pucpr.br/direitoeconomico

Curitiba | Programa de Pós-Graduação em Direito da PUCPR



O impacto na dívida pública ocasionado por meio das transferências realizadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir de 2009: uma análise funcional no contexto de crise econômico-financeira internacional

The impact on public debt caused by transfers made by the National Treasury to BNDES from 2009: a functional analysis in the context of the international economic and financial crisis

Felipe Tadeu Ribeiro Morettini*

Universidade de São Paulo (Brasil)

felipe_morettini@hotmail.com

Jefferson Rodrigo do Nascimento**

Universidade de São Paulo (Brasil)

jnascimento@usp.br

Recebido: 06/10/2017

Received: 10/06/2017

Aprovado: 07/02/2019

Approved: 02/07/2019

Como citar este artigo/*How to cite this article*: MORETTINI, Felipe Tadeu Ribeiro; NASCIMENTO, Jefferson Rodrigo do. O impacto na dívida pública ocasionado por meio das transferências realizadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir de 2009: uma análise funcional no contexto da crise econômico-financeira internacional. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, Curitiba, v. 9, n. 3, p. 366-401, set./dez. 2018. doi: 10.7213/rev.dir.econ.soc.v9i3.21993.

* Doutorando em Direito Econômico e Financeiro pela Universidade de São Paulo (São Paulo-SP, Brasil). Mestre em Direito Econômico e Socioambiental pela Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Possui especialização em Direito Administrativo pela Universidade Estadual de Londrina. E-mail: felipe_morettini@hotmail.com.

** Doutor em Direito Internacional pela Universidade de São Paulo (São Paulo-SP, Brasil). Coordenador do Observatório da Política Externa do Brasil do Núcleo de Estudos Internacionais do Largo São Francisco (NEI/FDUSP). E-mail: jnascimento@usp.br.

Resumo

O artigo busca realizar uma análise sobre o conceito jurídico de dívida pública, bem como eventuais limites a ela impostos pelo ordenamento, e a posição que as transferências adquirem dentro desta definição e do orçamento público. Será identificado o posicionamento ocupado pelo BNDES dentro da Administração e as funções que ele desempenha atualmente. Em seguida, serão apontados alguns problemas nos campos jurídicos e econômicos suscitados pela concessão dos subsídios em determinado período de tempo. Por fim, serão analisadas, levando-se em conta, sempre, o trade-off existente entre gastos despendidos e riscos assumidos, as compatibilidades entre os problemas apontados e as definições e conceitos levantados, dentro de um contexto instrumental do Direito em um quadro de atuação estatal na busca pelo desenvolvimento, para que se possa chegar a algumas conclusões elucidativas, as quais poderão ser objeto de trabalhos futuros.

Palavras-chave: dívida pública; transferências; Tesouro Nacional; Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social; crise econômico-financeira.

Abstract

The article seeks to carry out an analysis of the legal concept of public debt, as well as eventual limits imposed by the legal order, and the position that the transfers acquire within this definition and of the public budget. It will identify the position occupied by the BNDES within the Administration and the functions that it currently performs. Next, some problems will be pointed out in the legal and economic fields caused by the granting of subsidies in a certain period of time. Finally, the trade-off between expenditure expended and risks assumed, the compatibility between the problems identified and the definitions and concepts raised, within an instrumental context of the Law in a framework of state in the pursuit of development, so that some conclusions can be drawn, which may be the object of future work.

Keywords: public debt; transfers; National treasure; National Bank for Economic and Social Development; economic and financial crisis.

Sumário

1. Introdução. **2.** A dívida pública e o orçamento público. **3.** O BNDES como instrumento de atuação da administração na economia. **4.** A relação entre o BNDES e o Tesouro Nacional no contexto da crise econômico-financeira de 2008. **4.1.** Subsídios creditícios. **5.** Alguns riscos apontados e críticas realizadas às transferências efetuadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir de 2009. **6.** Alguns contrapontos aos riscos e críticas levantadas em relação às transferências efetuadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir de 2009. **7.** A dívida pública e o BNDES como instrumentos de atuação estatal em um contexto de crise econômico-

financeira. **7.1.** A capitalização do BNDES por meio do aumento da dívida pública, concessão de crédito público e financiamento de infraestrutura de países subdesenvolvidos em um ambiente de incertezas. **8.** Conclusão. Referências.

1. Introdução

Muito se discute acerca do impacto na dívida pública que os repasses feitos pelo Tesouro Nacional (TN) ao Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), principalmente a partir de 2009 na forma de subsídios embutidos em títulos da dívida pública (TDP's), podem ter em prazo não tão longo.

Neste sentido, o Acórdão nº 1798/2015 do Plenário do Tribunal de Contas da União (TCU), cujo objetivo foi analisar os processos relacionados à gestão da dívida pública conduzidos pela Subsecretaria da Dívida Pública (Sudip) da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) do Ministério da Fazenda (MF), bem como identificar os riscos mais relevantes, chegou a algumas conclusões acerca de tais repasses. Os riscos identificados pela corte de contas foram de duas ordens: de irregularidade e de ineficiência. Além deste acórdão, autores ligados tanto à área jurídica (CONTI, 2015), quanto à econômica (ALMEIDA, 2009), advertem acerca dos mesmos problemas e levantam também outros pontos sobre a regularidade e a eficiência dos repasses.

Dada a relevância do tema para o Direito Econômico e para o Direito Financeiro, o presente artigo busca efetuar uma análise destes questionamentos sob a ótica destes dois ramos do Direito, sem descuidar, obviamente, de fazer referência a outros recursos oferecidos pelo instrumental jurídico.

Para além do enquadramento jurídico-formal, que envolve questões como a falta de transparência e a possibilidade de irregularidade na transferência de recursos, as quais serão abordadas, a análise da relação entre os objetivos do BNDES e as funções da dívida pública deve ser realizada em um espectro mais amplo, tanto jurídico quanto econômico, direcionado antes à função desempenhada pelo aparato normativo e não pela estrutura em si e que leve em conta os próprios motivos que norteiam a atuação do Estado brasileiro em um contexto global. A correlação entre os gastos efetuados e os riscos assumidos, dentro deste cenário, torna-se um ponto relevante da questão, inclusive no que tange à sustentabilidade

intergeracional da dívida. Afinal de contas, qual a função desempenhada pela dívida pública? O Estado deve assumir elevados débitos em troca da assunção de riscos de financiamento de políticas públicas indutoras do desenvolvimento por meio do BNDES?

Buscar-se-á, inicialmente, realizar uma análise sobre o conceito jurídico de dívida pública, bem como eventuais limites a ela impostos pelo ordenamento, e a posição que as transferências adquirem dentro desta definição e do orçamento público. Após, será identificado o posicionamento ocupado pelo BNDES dentro da Administração e as funções que ele desempenha atualmente. Em seguida, serão apontados alguns problemas nos campos jurídicos e econômicos suscitados pela concessão dos subsídios em determinado período de tempo. Por fim, serão analisadas, levando-se em conta, sempre, o trade-off existente entre gastos despendidos e riscos assumidos, as compatibilidades entre os problemas apontados e as definições e conceitos levantados, dentro de um contexto instrumental do Direito em um quadro de atuação estatal na busca pelo desenvolvimento, para que se possa chegar a algumas conclusões elucidativas, as quais poderão ser objeto de trabalhos futuros.

2. A dívida pública e o orçamento público

Para que possam ser correlacionados os repasses do Tesouro Nacional ao BNDES com a dívida pública, algumas considerações devem ser feitas sobre esta última, com o intuito de nela situar o impacto das referidas transferências, inclusive evidenciando sua forma jurídica: a lei orçamentária.

Segundo José Maurício Conti, “a dívida pública compreende o conjunto de obrigações de natureza financeira assumidas pelo poder público. Contraindo-se a dívida pública mediante a celebração de operações de crédito” (CONTI, 1998, p. 70). Sérgio Assoni Filho ainda afirma que ela é a fruto do contrato de crédito público firmado pela pessoa jurídica de direito público, uma vez que da operação surgem as suas obrigações para com os prestamistas, sendo que a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) define operação de crédito como “compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo

de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros”.¹

Como a dívida pública se forma a partir da operação de crédito, que também pode ser entendida como empréstimo público, é importante notar a natureza jurídica deste. Após descrever várias correntes doutrinárias acerca do assunto, Sérgio Assoni Filho define o empréstimo público como um contrato (administrativo) de direito público, já que se trata de um contrato oferecido pelo ente público tomador com base em seu crédito e com vistas ao atendimento de uma determinada finalidade pública e com cláusulas fixadas unilateralmente, o qual é aceito pela outra pessoa jurídica de direito público ou privado que efetuam a entrega do montante solicitado (ASSONI FILHO, 2007, p. 48). Observe-se que este empréstimo é o mútuo, não o comodato (ANDRADE, 2012, p. 21).

O mesmo autor ainda afirma que existe uma diferença do ponto de vista financeiro em relação a outras dívidas do Estado, as quais são contabilizadas como despesas, enquanto a dívida pública decorrente do recurso ao crédito público é destinada a realizar imediatamente um a receita, pois surgirá como despesa apenas posteriormente, quando do pagamento futuro (ASSONI FILHO, 2007, p. 49-50). Corroborando este posicionamento, Geraldo Ataliba assevera que os valores decorrentes do empréstimo público representam entrada de caixa, com correspondência no passivo em relação ao dever de restituição dentro de determinado prazo (ATALIBA, 1973, p. 115).

Portanto, a contratação de empréstimos público, que forma a dívida pública, pode ser entendida como um contrato público de mútuo efetuado pelo Estado para fazer frente as suas despesas acima da sua outra fonte de recursos, a sua capacidade tributária. Esta contratação de empréstimo ocorre de duas formas a saber, via contrato ou via emissão de títulos, formando, principalmente, a dívida pública chamada de consolidada em contraposição à flutuante.

Segundo os artigos 92 e 98 da Lei nº 4.320/64, respectivamente, dívida flutuante é aquela contraída, em regra, com um prazo inferior a doze meses e que compreende os restos a pagar, os serviços da dívida, os depósitos e os débitos de tesouraria. Ela é excepcional à vida do Estado, devendo sempre ser evitada, pois causa descontrole no planejamento de gastos. A dívida fundada ou consolidada, por sua vez, é a que compreende os compromissos

¹ Lei Complementar nº 101/2000, artigo 29, III.

exigíveis após o decurso de doze meses, que foram assumidos a fim de atender a um desequilíbrio orçamentário ou financeiro decorrente de obra ou de serviço público.² Dentre as principais consequências do não pagamento da dívida consolidada, o artigo 31 da LRF estabelece a proibição de realização de operações de crédito e o impedimento de receber transferências voluntárias.

Quanto à classificação em relação aos tipos de contratação, ou seja, à natureza da dívida pública, encontram-se a mobiliária ou a contratual. Esta seria a oriunda de contratos de empréstimo ou financiamentos com organismos multilaterais, agências governamentais ou credores privados, por exemplo. Aquela está prevista no artigo, 29, II, da LRF, definida como a “dívida pública representada por títulos emitidos pela União, inclusive os do Banco Central do Brasil, Estados e Municípios”.

Aplicando-se tais conceitos em relação à União, tem-se que a Dívida Pública Federal (DPF) é aquela contraída pelo Tesouro Nacional para financiar o *déficit* orçamentário do governo federal, nele incluído o refinanciamento da própria dívida, bem como para realizar operações com finalidades específicas definidas em lei. Segundo o TCU, atualmente, toda a DPF é paga em moeda nacional e captada por meio da emissão de títulos públicos, sendo por essa razão definida como Dívida Pública Mobiliária Federal interna (DPMFi). A dívida pública contratual, hoje, é somente externa, pois a interna foi securitizada (BRASIL, 2015).

Além da lei específica que permite ao administrador realizar operações de crédito e, portanto, contrair dívida, o seu planejamento também é consubstanciado juridicamente no orçamento público. Assim, para que a decisão política acerca do aumento ou diminuição da dívida pública entre no ordenamento jurídico, altera-se a lei orçamentária, que serve de parâmetro para os gastos.

O orçamento público é um instrumento que reflete a estratégia de alocação das despesas e as expectativas de receitas do governo em cada exercício financeiro, sendo um processo de planejamento contínuo e

² A Lei Complementar nº 101/2000 (LRF) conceitua a dívida pública consolidada ou fundada como “montante total, apurado sem duplicidade, das obrigações financeiras do ente da Federação, assumidas em virtude de leis, contratos, convênios ou tratados e da realização de operações de crédito, para amortização em prazo superior a 12 (doze) meses” (inciso I, do artigo 29).

dinâmico, o qual expressa as decisões políticas de alocação de recursos públicos. Sob a ótica da dogmática jurídica, o orçamento nada mais é do que uma lei ordinária, que obedece a princípios fundamentais como o da unidade e o da universalidade (PASSOS e CASTRO, 2009, p. 219).

A estrutura orçamentária vigente impõe à Dívida Pública Federal (DPF) algumas regras e limites de endividamento, tais como, a chamada “regra de ouro” esculpida na Constituição Federal, em seu artigo 167, a qual proíbe que sejam realizadas operações de crédito que excedam o montante das despesas de capital, ressalvadas as autorizadas mediante créditos suplementares ou especiais com finalidade precisa, aprovados pelo Poder Legislativo por maioria absoluta, cujo objetivo é evitar o pagamento de despesas correntes com recursos decorrentes de emissão ou contratação de novo endividamento. Outra regra é a que estabelece limites máximos para o montante da dívida pública e operações de crédito, sendo competência privativa ao Senado Federal a definição dos limites de endividamento e das condições de operação de crédito. Lembrando que, ainda, inexistente tal limite para a União. Assim, pode-se observar que não existem muitos limites legais para que a União emita TDP’s ou conceda subsídios creditícios.

A classificação orçamentária das receitas correspondentes à emissão de títulos são “Receitas de Capital: operações de crédito” (artigo 11, §2º, Lei 4320/64). No que se refere à DPMF interna: “Receitas de Capital - Operações de Crédito - Operações de Crédito Internas - Títulos de Responsabilidade do Tesouro Nacional”. De outro lado, a classificação orçamentária das despesas decorrentes da dívida pública decorre da natureza de despesa e possibilita informações sobre o efeito dos gastos do setor público na economia, possuindo unidades orçamentárias específicas. Seriam: “Despesa Corrente – Transferência Corrente (artigo 12 e 13, Lei 4320/64): Juros e encargos” (interno ou externo, contratual ou mobiliária) e; “Despesa de Capital – Transferência de Capital (artigo 12 e 13, Lei 4320/64): amortização e refinanciamento/rolagem” (interno ou externo, contratual ou mobiliária) (PASSOS e CASTRO, 2009, p. 219).

A partir das definições acima anotadas, percebe-se o relacionamento direto entre emissão de títulos da dívida pública, que compõem a dívida mobiliária federal, e a concessão de subsídios de um lado e o aumento da dívida consolidada de outro, o que fica explícito na lei orçamentária nas unidades correspondentes, principalmente a relativas às despesas correntes e de capital. Entretanto, o impacto é diferido no tempo se for considerada a

diferenciação entre dívida líquida e dívida bruta do setor público. Os subsídios, tanto o creditício quanto o financeiro, por sua vez, afetam cada um a seu modo a dívida pública consolidada.

Se em um primeiro momento a emissão de títulos ao BNDES não impacta a dívida líquida do setor público, já que é contabilizada apenas como receita em um regime de caixa, ela aumenta muito a dívida bruta. Por sua vez, o subsídio creditício concedido pelo Tesouro Nacional, o qual é oriundo do custo de captação, é classificado no orçamento como “Variações Financeiras”, o que afeta as contas públicas apenas pelo critério “abaixo da linha”, o qual exclui as estatais financeiras como o BNDES, escondendo o resultado incremental do banco em função das operações de crédito viabilizadas pelos empréstimos do Tesouro Nacional, ou seja, também não interfere no resultado primário. Já os subsídios financeiros concedidos ao PSI entram como “Subsídios e Subvenções Econômicas”, fazendo com o seu pagamento afete o resultado primário.

Após verificada a relação entre dívida pública e orçamento, também será necessário averiguar o mecanismo em que as transferências do TN ao BNDES ocorre. Isto é extremamente necessário quando se propões a análise não apenas estática da relação, mas também a dinâmica.

Antes, porém, cabe a análise do principal veículo instrumental fornecido pelo Direito Financeiro ao Estado para a efetivação da intermediação entre aporte de crédito e sua alocação no mercado empresarial, o BNDES.

3. O BNDES como instrumento de atuação da Administração na economia

No esteio da descentralização administrativa em um período de reformas institucionais levada a cabo pelo governo militar entre os anos 60 e 70, que teve como marco legal o Decreto-lei nº 200/67, a Lei no 5.662/71 transformou o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDE), que era uma autarquia, em uma empresa pública dotada de personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio (artigo 1º), cujo objetivo era servir de instrumento para a implementação do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). A atuação do banco neste período era caracterizada, basicamente, pela concentração dos financiamentos em favor

das empresas privadas de setores específicos, pelas participações societárias (venture capitalist) e pela capitalização de empresas nacionais (SCHAPIRO, 2009, p. 96-98).

Posteriormente, o Decreto nº 4.418/02, que regulou o estatuto do banco, refirmou esta natureza jurídica (artigo 1º), agora incluído “Social” em sua sigla, definindo-o como principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal, cujo objetivo é apoiar programas, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social por meio do estímulo à iniciativa privada e apoio a empreendimentos do setor público (artigos 3º e 4º). Hoje, pode-se dizer que existe um “Sistema BNDES” para cumprir estas funções, composto pelo BNDES e suas subsidiárias, tais como a Agência Especial para o Financiamento Industrial (Finame) e a BNDES Participação S/A (BNDESPar). No presente artigo, somente se utilizará a sigla BNDES para se referir a todo o sistema.

Como se pode observar a partir dos objetivos legais, o BNDES possui como característica principal instrumentalizar a intervenção do Estado na economia em busca do desenvolvimento no contexto do capitalismo contemporâneo. Esta intervenção pública é presencial e direta, constituindo o que se pode chamar de Direito Econômico institucional, o qual faz contraponto ao Direito Econômico regulamentar, onde o Poder Público apenas estipula as regras do jogo para as atividades exercidas pelo agente privado (SCHAPIRO, 2009, p. 12-13) (VENÂNCIO FILHO, 1998, p. 83-88). Existem outras definições acerca da intervenção do Estado na economia, mas se adotará esta divisão no presente artigo, pois ela se adequa melhor aos objetivos propostos ao estabelecer uma divisão clara entre intervenção direta e indireta (GRAU, 2004).

Diga-se, para a dogmática jurídica, este órgão da Administração Indireta representa um importante instrumento fornecido pelo Direito Econômico e pelo Direito Financeiro no intuito de concretização das políticas econômicas de desenvolvimento nacional, já que por meio dele há disciplina do crédito no mercado, principalmente onde a atuação privada falha. E é esta a visão que se pretende seguir, a visão funcionalista do Direito, a qual leva mais em consideração as funcionalidades desenvolvidas pelos instrumentos jurídicos que sua natureza intrínseca.

Este objetivo estabelecido para o BNDES se mostra necessário na medida em que, considerando o desenvolvimento como um fenômeno histórico, a superação do subdesenvolvimento em países situados na

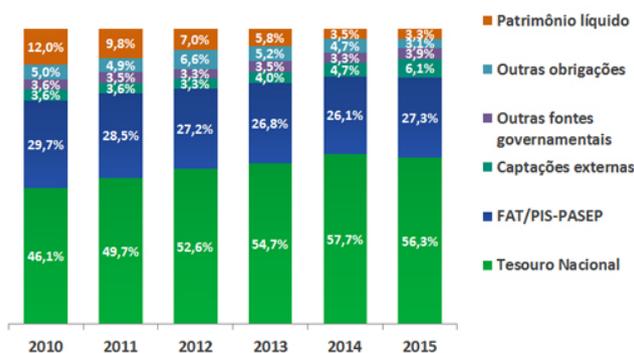
periferia do sistema capitalista internacional demanda a verificação da necessidade de uma efetiva atuação estatal, já que ele também representa um fenômeno de dominação e, portanto, de natureza cultural, política e econômica. Como o Direito Econômico possui uma racionalidade ligada à ordenação dos processos econômicos e da organização jurídica dos espaços de acumulação de riqueza, tendo por objeto as formas e meios de apropriação do excedente e seus reflexos na organização da dominação social, as finalidades do BNDES elucidam o modo de atuação do Estado nas estruturas do sistema econômico e social, para transformá-los e, assim, superar o subdesenvolvimento. No Direito Econômico, o estudo dos instrumentos jurídicos ligados à disciplina creditícia para a implementação das políticas públicas de acordo com a ordem econômica estabelecida constitucionalmente, tem papel fundamental, pois busca reger a atuação dos agentes que atuam diretamente com os fluxos monetários, com o funcionamento do câmbio ou com o crédito financeiro. E, dentre os instrumentos jurídicos ligados à disciplina creditícia, o BNDES, no Brasil, possui enorme relevância histórica.

Tal relevância foi construída ao longo do tempo e se caracteriza como uma alternativa institucional, onde o Estado exerce protagonismo, diferentemente de outros desenhos institucionais onde a preponderância está no mercado de capitais privado ou na coordenação por grandes bancos. Nesta, há mobilização pública da poupança e controle estatal da alocação de recursos, sendo que a intervenção estatal não só altera as condições espontâneas de poupança, como também modifica o destino da alocação financeira, alterando as fases do processo de financiamento, especialmente a seleção e a execução dos projetos. Estes últimos possuem racionalidades distintas quando feitas por agentes privados ou públicos. Nos primeiros, maior potencial de rentabilidade e menor risco. Nos outros, desenvolvimento nacional, capacidade de gerar externalidades positivas

Desta forma, o BNDES possibilita a formação compulsória de poupança. Desde a sua instituição, o banco angaria recursos captados pela capacidade fiscal do Estado. Assim, a mobilização da poupança é estabelecida com a instituição de tributos, cuja arrecadação garante formação de disponibilidades financeiras que superarão a carência de recursos privados. A intervenção pública, portanto, interfere na decisão

voluntária de poupar: tributando, os recursos individuais são canalizados para a formação de uma renda pública e assim sustentam investimentos de longo prazo. Após a captação compulsória, os recursos são alocados de acordo com critérios dos agentes públicos (SCHAPIRO, 2009, p. 69).

Neste sentido, além da função exercida pelo banco, faz-se necessário verificar as fontes de recursos para sua capitalização e formação compulsória de poupança utilizados ao seu correto desempenho, a fim de se poder correlacionar os seus gastos com a dívida pública. A estrutura de capital do BNDES possui como fontes o FAT, o PIS-PASEP e o Tesouro Nacional, divididos da seguinte maneira (BNDES, 2016):



Fonte: BNDES

Outras fontes são as debêntures emitidas pela BNDESPAR, operações compromissadas, LCA (Letras de Crédito do Agronegócio), além da captação de recursos no exterior, provenientes de organismos multilaterais e da emissão de títulos no mercado externo.

A fonte mais relevante para o impacto na dívida pública, como visto, é o Tesouro Nacional, sendo que ele se tornou a principal fonte de recursos do BNDES a partir de 2009 e se apresenta como principal credor do Banco desde 2010, possuindo saldo de obrigações em 31/12/2015 da ordem de R\$ 523,7 bilhões (BNDES, 2016). Cumpre ressaltar que diversos diplomas legais³ autorizaram a União a conceder créditos ao BNDES, como também estabeleceram o limite de 378 bilhões de reais para financiamentos no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) (BNDES, 2016b).

³ Leis nº 11.948/09, nº 12.096/09, nº 12.397/11, nº 12.453/11, nº 12.872/13, nº 12.979/14 e nº 13.000/14.

Portanto, como se pode notar, a relação entre o BNDES e o Tesouro Nacional é extremamente relevante constituindo a própria estruturação do banco de desenvolvimento para a consecução dos fins a ele atribuídos, o que impacta diretamente a dívida pública, seja de forma direta ou indireta.

4. A relação entre o BNDES e o Tesouro Nacional no contexto da crise econômico-financeira de 2008

Conforme se verificou, a relação entre o BNDES e o Tesouro Nacional é de fundamental importância para que seja realizada uma análise da dívida pública que envolva a participação da empresa pública e do órgão público. Tão relevante, que a Lei nº 12.096/2009, a qual autoriza a concessão de subvenção econômica ao BNDES em operações de financiamento destinadas à aquisição e produção de bens de capital e à inovação tecnológica, determina que sejam publicados demonstrativos do impacto fiscal das operações do Tesouro Nacional com o BNDES, bem como dos valores inscritos em restos a pagar nas operações de equalização de taxa de juros.⁴

A determinação, que segue o princípio da transparência orçamentária, veio no bojo do contexto da crise econômica mundial a partir de 2008 e no qual o BNDES desempenhou papel anticíclico, aumentando consideravelmente os empréstimos ao setor privado em meio a escassez de crédito internacional com o intuito de apoiar investimentos de longo prazo. Neste sentido, o Tesouro Nacional realizou uma série de operações de financiamento ao BNDES por meio do aumento da disponibilidade de recursos para sua capitalização. Em 2009, houve a concessão de empréstimo ao BNDES na forma de um aporte em títulos públicos cujo valor de mercado montou em R\$ 100 bilhões. O objetivo foi solucionar as necessidades de funding do sistema BNDES em 2009, possibilitando-lhe aumentar o orçamento de investimentos e viabilizar sua atuação anticíclica no contexto de aprofundamento da crise externa (PEREIRA e SIMÕES, 2010, p. 6).

A transferência de recursos ocorreu de duas formas: implicitamente e explicitamente. Esta se refere ao subsídio financeiro derivado do PSI, o qual possui uma rubrica específica para esta finalidade no orçamento federal. Aquela, denominada de subsídio creditício, é oriunda da diferença entre o

⁴ Lei nº 12.096/2009, artigo 1º, § 17, I e II.

custo de financiamento do Tesouro Nacional e a remuneração dos empréstimos ao BNDES e não possui rubrica orçamentária própria, sendo que o banco tem liberdade para a escolha da aplicação dos recursos.

O subsídio creditício concedido por meio de empréstimos possui montante atual da ordem de R\$ 520 bilhões contratados a taxas inferiores ao custo de oportunidade do Tesouro Nacional, daí o nome de um “subsídio creditício”, sendo que seu impacto fiscal é informado anualmente no projeto de LOA (como “Informações Complementares–Volumell–Demonstrativo dos Benefícios Financeiros e Creditícios”).

O subsídio financeiro gerado no PSI consiste na subvenção econômica, sob a modalidade de equalização de taxas de juros, ao BNDES. Tal equalização é definida como o diferencial entre o encargo do mutuário final (tomador do empréstimo no BNDES) e o custo da fonte de recursos (para a maioria dos programas, o custo da fonte nas operações de equalização é a Taxa de Juros de Longo Prazo - TJLP, eventualmente acrescida de uma porcentagem fixa), acrescido da remuneração do BNDES. Para fazer frente às despesas com a referida subvenção, anualmente é consignada dotação orçamentária na LOA, constituindo despesa primária, a ser paga anualmente pelo Tesouro Nacional (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2016).

Ambos os empréstimos foram operacionalizados por meio de emissão de Títulos Públicos da Dívida Pública Mobiliária Interna (DPMFi) em favor do BNDES. Estes empréstimos são remunerados, principalmente, pela Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) nas operações de financiamento concedidas pelo banco. Como o custo de financiamento do Tesouro Nacional é atualmente maior que a remuneração dos empréstimos ao BNDES, as operações de financiamento geram impacto fiscal.

4.1. Subsídios creditícios

A Portaria MF nº 57/2013 define o subsídio como a diferença entre o saldo devedor atualizado pelo custo de oportunidade do Tesouro Nacional e o saldo devedor efetivo do BNDES decorrente das condições contratuais (artigo 1º, que altera o artigo 3º da Portaria nº 379/2006).

Os subsídios, pela ótica do Tesouro Nacional, estão presentes na diferença entre a rentabilidade dos contratos de empréstimo (que entram como ativos na conta do Tesouro Nacional) e dos títulos da dívida pública emitidos para financiar tais empréstimos (que entram como passivo na conta

do Tesouro Nacional). Eles são contabilizados como como variações financeiras, o que afeta as contas públicas apenas pelo critério abaixo da linha (ANDRADE, 2012, p. 16), ou seja, não interferem no resultado primário (SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2016b). Desta forma, o impacto na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP)⁵ é nulo, pois o aumento de títulos em mercado é compensado na mesma proporção pelo aumento dos créditos junto ao BNDES. Todavia, os títulos emitidos em favor do BNDES elevam o montante da Dívida Bruta do Governo,⁶ pois aumentam os títulos disponíveis no mercado. Por outro lado, ao longo do tempo dos contratos, o diferencial entre o custo de emissão da dívida pública (passivo para o Tesouro Nacional) e o retorno dos financiamentos do BNDES (ativo para o Tesouro Nacional) eleva a DLSP neste mesmo montante.

Em relação ao subsídio financeiro gerado no PSI, a Lei 12.096/2009 autorizou a União a conceder subvenção econômica sob a forma de equalização de juros ao BNDES nas operações de financiamento destinadas à aquisição e à produção de bens de capital e à inovação tecnológica. Tais subsídios, ao contrário dos outros, configuram-se como despesa primária, sendo que as despesas de equalização são consideradas dentro da rubrica de “Subsídios e Subvenções Econômicas”, fazendo com o seu pagamento afete o resultado primário, além da DBGG e da DLSP. Estas despesas de equalização de juros do PSI são definidas como o diferencial entre o encargo do mutuário final e o custo da fonte de recursos, acrescido da remuneração do BNDES. Assim, para que o mutuário final possa ter acesso a operações em condições favorecidas, o diferencial de taxas é coberto pelo Tesouro Nacional. Vale dizer que esses elementos estão sujeitos a variações ao longo do tempo, uma vez que a equalização é apurada ao longo do financiamento.

Por fim, cabe ressaltar que medidas foram implementadas com o objetivo de reduzir o impacto fiscal sobre os subsídios creditícios ao longo do ano de 2015, por exemplo, elevando-se a TJLP, o que contribuiu para a

⁵ A DLSP corresponde ao endividamento líquido do setor público não-financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não financeiro e o resto do mundo. O saldo líquido refere-se ao balanceamento entre os passivos e os ativos do setor público não-financeiro e do Banco Central.

⁶ A DBGG (Dívida Bruta do Governo Geral) abrange as dívidas financeiras do governo federal, dos governos estaduais e municipais junto ao setor privado e ao setor público financeiro, não incluídas as dívidas de responsabilidade das empresas públicas.

redução do diferencial entre o custo de financiamento do Tesouro Nacional e a remuneração paga pelo BNDES. Além disto, entre dezembro de 2015 e janeiro de 2016 o BNDES pagou antecipadamente ao Tesouro Nacional o montante de R\$ 28,99 bilhões, referentes a contratos de empréstimos entre as partes, o que alterou consideravelmente as estimativas dos subsídios creditícios.

5. Alguns riscos apontados e críticas realizadas às transferências efetuadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir de 2009

Conforme dito no introito, o Acórdão nº 1798/2015 do Plenário do Tribunal de Contas da União (TCU), que analisou os processos relacionados à gestão da dívida pública, identificou alguns riscos importantes ligados à irregularidade e à ineficiência nos repasses efetuados pelo Tesouro Nacional ao BNDES.⁷

Os riscos de irregularidade foram detectados no risco de descumprimento do princípio da transparência previsto na LRF e do princípio orçamentário da universalidade previsto na Lei no 4.320/1964, principalmente em decorrência da falta de contabilização e de transparência das despesas com os subsídios gerados pelas operações de crédito com o BNDES (BRASIL, 2015).

O princípio da transparência decorre antes de mais anda, do princípio da publicidade esculpido no artigo 37 da Constituição Federal, sendo assegurado no Direito Financeiro mediante planos, orçamentos e leis de diretrizes, bem como pela divulgação de relatórios, consagrado no Capítulo IX da LRF. A regra da universalidade, por sua vez, significa que todas as receitas e despesas devem estar previstas na lei orçamentária e é dada pelo

⁷ Para uma melhor compreensão da análise realizada pelo TCU, a distinção prévia entre a definição do que seriam riscos, incertezas e ineficiências é relevante. Segundo próprio documento do TCU, o conceito de risco e de incerteza são correlatos, apoiando-se o tribunal de contas na definição de resultados que devem ser alcançados. Adotando a definição do Treasury Board of Canada Secretariat – Secretaria do Tesouro do Canadá, o TCU afirma que o risco se refere à incerteza que cerca eventos e resultados futuros, sendo a expressão da probabilidade e do impacto de um evento que tem potencial para influenciar a consecução dos objetivos de uma organização, onde seria fundamental a compreensão de dois aspectos associados à ideia de risco: a probabilidade de ocorrência do evento e o seu impacto sobre os objetivos. Disponível em <<https://bit.ly/2Gb2gCX>>. Acesso em 28/11/2018. Ineficiência, por seu turno, é definida pela negação do conceito de eficiência. Esta seria a relação entre os produtos (bens e serviços) gerados por uma atividade e os custos dos insumos empregados para produzi-los, em um determinado período de tempo, mantidos os padrões de qualidade. Essa dimensão refere-se ao esforço do processo de transformação de insumos em produtos. Disponível em <<https://bit.ly/2Pxtao7>>. Acesso em 28/11/2018.

artigo 165, § 5o, da Constituição Federal e também pelo artigo 2o , caput, da Lei no 4.320/1964 (OLIVEIRA, 2015, p. 41, 814).

Os recursos emprestados ao BNDES, resultaram em uma remuneração ao Tesouro inferior ao seu custo de captação, uma vez que os empréstimos concedidos são remunerados pelo banco a taxas próximas à TJLP, inferiores às taxas de juros pagas pelo Tesouro (acima da Selic) em relação aos títulos da dívida pública emitidos para sustentar as operações de crédito, sendo que a diferença entre essas taxas se torna despesa para o Tesouro na forma de subsídio. Segundo o Acórdão no 3.071/2012 do TCU, constatou-se que estas operações de crédito realizadas com o BNDES não eram acompanhadas de projeções que permitissem conhecer o valor dos benefícios creditícios concedidos pela União. Esta, por sua vez, justificava-se afirmando que havia muitas incertezas quanto ao comportamento futuro das taxas de juros envolvidas no cálculo dos benefícios creditícios, o que dificultava a apuração dos benefícios (BRASIL, 2015).

Assim, conclui-se que os empréstimos foram realizados sem que seus custos pudessem ser adequadamente avaliados e sem o dimensionamento de seu impacto sobre as contas públicas, o que representa um risco para a dívida, já que não há medidas de compensação para essas despesas pelo fato de não serem previamente calculadas. Como a Secretaria do Tesouro Nacional não apresentou qualquer relatório que explicitasse os valores de benefícios financeiros e creditícios decorrentes das operações de crédito ao BNDES, de forma a evidenciar os subsídios efetivamente concedidos, não houve a adequada transparência das operações.

Em relação aos riscos de ineficiência financeira, o Acórdão nº 1.798/2015 apontou, basicamente, dois focos de preocupação: vultosas despesas na forma de subsídio, provocadas pela diferença entre a taxa de remuneração (TJLP) paga ao BNDES e a taxa de captação (Selic) utilizada para financiar o BNDES, e o aumento do custo de carregamento da dívida provocado pelo considerável aumento do endividamento decorrente dos repasses de títulos públicos ao BNDES.

A primeira, conforme já visto, impacta diretamente a DBGG, aumentando o seu volume de maneira não calculada e, portanto, não controlada, apesar de manter DLSP sob níveis adequados. Segundo dados do relatório do Acórdão no 3071/2012 do TCU, a expectativa da União para

efetuar as operações para concessão de crédito ao BNDES era de convergência entre as taxas de remuneração dos títulos da dívida pública e de remuneração do financiamento concedido ao BNDES, o que anularia o impacto dos subsídios ocorridos. Todavia, isto não se concretizou ao longo dos anos, fazendo com que os subsídios implícitos aumentassem muito e tornando as operações junto ao BNDES onerosas para a União que, segundo o mesmo relatório, seria de R\$ 79 bilhões entre 2008 e 2011, com projeção de R\$ 120 bilhões para 2012 e 2015, impactando sobremaneira a dívida pública (BRASIL, 2012).

O aumento do custo de carregamento da dívida decorrente dos repasses de títulos públicos ao BNDES, embora não impactem, de imediato, a DLSP, uma vez que, em contrapartida ao passivo, é contabilizado um ativo (direito a receber junto ao BNDES), possuem efeitos diretos sobre a DBGG. Ao longo do tempo, no entanto, ocorre um diferencial entre o custo da dívida e o retorno dos contratos, que é igual aos subsídios concedidos.

Entretanto, independentemente do questionamento do custo de oportunidade, pode-se verificar um alto impacto tanto na DBGG quanto na DLSP, quando se trata especificamente de subsídios. Dado o aumento contínuo verificado da dívida bruta e da líquida em valores nominais, devido à manutenção de despesas de juros e encargos nominais maiores que os superávits primários, o risco dessas operações é muito alto, uma vez que podem forçar o país a pagar juros muito altos pela rolagem de sua dívida. Além do mais, isto também afeta o orçamento público, pois resulta em despesas financeiras associadas ao serviço da dívida.

Além do Acórdão nº 1798/2015 e do Acórdão no 3.071/2012, ambos do TCU, juristas também apontam problemas, principalmente na falta de transparência dos repasses efetuados. José Maurício Conti, por exemplo, cita o caso do aumento das despesas que tendem a ficar à margem da lei orçamentária, compondo o chamado off-budget expenditures, como os benefícios creditícios, não são contabilizados adequadamente, como no caso dos subsídios concedidos ao BNDES. O autor cita, em relação ao tema, a criação da CPI do BNDES, que levanta suspeitas sobre várias das operações realizadas pelo banco, tanto no que se refere aos valores envolvidos, quanto a critérios que levaram à escolha dos beneficiários, à viabilidade financeira, ao retorno do investimento e às garantias concedidas, tudo por causa da falta de transparência (CONTI, 2015).

Economistas também apontam preocupações no tocante aos repasses efetuados pelo Tesouro nacional ao BNDES. Mansueto Almeida, por exemplo, tece críticas acerca da estimativa dos impactos fiscais diretos, definidos como o diferencial entre o custo de captação do Tesouro e a taxa recebida no crédito contra o BNDES (ALMEIDA, 2009).

Alexandre Schwartsman, por sua vez, discute as implicações fiscais de tais operações também sob a ótica da falta de transparência no tocante ao seu custo. O autor sugeria à época em que escreveu seu texto, a substituição do conceito de dívida líquida pelo conceito de dívida bruta como principal indicador para o monitoramento das contas fiscais do setor público consolidado, excluindo-se, ainda, as reservas internacionais. O argumento do autor é que seria razoável fazer esta exclusão da dívida bruta porque elas são compostas por ativos líquidos, enquanto os créditos contra as instituições financeiras federais (principalmente o BNDES) são ativos ilíquidos, tendo em vista sua perspectiva de longo prazo de retorno. Além disso, as reservas internacionais representam componente relevante da estratégia de proteção do setor público consolidado contra variações cambiais (SCHWARTSMAN, 2010).

Ainda, a maior participação dos bancos públicos no mercado financeiro deve ser visto com alguma preocupação futura, quando se observa que entre 2009 a 2013, os repasses de dividendos pelo BNDES foram superiores ao seu lucro, o que pode gerar problema em uma futura capitalização com a necessidade de aportes do TN, apesar do aumento imediato do superávit primário (CHICOLI, 2016, p. 15).

Enfim, percebem-se problemas de diversas ordens em relação aos repasses efetuados pelo Tesouro nacional ao BNDES desde 2009. Seja pela ótica do controle externo efetuado pelo TCU, que apontou riscos de irregularidade e ineficiência, seja pela ótica jurídica, no que se refere ao descumprimento do princípio da transparência, ou pela econômica, que demonstra preocupação com a elevação da dívida pública sem qualquer controle ou planejamento, faz-se necessário elucidar tais dificuldades tanto em um contexto mais restrito, o qual irá buscar verificar se realmente elas são fruto de mal planejamento ao arrepio da lei, quanto em um mais amplo, principalmente no que tange à atuação do BNDES e à sua função

desempenhada e que leve em conta os próprios motivos que norteiam a atuação do Estado brasileiro em um contexto global.

6. Alguns contrapontos aos riscos e críticas levantadas em relação às transferências efetuadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir de 2009

Primeiramente, para se chegar a uma análise mais completa sobre o tema das transferências, cabe realizar alguns contrapontos aos riscos e críticas apontadas, principalmente quanto (i) a não observação dos princípios da transparência e da universalidade, (ii) à ineficiência das transferências, (iii) à elevação demasiada da dívida pública e (iv) à falta de controle e planejamento desta elevação.

Em relação à crítica à falta de transparência e de universalidade, deve-se repudiar qualquer forma de não-contabilização de gastos efetuados pelo governo federal. Assim, caso sejam efetivamente verificadas as ocorrências de budget expenditures em relação aos benefícios creditícios não contabilizados, a responsabilização dos agentes que praticaram tais atos é medida que se impõe, inclusive com repercussões penais, conforme previsto no ordenamento jurídico. Não existem justificativas jurídicas para a falta de transparência, quando ela é possível. Além do mais, ela afeta a economia de modo extremamente negativo ao não permitir a correta criação de expectativas pelo agente econômico, dado que este acaba trabalhando com informações falsas.

Por outro lado, deve-se questionar a “falta de transparência” dos empréstimos que foram realizados sem a exata avaliação de custos e sem o dimensionamento de seu impacto sobre as contas pública ou de projeções que permitissem conhecer o valor dos benefícios creditícios concedidos pela União. Este problema se resolve com um argumento simples, o de que a mensuração dos efeitos diretos relativos ao diferencial entre o custo de captação do Tesouro e a taxa a ser recebida no crédito contra o BNDES só poderá ser realizada com exatidão ao final dos empréstimos, que duram cerca de 30 anos. De outra forma, apenas seriam realizadas “adivinhações” técnicas e que poderiam confundir uma efetiva fiscalização, o que também acaba por influir na criação de falsas expectativas ao agente econômico. Como contabilizar uma despesa futura se ela depende de inúmeras outras variáveis econômicas?

Considerações mais técnicas devem ser feitas em relação aos questionamentos à ineficiência das transferências e à elevação demasiada da dívida pública, bem como à falta do seu planejamento.

Principalmente em relação à ineficiência das transferências, acredita-se que esta crítica esteja em um patamar de elevada abstração, que não levou em consideração os efeitos na economia nacional que as transferências tiveram em um ambiente de incertezas provocados pela crise econômico-financeira internacional de 2008. Por meio dos títulos recebidos, o BNDES monetizou os papéis em mercado secundário, sem o que o crédito aos projetos de investimentos apoiados seria racionado em 2009, já que o ambiente de incerteza devido à crise econômica e financeira internacional em 2008 fez com que houvesse diminuição do crédito externo e retração das exportações, levando a uma reação defensiva das instituições bancárias privadas, o que amplificou o problema. Essa falha de coordenação no mercado bancário, dificultou o acesso ao crédito das empresas não financeiras, o que induziria ao decréscimo de emprego, renda e riqueza financeira. Caso os bancos públicos, como o BNDES, não estabilizassem a provisão de crédito às empresas, os bancos privados teriam oferecido ainda menos crédito de curto prazo do que já ofertavam (PEREIRA e SIMÕES, 2010, p. 28-32). A concessão de subsídios creditícios e financeiros neste período também cumpriram o mesmo papel.

As operações de empréstimo elevam a dívida bruta do setor público consolidado, porém são neutras na largada, sob o ponto de vista da dívida líquida do setor público consolidado, o que contribui para o aumento do superávit primário. Diga-se, a maior capacidade de empréstimos do BNDES (devido aos empréstimos do TN) auxiliou no aumento dos seus lucros e no repasse de dividendos, o que é importante para o cumprimento da meta, pois não há impacto no endividamento líquido do setor público (CHICOLI, 2016, p. 21-23). A preocupação com este aumento do superávit deve ser levada em consideração apenas se o repasse dos dividendos for superior ao lucro do banco por um período longo de tempo, que gere a necessidade de nova capitalização pelo Tesouro Nacional. Do contrário, o pagamento de dividendos à união é benéfico para a dívida pública.

Além dos problemas apontados em relação aos eventuais desequilíbrios na dívida pública causado pelos subsídios do Tesouro ao

BNDES, o que também inibiria a atuação do mercado privado, percebe-se que a atuação do BNDES foi fundamental na crise de 2008 ao suprir a falta de crédito de responsabilidade do setor privado em um momento de restrição da liquidez internacional. Aliás, o custo da atuação do banco que entra efetivamente nas contas da dívida pública é mascarado, pois não se levam em conta os benefícios que foram criados, tais como o aumento da demanda, da arrecadação e dos dividendos pagos pelo BNDES ao Tesouro Nacional (LACERDA; OLIVEIRA, 2011, p. 16).

Ademais o incentivo à demanda por meio da concessão de crédito, como já colocado, também ocorreriam impactos indiretos nas contas públicas no longo prazo, uma vez que não seriam possibilitados ganhos permanentes de arrecadação tributária pela manutenção do crédito de longo prazo em moeda local sobre o nível de investimento executado pelas empresas. Assim, a intermediação financeira realizada pelo BNDES gera receitas incrementais ao erário na forma de impostos e dividendos, bem como retenção de capital, já que o banco pertence integralmente à União. Portanto, para se avaliar o custo financeiro para as contas públicas dos empréstimos efetuados, outro diferencial de taxas que poderia ser utilizado é entre a taxa média de juros da dívida pública e a soma da TJLP e da margem bruta de intermediação financeira do BNDES (BNDES, 2016).

A receita de dividendos, por sua vez, constitui, e ainda constitui, fator relevante para a contabilização de receitas no orçamento público. Um claro motivo que originou a preocupação de risco expressa pelo TCU pode ser identificado na metodologia utilizada na contabilidade do setor público, a qual emprega o critério “abaixo da linha” (BNDES, 2016). Desprezando-se a receita de dividendos por tal critério, oculta-se um benefício à União expresso no repasse de dividendos. Apenas para se ter uma ideia da importância do BNDES sobre a receita de dividendos, a média de lucro das empresas (Petrobrás, BB, CEF e BNDES) entre 2000 e 2008 foi de 6,6 bi e o repasse do Tesouro foi de 1,2 bi (CHICOLI, 2016, p. 21-23).

Ainda, agora em uma ampla perspectiva, historicamente o BNDES atua no preenchimento de uma falha de mercado originada na falta de concessão de crédito de longo prazo pelo setor privado, dada a inatividade do mercado de capitais nacional.

Neste sentido, a atuação do BNDES se refere principalmente à substituição do setor privado no mercado de capitais, daí a necessidade de capitalização de recursos no banco para a realização de empréstimos a longo

prazo. Isto, porque o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil é baixo, fato que se associou historicamente ao racionamento do crédito de longo prazo imposto às empresas, que oneram a formação de capital ao serem exigidas condições de crédito de curto prazo, como taxas overnight (CDI), pelo setor privado, acarretando custos elevados para projetos de intenso capital e ciclos longos de maturação (PEREIRA e SIMÕES, 2010, p. 17).

Sob o aspecto macroeconômico, a principal falha de mercado que o BNDES procura suprir, equacionando o financiamento do investimento produtivo no Brasil, está na baixa capacidade de transformação da poupança macroeconômica em funding. Esta solução institucional para o problema do financiamento de longo prazo se baseou na captação compulsória de poupança e alocação dos recursos por meio do banco público de desenvolvimento. Sob a ótica microeconômica, o BNDES procura reduzir os efeitos alocativos originados pela falta de provisão do crédito de longo prazo às empresas em moeda local.

A supressão de ambas as falhas apontadas pode ser confirmada pela atuação histórica do banco. Para uma avaliação mais recente, pode-se falar na atividade desenvolvida durante os anos 90 e durante os anos 2000.

Em relação ao papel desempenhado pelo BNDES nos anos 90, a despeito das transformações ocorridas durante o decênio e, especificamente, após o Plano Real, o padrão de financiamento do desenvolvimento econômico brasileiro, que dependeu dos fundos de poupança compulsória administrados pelo BNDES e da captação de recursos externos, manteve-se, uma vez que não se desenvolveu no país um sistema de financiamento de longo prazo, sendo que as empresas nacionais sempre apresentaram um elevado grau de autofinanciamento. As linhas de atuação do BNDES apenas foram redefinidas em função de uma orientação liberal iniciada no governo do presidente Fernando Collor de Mello e aperfeiçoada nos governos do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC) (PRATES, CINTRA e FREITAS, 2016, p. 86-108).

Mesmo após o Plano Real, o BNDES continuou sendo o agente de maior relevância na concessão de recursos de longo prazo, principalmente para a expansão da infraestrutura econômica. Como a expectativa de que a estabilização monetária do Plano Real induziria a criação de um mercado

privado de crédito de longo prazo não se concretizou, assim como a maior atuação dos bancos internacionais nesta mesma área, tanto os agentes privados internos quanto os externos continuaram a atuar apenas na concessão de crédito no curto prazo. Esta experiência demonstra que o mercado privado não suprirá as demandas financeiras impostas pelas necessidades do desenvolvimento econômico e social, exigindo-se um papel ativo das instituições públicas. Tal fato é corriqueiro não apenas no Brasil, mas em diversos outros países do mundo em que o mercado de capitais é incipiente. Assim, faz-se imprescindível que o Estado, por meio do instrumental que lhe é fornecido, como os bancos de desenvolvimento público, cumpra seus objetivos, pois, dados os dados históricos, não se pode aguardar no curto e médio prazo, que o setor financeiro privado seja capaz de desempenhar o papel das agências de fomento de crédito, essenciais para o desenvolvimento (PRATES, CINTRA e FREITAS, 2016, p. 86-108).

Nos anos 2000, o BNDES foi novamente chamado a desempenhar um papel anticíclico face à crise financeira internacional e a ausência de um mercado de capitais privado interno. Sob uma abordagem keynesiana tal atuação tem o condão de ampliar os recursos financeiros para o investimento produtivo, o que reduz o efeito de crises econômicas e impulsiona por meio de um efeito multiplicador o aumento do emprego, renda e arrecadação do governo. A ampliação dos desembolsos de recursos financeiros do banco para os setores produtivos e de infraestrutura estimulou o *animal spirits* dos empresários no Brasil nos anos 2000. Entre 2000-2010, o desembolso do BNDES aumentou em média 18% a.a., contribuindo para o aumento da taxa de investimentos em proporção ao PIB no país, de 16,5% em 2000 para 19% em 2010, aumentando-se a taxa de crescimento médio do PIB de 3,5% a.a. entre 2000-2010, superior a taxa de 1,5% a.a. da década antecedente, além de um aumento da arrecadação tributária (LACERDA; OLIVEIRA, 2011, p. 16).

Enfim, em uma avaliação ampla, dever-se-ia levar em consideração os efeitos diretos e indiretos no longo prazo, pois a capitalização do banco possibilitou a preservação de investimentos dentro de um contexto da crise, o que desencadeou efeitos multiplicadores relevantes sobre a renda no curto prazo e impediram o aprofundamento da queda da atividade econômica e da arrecadação federal (PEREIRA e SIMÕES, 2010, p. 41-51). Além disto, a importância do banco também pode ser expressa no apoio creditício às micro, pequenas e médias empresas, intensivas na geração de

empregos, bem como no financiamento da infraestrutura, o que viabiliza investimentos em capital com externalidades positivas, além de incentivar a inovação empresarial.

7. A dívida pública e o BNDES como instrumentos de atuação estatal em um contexto de crise econômico-financeira

A proposta do presente artigo é focada em uma análise que, para além da dogmática jurídica, seja funcional (BOBBIO, 2007) (OCTAVIANI, 2011, p. 1193) e não apenas estrutural. Neste sentido, torna-se relevante a abordagem da relação entre os objetivos do BNDES e as funções da dívida pública em um espectro mais amplo, que leve em conta os próprios motivos que norteiam a atuação do Estado brasileiro em um contexto global.

Esta abordagem encontra baliza na Constituição Federal brasileira. As escolhas políticas sobre a utilização do instrumental jurídico disposto pelo Direito Financeiro podem impor ou não limites à concretização do projeto de superação do subdesenvolvimento contido na Constituição Federal, representado no rompimento com situações de dominação expressas na subordinação da economia brasileira dentro do sistema global, caracterizado pela divisão entre centro e periferia, e do sistema interno, entre classes subalternas e as classes dominantes. Este projeto está expresso nos artigos 1º, 3º, 4º, 6º, 170 e 193 da CF, solidificados no art. 219 (OCTAVIANI, 2011, p. 1186).

Considerando-se sua função de fazer frente aos gastos estatais em prol do interesse público, pode-se afirmar que a dívida pública foi de extrema importância para o desenvolvimento dos países desenvolvidos, não um entrave. Inclusive, Hamilton a denominou de bênção ao desenvolvimento norte-americano.

Neste sentido, a Administração, bem como o Direito Financeiro, deve realizar se orientar à superação do subdesenvolvimento, utilizando-se, para tanto, do instrumental que lhe é oferecido, como o BNDES e a formação da dívida pública. Ou seja, as funções para as quais o BNDES e a dívida pública foram criados, quais sejam, promoção do desenvolvimento via concessão de crédito e captação de recursos para fazer frente aos gastos estatais em prol do interesse público, respectivamente, devem ser direcionadas à superação

do subdesenvolvimento. As despesas de capital e as correntes do orçamento público só possuirão legitimidade se estiverem adequadas a tal objetivo (OCTAVIANI, 2011, p. 1186).

Como bem colocado por Fernando Facury Scaff, é a sociedade quem deve decidir acerca da geração de poupança ou não para o alcance de benefício sociais imediatos ou posteriores. O crédito público e a dívida pública possuem intrinsecamente a característica da intergeracionalidade, já que despesas atuais geram gastos futuros, provavelmente pagos pela geração seguinte (SCAFF, 2014, p. 37-38). Caso utilizado corretamente, o déficit pode ser uma fonte de benefício para as gerações futuras (SCAFF, 2014, p. 46).

Mais especificamente, os valores relativos à Dívida Pública Mobiliária, amplamente afetada pelas transferências ocorridas entre o Tesouro Nacional e o BNDES, e a identificação dos seus principais credores, os quais seriam bancos e fundos de investimento nacionais, demonstram a ocorrência de uma transferência de renda das classes menos favorecidas para as mais abastadas na sociedade brasileira, o que contraia os objetivos anteriormente apontados. O pagamento de juros e a amortização da dívida representada pelos títulos da dívida pública, que definem a Dívida Pública Mobiliária, são classificados como despesas públicas, despesa corrente e transferência corrente, sendo, portanto, obrigatórias e gozando de proteção especial no orçamento (há impedimento de emendas parlamentares). Este regime especial demonstra a prioridade que o legislador ordinário atribui ao pagamento da dívida em relação a concretização dos objetivos constitucionais expressos nos direitos fundamentais. Nesse sentido, o aumento da dívida pública ocorre de sua própria rolagem, ampliando a diferença entre o que é gasto com saúde, educação, segurança e o que é gasto como pagamento de juros e amortização, o que impede gastos sociais para maioria da população, pois os principais beneficiários, os credores, são fundos de investimento nacionais e bancos nacionais (OCTAVIANI, 2011, p. 1193-1200).

Esta dinâmica de reprodução da dívida pública, definitivamente, não se coaduna com os objetivos constitucionais. Como afirma Élidea Graziane Pinto, ao invés de colocar o foco do controle da dívida pela ótica da LRF, mais condizente com os objetivos do Estado brasileiro seria mudar a direção para uma metodologia de análise jurídica sob os auspícios da Constituição Federal, principalmente sobre o aspecto da garantia dos direitos

fundamentais. Estes são concebidos como princípios e não apenas como regras, o que vincula o legislador diante das disponibilidades orçamentárias, principalmente diante da necessidade de efetivação de direitos sociais, parte dos fundamentais, que necessitam da ação estatal, proporcionado pelo princípio da inafastabilidade da tutela dos direitos fundamentais. Assim, as ações e omissões estatais que negam eficácia e efetividade aos direitos sociais devem ser encarados pelo princípio da proporcionalidade (PINTO, 2006, p. 321-391).

Dentro do aspecto político que envolve a relação entre os objetivos que deveriam ser alcançados pela dívida pública e o orçamento público, tem-se que, após a Constituição Federal, o chamado orçamento monetário, que envolve decisões em prol da estabilidade monetária, sobrepõe-se ao orçamento fiscal, o qual diz respeito às despesas e receitas do Estado. Isto quer dizer que, o controle do orçamento monetário, o qual, diga-se, é extremamente antidemocrático, pois as decisões de política monetária estão nas mãos do COPOM e do BACEN à revelia do Congresso Nacional, provocou a subordinação das políticas fiscais à política de estabilização monetária (BERCOVICI e MASSONETTO, 2006, p. 3-23).

Como bem asseveram Gilberto Bercovici e Luís Fernando Massonetto, esta subordinação provoca uma inversão dos objetivos alçados pela Constituição Federal, dita dirigente, criando-se a constituição dirigente invertida, a qual propugna políticas neoliberais de ajuste fiscal com vistas a atribuir maior credibilidade do país junto ao sistema financeiro internacional, vinculando toda a política estatal da renda financeira do capital à garantia da acumulação de riqueza privada (BERCOVICI e MASSONETTO, 2006, p. 3-23).

Esta inversão dos objetivos constitucionais tem como pano de fundo as mudanças operadas no núcleo do capitalismo desde a década de 80, marcadamente de orientação neoliberal, e que desconstituíram o padrão regulatório mundial do segundo pós-guerra, um pouco mais intervencionista. Estas transformações afetaram diretamente os ordenamentos jurídicos nacionais, que se amoldaram à nova etapa de expansão do capital comandada pelas redes de poder e capital do sistema mundial. Mais especificamente, o Direito Financeiro, passou de organizador do financiamento público da economia capitalista e de financiador de

políticas sociais, antes voltado à ordenação da expansão material do sistema mundial a partir do paradigma keynesiano, a indutor da nova expansão financeira do processo sistêmico de acumulação baseado em um novo padrão de riqueza no capitalismo contemporâneo (BERCOVICI e MASSONETTO, 2006, p. 3-23).

Por outro lado, desempenhando o Direito Financeiro seu antigo papel, pode-se considerar os efeitos diretos e indiretos que o aumento da dívida pública oferece no longo prazo. A partir das transferências de recursos do Tesouro Nacional ao BNDES desde 2009, permitiu-se que a alocação dos recursos pelo banco após sua capitalização incentivasse investimentos públicos e privados que induziram desenvolvimento também por meio da atividade prestacional em direção à prestação de serviços sociais, mesmo que estes efeitos não sejam sentidos em um primeiro momento. Ao possibilitar a preservação de investimentos dentro de um contexto da crise, a concessão de crédito pelo BNDES desencadeou efeitos multiplicadores relevantes sobre a renda no curto prazo e impedindo o aprofundamento da queda da atividade econômica e da arrecadação federal (PEREIRA e SIMÕES, 2010, p. 41-51).

Além disto, a importância do banco também pode ser vista no financiamento da infraestrutura, o que viabiliza investimentos em capital com externalidades positivas, principalmente as relativas à prestação de serviços de cunho coletivo. Esta ligação entre crédito público, infraestrutura e prestação de serviços sociais para a superação do subdesenvolvimento deve ser mais bem analisada.

4.1. A capitalização do BNDES por meio do aumento da dívida pública, concessão de crédito público e financiamento da infraestrutura de países subdesenvolvidos em um ambiente de incertezas

As transferências do Tesouro Nacional ao BNDES também evidenciam a importância que o Estado tem ao conceder crédito para o financiamento da infraestrutura nos países em desenvolvimento, ou seja, demonstra uma faceta da economia política envolvida nessa tarefa.

Este mecanismo de concessão de crédito e formação de dívida pública gera a formação de capital e permite sua reprodução, permitindo que investimentos sejam realizados acima da capacidade de gastos do agente econômico em determinado tempo. Karl Marx bem analisou o papel que o Estado desempenha na formação primitiva do capital, o que entra na

discussão acerca da sua dívida, como ela é formada e a quem serve. Explicando o mecanismo da acumulação primitiva de capital, origem do sistema de acumulação capitalista, o autor explica que a relação capital-trabalho ocorreu mediante um processo de separação do trabalhador da propriedade das condições de seu trabalho, o que somente foi possível com a utilização do Poder do Estado e da violência organizada da sociedade. Violência essa expressa no regime fiscal moderno constituído pelos impostos sobre os meios de subsistência, automaticamente progressivo. A dívida pública, neste sentido, torna-se peça-chave para a expansão do capital, principalmente em sua fase de acumulação primitiva. E, mesmo após permitir a acumulação primitiva, o Estado continua no centro do processo histórico de formação do capitalismo atuando ao longo do tempo como parte da lógica de acumulação do capital. Os credores da dívida pública, na realidade, nada produzem, já que o dinheiro emprestado é convertido em títulos da dívida, que continuam a funcionar em suas mãos (MARX, 1984).

Considerando, portanto, que o atual modelo econômico engendra um processo de acumulação de capital por meio da dívida pública, importante direcionar o crédito à reprodução da infraestrutura, a qual possibilita um aumento da produtividade dos fatores de produção, elevando, assim, o capital envolvido em todo processo. O Direito do financiamento, dentro deste modelo, é composto pelo aparato jurídico capaz de fazer com que o capital gere mais capital. Ele não se refere diretamente à infraestrutura em si, mas com a sua capacidade de gerar capital. Marx indicava que o capitalismo trata da economia monetária da produção, ou seja, da liquidez em torno do capital. O foco da acumulação é o capital portador de juros (capital fictício), ou seja, o que importa é o dinheiro pelo dinheiro, não a expertise da produção da mercadoria. Assim, existira uma autonomia relativa da esfera financeira dentro da economia.

O sistema de crédito, por sua vez, dirige cada uma das etapas de transformação de capital, desde a iniciativa do negócio à diminuição de risco, garantindo-se a realização de excedente e estabilizando as expectativas envoltas no próprio negócio. Nesse sentido, o processo de transformação do capital é crítico, pois é intertemporal, envolvendo eventos previsíveis e imprevisíveis dentro de um ciclo. Estabilizando-se as expectativas, incentiva-se o animal spirits do investidor.

Dentro desta missão que o Direito Econômico encontra um dos seus principais objetivos, o da estabilização do processo de acumulação do capital. Regendo o sistema de crédito, estabiliza as expectativas (segurança jurídica) envolvidas nos negócios (garantias) e das variáveis macroeconômicas.

Tratando da correlação entre riscos e as ciências jurídica e econômica, Raffaele De Giorgi afirma que o Direito e a Economia são sistemas que produzem segurança por meio do tratamento de expectativas com base em decisões face à escassez de recursos, ou seja, tratam de uma contingência (decisão) para não tornar a escassez um problema estrutural. O risco seria uma modalidade de relação com o futuro, uma forma de “determinação das indeterminações” segundo a diferença entre probabilidade e improbabilidade. Entretanto, a precariedade oferecida pela razão deve ser assumida como ponto de partida para a sua análise, já que o tempo desmonta a racionalidade clássica binária (GIORGI, 1994).

Sendo, portanto, uma modalidade de vínculo com o tempo, o risco atua de forma diversa no campo do Direito e no campo da Economia. No primeiro, fixa os pressupostos que orientam as expectativas no futuro. No outro, determina as modalidades de acesso aos bens. Neste sentido, ele não pode ser transformado em Direito propriamente dito, ainda que possa ser monetizado, pois se baseia na suportabilidade e não na certeza das próprias expectativas, ou seja, o risco sobrecarrega o Direito. Como pode ser monetizado, o risco interessa sobretudo à Economia, inclusive porque as possibilidades de dívida são infinitas (GIORGI, 1994). Entretanto, apesar de não poder ser transformado em Direito, este pode converter incertezas em riscos.

A gestão pública da incerteza do sistema capitalista leva a uma maior estabilização: o *laissez faire* tende à crise, portanto, o Estado deve gerir a incerteza com maior liquidez. Trata-se de um regime misto entre liberdade individual, eficiência econômica e justiça social. A gestão pública da incerteza se pratica, principalmente, por meio das finanças públicas, onde há administração centralizadora pública da moeda e do crédito. A política econômica ativa do Estado atende a uma demanda efetiva e tem a política fiscal como eixo. Nesse sentido, a reversão das expectativas negativas em tempos de crise ocorre por meio de um orçamento anticíclico. Note-se que o capital fixo não se forma pela acumulação natural do capital. Este tende a ser volatilizado. Portanto, o orçamento público cumpre a função de

alocação, redistribuição e estabilização das expectativas (não monetária), admitindo-se déficit público no lugar de superávit em momentos de crise. Por meio dele, incentiva-se o credor, sempre rentista, a investir em produção por meio de juros baixos e concessão de crédito.

No Brasil, o modo de financiamento historicamente adotado, em certos momentos mais públicos do que privados, é misto. Nele, os bacos públicos, principalmente o de desenvolvimento como o BNDES, respondem pela grande parte do financiamento de infraestrutura no país, vide projetos piloto de investimento, como o PAC ou o PSI. As fontes de financiamento para o longo prazo envolvem a disponibilidade líquida também de longo prazo, sendo que no Brasil a ausência de mercado financeiro privado neste tipo de financiamento, leva à concentração do papel do setor público. Isto é próprio do capitalismo periférico brasileiro, que seria apenas uma variável de ajuste de crises de acumulação no centro do sistema capitalista, levando-se a uma menor margem de atuação dos Estados nacionais. Dentro desta ideia o exemplo maior é a transferência de recursos do Tesouro ao BNDES.

Portanto, nesta outra perspectiva ampla em que analisa as funções desempenhadas pelo Direito em relação à economia, mais especificamente o Direito econômico e o Financeiro, pode-se observar a essencialidade da atuação do BNDES no processo de superação do subdesenvolvimento, principalmente por estabilizar as expectativas dos agentes econômicos, transformando incertezas em riscos, por meio da concessão de crédito em situações de desequilíbrio, como a vivida em 2008, permitindo a continuidade do investimento em infraestrutura. E, esta alocação de recursos apenas foi possível graças às transferências efetuadas pelo Tesouro Nacional, que aumentaram a dívida pública, para capitalizar o banco.

8. Conclusão

As transferências realizadas pelo Tesouro Nacional ao BNDES a partir de 2009, seja na forma de subsídios diretos, seja por meio da emissão de títulos da dívida pública, foram de suma importância para a manutenção dos investimentos de longo prazo em um contexto de escassez de crédito ocasionado pela crise econômico-financeira internacional de 2008.

Neste sentido, levando-se em conta uma análise funcional do ordenamento jurídico, a dívida pública e o BNDES são instrumentais fornecidos pelo Direito Econômico e pelo Direito Financeiro para que o Estado brasileiro cumpra os objetivos que lhe foram constitucionalmente determinados para superação do subdesenvolvimento. A concessão de créditos em um momento de escassez, inclusive, estabiliza as expectativas dos agentes econômicos para a manutenção da realização de investimentos, transformando incertezas em riscos. E é esta a função que a relação entre Tesouro Nacional, BNDES e dívida pública deve realizar diante do atual modelo econômico, o qual é determinado pelo processo de acumulação de capital por meio da dívida pública, onde o direcionamento do crédito à infraestrutura possibilita o aumento da produtividade dos fatores de produção.

Não se discute que tais transferências elevam drasticamente a dívida pública. Entretanto, qual seria a função por ela exercida? A dívida pública é originada das operações de crédito realizadas pelo Estado com o intuito de fazer frente aos dispêndios em prol do interesse público, quando outras fontes de receita, como a tributária, não são suficientes. E o interesse público está inserido nos objetivos atribuídos ao Estado brasileiro pela Constituição Federal, principalmente os relativos à superação do subdesenvolvimento. Não está entre os objetivos do Estado comprometer grande parte do seu orçamento com o pagamento do serviço da dívida. Não se pode colocar a Constituição Financeira em andar superior à Constituição Econômica, descaracterizando o caráter dirigente da Carta Magna como um todo.

Antes, portanto, de preocupações acerca dos riscos e ineficiências relacionados às transferências e ao aumento da dívida pública, mais relevante seria analisar para onde e para quem esta assunção de empréstimos públicos é direcionada em sua totalidade. Se a maioria da DPMFi pertence a bancos e fundos de investimento nacionais, fazendo com que o pagamento do serviço da dívida gere uma concentração de renda maior, não seria correto fazer objeções em investimentos que beneficiassem indiretamente as classes intermediárias e menos favorecidas da sociedade ao incentivar a atividade econômica. As transferências de recursos via TDP's foram feitas para que um banco público de desenvolvimento realizasse uma alocação de crédito em situações de escassez, cujo objetivo é o incentivo de investimento a longo prazo. E, como se sabe, este tipo de investimento está relacionado à infraestrutura, que proporciona o aumento de externalidades

positivas de toda ordem, inclusive das vinculadas à prestação de serviços sociais.

Além disto, mesmo considerando preocupações imediatas de ordem fiscal com o controle do orçamento público pelo aumento demasiado da dívida, dever-se-ia ponderar os efeitos diretos e indiretos no longo prazo proporcionados pela concessão de créditos pelo BNDES. Ela foi determinante para se evitar o aprofundamento da queda da atividade econômica. E, ainda, incentivando-se a atividade econômica, aumenta-se a receita do Estado por meio do aumento da arrecadação tributária. Adicionando-se a isto, há elevação da receita de dividendos do banco que são passados ao Tesouro Nacional. Tudo depende da amplitude da análise que se pretende efetivar e dos parâmetros utilizados para tanto.

Sequer preocupações com o superávit podem realmente ser levadas em consideração, quando se critica o aumento da dívida por meio da emissão de títulos. A dívida líquida não é afetada neste processo, somente a dívida bruta. Assim, com o aumento futuro da atividade econômica, perdas em um primeiro momento seriam compensadas com recebimentos posteriores dos empréstimos.

Portanto, para além de críticas e preocupações relacionadas ao aumento das transferências de recursos pelo Tesouro Nacional ao BNDES desde 2009, o que gera aumento da dívida pública e grande impacto fiscal sob uma perspectiva limitada do ponto de vista orçamentário, e que devem mesmo ser levada em consideração, mais relevante seria verificar se o instrumental jurídico utilizado para fazer frente à escassez de crédito de longo prazo ocasionada pela crise econômico-financeira internacional de 2008 antedeu as funções para as quais foi criado e que estão correlacionadas com os objetivos constitucionalmente determinados ao Estado nacional. No caso desta correlação entre Tesouro Nacional, BNDES e dívida pública, ampliada pela determinação política de aumentar a transferência de recursos que foram alocados em áreas onde os agentes econômicos encontravam dificuldades, parece que sim.

Referências

ALMEIDA, Mansueto. **Nota técnica – impacto fiscal da relação entre Tesouro Nacional e BNDES**. Rio de Janeiro: IPEA, 12/11/2009.

ANDRADE, Cesar Augusto Seijas de. **O controle do endividamento público e a autonomia dos entes da federação**. Mestrado (Dissertação), 2012, Universidade de São Paulo, São Paulo.

ASSONI FILHO, Sérgio. **Crédito público e responsabilidade fiscal**. Porto Alegre: Núria Fabris Editora, 2007.

ATALIBA, Geraldo. **Empréstimos públicos e seu regime jurídico**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1973.

BERCOVICI, Gilberto; MASSONETTO, Luís Fernando. A Constituição dirigente invertida: a blindagem da constituição financeira e a agonia da constituição econômica. **Boletim de Ciências Econômicas XLIX**, Coimbra, 2006.

BNDES. **Fontes de Recursos**, 2016, Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Fontes_de_Recursos/>. Acesso em 20/06/2015.

BNDES. **Tesouro**, 2016, Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/O_BNDES/Fontes_de_Recursos/>. Acesso em 20/06/2015.

BNDES. **Aplicação recursos financeiros captados junto ao Tesouro Nacional**, Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Aplicacao_dos_Recursos_Financeiros/index.html>. Acesso em 20/06/2016.

BNDES. **Custo Líquido dos Empréstimos do Tesouro ao BNDES - Nota Conjunta APE e AF**. Agosto de 2015. Disponível em <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/empresa/download/Custo_Liquido_Emprestimos_Tesouro_BNDES.pdf>. Acesso em 20/06/2016.

BOBBIO, Norberto. **Da estrutura à função – novos estudos de teoria do Direito**. Barueri: Manole, 2007.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Acórdão nº 1798/2015. Plenário. Relator: Ministro José Lúcio Monteiro. Sessão de 27/07/2015. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 31/07/2015.

BRASIL. Tribunal de Contas da União. Acórdão nº 3071/2012. Plenário. Relator: Ministro Aroldo Cedraz. Sessão de 14/11/2012. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 22/11/2012.

CHICOLI, Raí Da Silva. **Sustentabilidade da dívida pública brasileira: uma análise sob diversos conceitos de superávit primário e endividamento**. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

CONTI, José Mauricio. **Direito Financeiro na Constituição de 1988**. São Paulo: Oliveira Mendes, 1998.

CONTI, José Mauricio. BNDES tem o dever de colaborar com a transparência dos gastos públicos. **Revista Consultor Jurídico**, 17 de novembro de 2015. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2015-nov-17/contas-vista-bndes-colaborar-transparencia-gastos-publicos#author>>. Acesso em 07/06/2016.

GIORGI, Rafaelle de. O risco na sociedade contemporânea. **Revista Sequencia**, Florianópolis, n. 28, ano XV, pp. 45-54, jun. 1994.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 9. ed. São Paulo: Malheiros, 2004.

KNIGHT, F. **Risk, uncertainty and profit**. London: Houghton Mifflin, 1921. (Second Edition, 1933).

LACERDA, Antonio Corrêa de; OLIVEIRA, Alexandre da Silva de. O papel dos bancos públicos no Brasil: uma análise da atuação do BNDES nos 2000. In IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Rio de Janeiro, 2011. **Anais do IV Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira**. Rio de Janeiro, 2011.

LAZZARINI, Sergio Giovanetti et al. What Do Development Banks Do? Evidence from Brazil, 2002–2009. **Harvard Business School Working Paper** (December 8–11). 2011. Disponível em <<http://www.hbs.edu/research/pdf/12-047.pdf>>. Acesso em 26/08/2015.

MARX, Karl. **O Capital: crítica da economia política. Livro Primeiro**. São Paulo: Abril Cultural, 1984.

OCTAVIANI, Alessandro. A Bênção de Hamilton na Semiperiferia: Ordem Econômico-Social e os Juros da Dívida Pública Interna. In CONTI, José Mauricio; SCAFF, Fernando Facury. (Coord.). **Orçamentos Públicos e Direito Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

OLIVEIRA, Régis Fernandes de. **Curso de Direito Financeiro**. 7 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais. 2015.

PASSOS, Antônio de Pádua Ferreira; CASTRO, Priscila de Souza Cavalcante. O Orçamento e a Dívida Pública Federal. In SILVA, Anderson Caputo.; CARVALHO, Lena Oliveira; MEDEIROS, Otávio Ladeira de (Orgs.). **Dívida Pública: a experiência brasileira**. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional / Banco Mundial, 2009.

PEREIRA, Thiago Rabelo; SIMÕES, Adriano. O papel do BNDES na alocação de recursos: avaliação do custo fiscal do empréstimo de R \$100 bilhões concedido pela União em 2009. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 33, p. 5-54, 2010.

PINTO, Élide Graziane. **Controle da Administração do Endividamento Público**. Tese (Doutorado), Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.

PRATES, Daniela Magalhães; CINTRA, Marcos Antonio Macedo; FREITAS, Maria Cristina Penido. O papel desempenhado pelo BNDES e diferentes iniciativas de expansão do financiamento de longo prazo no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, v. 9, n. 2, p. 85-116, 2016.

SCAFF, Fernando Facury. Crédito público e sustentabilidade financeira. **Revista Direito à Sustentabilidade - UNIOESTE** - v. 1 - n. 1 – 2014.

SCHAPIRO, Mário Gomes. **Novos parâmetros para a intervenção do Estado na economia: persistência e dinâmica na atuação do BNDES em uma economia baseada no conhecimento**. 2009. 326 f. Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

Secretaria do Tesouro Nacional. **Subsídios do Tesouro Nacional ao BNDES**. Disponível em <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/526904/Relatório+de+Subs%C3%ADdios+6o+Bimestre+de+2015/a8b98a3a-5050-43cd-9c49-bbdc4841fe49>>. Acesso em 20/06/2016.

Secretaria do Tesouro Nacional. **Indicadores e conceitos**. Disponível em <http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/series_temporais/principal.aspx?subtema=4#ancora_consulta>. Acesso em 20/06/2016.

SCHWARTSMAN, Alexandre. **Relatório de pesquisa do Banco Santander**, 6 de janeiro de 2010.

SILVER, Nate. **O sinal e o ruído: por que tantas previsões falham e outras não**. 1. ed. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2013.

VENÂNCIO FILHO, Alberto. **A intervenção do Estado no Domínio Econômico – o direito público econômico no Brasil**, Edição Fac-similar de 1968, Rio de Janeiro: Renovar, 1998.