



NOTA TÉCNICA

***BLENDED FINANCE* EM POLÍTICAS PÚBLICAS NO BRASIL: UMA JANELA ABERTA PELA REFORMA TRIBUTÁRIA**

**FUNDO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO REGIONAL (FNDR),
MITIGAÇÃO DE RISCO E MOBILIZAÇÃO DE CAPITAL PRIVADO**

Como combinar recursos públicos e privados
para ampliar o impacto socioambiental

WWF-Brasil

Diretor-Executivo
Mauricio Voivodic

Diretora de Conservação
Mariana Napolitano

FICHA TÉCNICA

Autores
Fernandes, Gustavo Andrey de Almeida Lopes
WWF-Brasil

Coordenação
André Freitas (WWF-Brasil)
Maxime Garde (WWF-Brasil)

Pesquisa e Redação
Fernandes, Gustavo Andrey de Almeida Lopes
(Professor da FGV-EAESP e Pesquisador do Centro de Estudos de Administração Pública e Governo da Fundação Getúlio Vargas - FGVceapg).

Projeto Gráfico
Isabella Hofman - Xyza Comunicação e Pesquisa

Produção editorial
Mônica Salles (WWF-Brasil)

Pesquisa e Redação
Fernandes, Gustavo Andrey de Almeida Lopes
(Professor da FGV-EAESP e Pesquisador do Centro de Estudos de Administração Pública e Governo da Fundação Getúlio Vargas - FGVceapg).

Citação recomendada
WWF-Brasil e Fernandes, Gustavo Andrey de Almeida Lopes (2026). *Blended Finance* em Políticas Públicas no Brasil: uma janela aberta pela reforma tributária, WWF, Brasília, DF.

Créditos das fotos
Capa: © Zig Koch / WWF
Contracapa: © Adriano Gambarini / WWF-Brasil

Direitos Autorais
© 2026 *World Wide Fund For Nature* (antigo *World Wildlife Fund*), Rua Mauverney, 28, 1196 Gland, Suíça – Tel.: +41 22 364 9111. Qualquer reprodução total ou parcial deve mencionar o título e creditar os editores acima mencionados como proprietários dos direitos autorais.



© Adriano Gambarini / WWF-Brasil

SUMÁRIO

SUMÁRIO EXECUTIVO	4
1. INTRODUÇÃO E PROPÓSITO	6
2. O QUE É <i>BLENDED FINANCE</i>	8
3. A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: APRENDIZADOS E DESAFIOS	12
4. A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA: SESENTA ANOS DE <i>BLENDED FINANCE</i> DOMÉSTICO	15
5. O POTENCIAL DO FNDR: A REFORMA TRIBUTÁRIA COMO VETOR DE <i>BLENDED FINANCE</i> TERRITORIAL	20
6. ANÁLISE DE VIABILIDADE	30
7. RISCOS, LIMITAÇÕES E CUIDADOS	32
8. RECOMENDAÇÕES	36
9. CONSIDERAÇÕES FINAIS	41
10. GLOSSÁRIO	42
11. REFERÊNCIAS	45

SUMÁRIO EXECUTIVO

O Brasil enfrenta lacunas crônicas de financiamento em áreas socioambientais críticas, como clima, biodiversidade, saneamento, habitação e infraestrutura social. Segundo as Nações Unidas e a OCDE, atingir os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável demanda investimentos anuais da ordem de US\$ 4,0 trilhões, cifra que excede em muitas vezes a capacidade fiscal dos governos e dos doadores tradicionais. O capital privado existe e é abundante, mas não migra espontaneamente para esses projetos. A explicação mais precisa não é apenas a de que os retornos são baixos. A história é mais complicada. Na verdade, o perfil de risco desses projetos, que combina incerteza regulatória, prazos longos de maturação, exposição cambial, risco político e risco de execução, é incompatível com os mandatos da maioria dos investidores institucionais.

O **blended finance**, ou finanças híbridas, é a resposta institucional a esse descompasso. Trata-se do uso estratégico de capital público ou filantrópico para **reduzir, redistribuir e absorver o risco** que impede projetos de interesse público de se tornarem financiáveis, mobilizando, com isso, capital privado em escala. Não é, primordialmente, um mecanismo de subsídio à taxa de juros. Vai além. É um instrumento de engenharia de risco, que não substitui o Estado, mas amplia sua capacidade de coordenação e o alcance do seu poder de indução.

Este relatório sintetiza as principais conclusões do estudo preliminar sobre a viabilidade de integrar mecanismos de *blended finance*

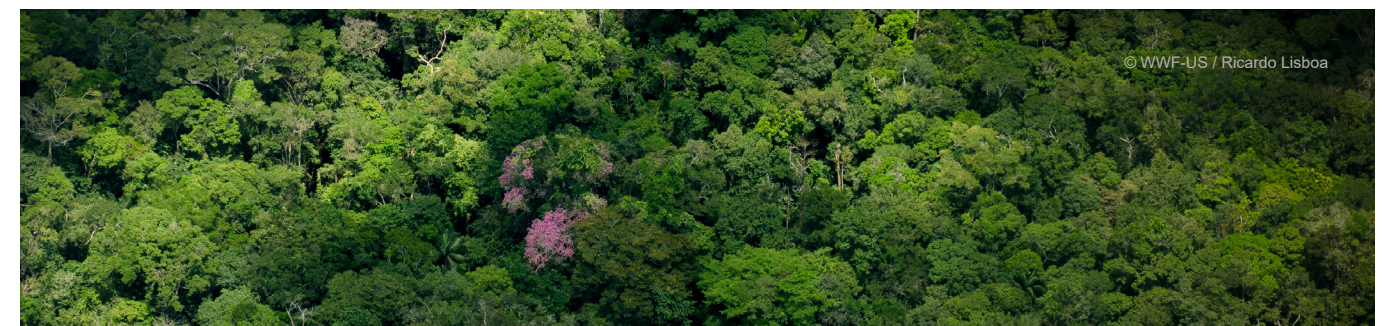
em políticas públicas no Brasil, com um foco na redução do risco de crédito e não apenas na taxa de juros. **Primeira, a agenda é viável e desejável.** O Brasil opera há décadas instrumentos de finanças mistas com lógica semelhante, como o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), os fundos constitucionais e a equalização de juros via Tesouro. A novidade é sistematizar esse ferramental para os desafios contemporâneos do clima, da bioeconomia e da infraestrutura social, setores cuja financiabilidade por capital privado depende fundamentalmente da mitigação do perfil de risco, e não somente da concessão de taxas de juros subsidiadas. **Segunda, os obstáculos são institucionais, não conceituais.** Envolve regulação, coordenação federativa, capacidade técnica e padronização contratual. **Terceira, a experiência internacional ensina o que copiar e o que evitar.** Em escala global, cerca de 73% dos fluxos ditos mobilizados têm origem pública, a alocação se concentra no que já é bancável e há tendência estrutural de socializar perdas e privatizar ganhos. As respostas de desenho estão documentadas e foram incorporadas às recomendações. **Quarta, abriu-se uma janela de oportunidade inédita.** A Reforma Tributária criou o Fundo Nacional de Desenvolvimento Regional (FNDR), com aportes federais que partem de R\$ 8 bilhões em 2029, atingem R\$ 40 bilhões em 2033 e chegam a R\$ 60 bilhões anuais em 2043, a maior fonte estruturada de capital para o desenvolvimento sustentável, possuindo um grande potencial catalítico, entendido como

a capacidade de absorver risco ou reduzir custo financeiro para mobilizar capital privado adicional, anunciada na história fiscal brasileira recente. Em paralelo, o lançamento do *Tropical Forests Forever Facility (TFFF)* na COP30, em Belém, deu ao Brasil protagonismo inédito na arquitetura global de finanças climáticas.

A recomendação prioritária é tratar a regulamentação infraconstitucional do FNDR, cuja janela legislativa se fecha entre 2026 e 2028, como prioridade absoluta da agenda nacional, autorizando explicitamente o uso dos recursos em arquitetura de *blended finance* e formalizando a articulação com outros instrumentos existentes, como o programa Ecoinvest ou o Fundo Clima, ou em viés de construção, como o TFFF. Considerando a relevância dos recursos destinados às regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste, essa regulamentação poderá contribuir para a construção de uma agenda integrada de desenvolvimento regional sustentável. A região do MATOPIBA (Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia), por exemplo, sozinha captará quase um quinto do fundo.

Nesse contexto, propõe-se organizar a atuação do FNDR em torno de frentes temáticas definidas a partir de desafios recorrentes das políticas de desenvolvimento regional, ambiental e urbano, e não como uma classificação fechada ou previamente estabelecida por uma política pública específica. Entre os campos potencialmente prioritários estão o desenvolvimento de atividades econômicas sustentáveis e de baixo carbono, a ampliação da infraestrutura e dos serviços essenciais e o fortalecimento da resiliência dos territórios diante das mudanças climáticas. A definição concreta dessas prioridades deverá resultar de critérios técnicos, diagnósticos territoriais e processos de coordenação entre os diferentes níveis de governo.

As demais frentes incluem a estruturação de uma estratégia pública de capital catalítico, o desenvolvimento de modelos contratuais e financeiros replicáveis, a adoção de mecanismos de monitoramento baseados em adicionalidade e impacto e a criação de uma instância nacional de produção de informações e disseminação de boas práticas em *blended finance*.



© WWF-US / Ricardo Lisboa

Mensagem central

Blended finance não é uma solução automática nem uma panaceia. É uma arquitetura institucional de redução de risco, coordenação territorial e mobilização de capital privado para objetivos públicos socioambientais, dando seus melhores resultados quando apoiada em propósitos claros, governança sólida, capacidade técnica e uso disciplinado do subsídio implícito. A evidência de que o Brasil pode operar *blended finance* já é consistente. A questão que este estudo levanta é, portanto, menos sobre viabilidade e mais sobre oportunidade: como aproveitar, entre 2026 e 2028, a janela que a reforma tributária abre para construir uma arquitetura nacional de capital catalítico, capaz de impulsionar uma atividade econômica dinâmica e, ao mesmo tempo, sustentável.

1. INTRODUÇÃO E PROPÓSITO

O objetivo do estudo é validar premissas que demonstrem a viabilidade de integrar mecanismos de *blended finance* com uma componente de melhoria de perfil de risco em políticas públicas no Brasil, evidenciando como a combinação de recursos públicos ou filantrópicos e privados pode ampliar o financiamento de iniciativas de alto interesse público e gerar valor social adicional.

O ponto de partida é uma reformulação do diagnóstico corrente. O problema central do financiamento socioambiental brasileiro não é apenas um *gap* de financiamento, é um **gap de risco gerenciável**. O sistema financeiro brasileiro acumula reservas expressivas em fundos de pensão, seguradoras e gestoras de recursos, que não são, em regra, avessas a impacto socioambiental. São avessas à incerteza, à iliquidez sem prêmio, ao risco regulatório, ao risco de execução em territórios pouco estruturados e a estruturas pouco padronizadas. O desafio não é convencer o capital privado a fazer impacto. É construir veículos em que o impacto seja precificável e, sobretudo, em que o risco seja gerenciável. Se o problema é primordialmente de risco, e não apenas de custo, o uso eficiente do capital público concessional não consiste em apenas baratear o dinheiro, e sim em absorver ou redistribuir as parcelas de risco que o setor privado não consegue carregar dentro do seu mandato.

A estrutura do relatório segue uma lógica progressiva.

A Seção 2 define *blended finance* e seus conceitos essenciais.

A Seção 3 sintetiza, em um quadro, os principais aprendizados e desafios da experiência internacional.

A Seção 4 conta a experiência brasileira em mais detalhe, com foco no SNCR e no SFH, e fecha com um quadro dedicado ao caso do *Eco Invest* e do Fundo Clima.

A Seção 5 examina o potencial do FNDR e fecha com um quadro sobre o TFFF.

As Seções 6, 7 e 8 apresentam a análise de viabilidade, os riscos e as recomendações, e a Seção 9 conclui.

O estudo completo combina revisão da literatura especializada, análise documental de editais e normas, benchmark internacional comparado e síntese orientada à tomada de decisão, com priorização de recomendações implementáveis no horizonte de 12 a 36 meses.

2. O QUE É *BLENDED FINANCE*

2.1 UMA DEFINIÇÃO BREVE

A definição da OCDE-DAC, atualizada em 2025 e amplamente aceita internacionalmente, é a de que *blended finance* é o uso estratégico de financiamento para o desenvolvimento com o objetivo de mobilizar financiamento adicional rumo ao desenvolvimento sustentável. A *Convergence*, rede que mantém a maior base global de transações, adota uma definição operacional próxima: o uso de capital catalítico, ou seja, concessional, de fontes públicas ou filantrópicas, para mobilizar investimento adicional do setor privado.

Para os fins deste estudo, adota-se uma definição funcional, mais útil ao contexto brasileiro:

blended finance é qualquer arranjo financeiro que combina, em uma mesma operação ou veículo, capital concessional (público ou filantrópico, com tolerância a retornos abaixo de mercado, perdas ou maior risco) e capital comercial (privado, buscando retorno de mercado), com o objetivo de viabilizar projetos com impacto socioambiental positivo que, isoladamente, não atrairiam o capital comercial. O ponto essencial é que a viabilização não se dá apenas, nem principalmente, pela redução do custo de capital. Dá-se pela redistribuição do risco entre as partes.

O ponto essencial é que a viabilização não se dá apenas, nem principalmente, pela redução do custo de capital. Dá-se pela redistribuição do risco entre as partes.

2.2 A CHAVE DO RISCO: *DE-RISKING*, BANCABILIDADE E PARTILHA DE RISCO

Três conceitos interligados atravessam todo este relatório.

- 1 O primeiro é o ***de-risking***, o conjunto de operações financeiras e institucionais que reduzem o risco percebido por um investidor sem necessariamente alterar as características econômicas do projeto. A literatura distingue ao menos sete dimensões de risco que costumam travar projetos socioambientais: crédito, regulatório, político, cambial, tecnológico, maturação e execução. Diferentes instrumentos atacam diferentes dimensões, e o desenho ótimo os combina conforme o perfil de risco específico de cada projeto.
- 2 O segundo é a **bancabilidade** (*bankability*), a qualidade que faz um projeto ser financiável por capital comercial em condições de mercado. Não é um atributo intrínseco do projeto. Um projeto pode ser tecnicamente excelente e socialmente meritório e, ainda assim, não ser bancável, porque seu perfil de risco é percebido pelos investidores como alto demais, o que muitas vezes inclui, para setores econômicos novos como bioeconomia, a falta de um histórico, (“*track-record*”). Tornar um projeto bancável significa movê-lo da zona de não investimento para a zona de investimento aceitável, um processo intensivo em institucionalidade, que exige padronização contratual, garantias robustas, métricas auditáveis e âncoras de credibilidade. O Estado brasileiro tem, nessa dimensão, ativos comparativos relevantes: BNDES, Caixa e Tesouro Nacional carregam um capital reputacional que, em muitos arranjos, vale tanto quanto desembolso direto.
- 3 O terceiro é o ***risk-sharing***, o desenho de como o risco é distribuído entre as partes. A regra técnica padrão, codificada pela OCDE-DAC, é que cada parte assuma o risco que pode gerenciar melhor, na proporção mínima necessária para viabilizar a operação. Quando o setor público absorve mais risco do que o necessário, o resultado é captura de subsídio ou risco moral. O *risk-sharing* é a peça que distingue o *blended finance* bem desenhado da transferência de risco mal disfarçada.

2.3 TRÊS CONCEITOS DE BOLSO: ADICIONALIDADE, CAPITAL CATALÍTICO E ALAVANCAGEM

A **adicionalidade** é o conceito mais importante e mais desafiador da agenda de *Blended Finance*. Tem duas dimensões. A adicionalidade financeira pergunta: o capital privado teria entrado no projeto sem o capital catalítico? Se a resposta é sim, o subsídio é desperdiçado, pois o Estado está pagando pelo que o mercado faria de qualquer forma. A adicionalidade de desenvolvimento pergunta: o projeto produz resultados socioambientais que não ocorreriam sem o arranjo? A contribuição mais útil da prática internacional para disciplinar essas perguntas é o teste do racional composto desenvolvido a partir da experiência da IFC: cada operação deve demonstrar, simultaneamente, que gera impacto relevante, que a participação pública agrega valor além do que o mercado oferece e que, mesmo assim, a operação não fecha sem subsídio. Quando essa decomposição não é feita, o risco é aprovar concessionalidade sempre que houver uma boa narrativa de impacto.

O **capital catalítico** é o capital que aceita condições piores que as do mercado, com retorno menor, risco maior, prazo mais longo ou posição subordinada, para viabilizar a entrada do capital comercial. Pode vir do orçamento público, de bancos públicos de desenvolvimento, da filantropia institucional ou de doadores internacionais. Sob a chave do *de-risking*, é a camada do balanço que absorve o risco que o mercado não absorveria.

A **alavancagem** (*leverage*) é a razão entre o capital comercial mobilizado e o capital catalítico aportado. É a métrica mais popular nas apresentações institucionais e também a mais superestimada. A média global reportada pela *Convergence* é de 4,1 para 1, mas menos da metade do capital dito mobilizado, visto que o equivalente a US\$ 1,8 por dólar concessional, provém de investidores genuinamente privados. Em países de renda baixa, as razões estimadas caem para 0,37 para 1. A alavancagem, além disso, não captura a adicionalidade, e a alavancagem anunciada na estruturação raramente coincide com a da execução. A métrica é útil como sinalizador de ambição, mas não substitui a análise de risco e de impacto.

2.4 A CAIXA DE FERRAMENTAS

Há duas famílias de *blended finance*. O *blended finance* de taxa reduz o custo do capital, por equalização de juros e crédito concessional. É o que o Brasil já opera há seis décadas no crédito rural e na habitação, complementado agora com programas como o Fundo Clima e o *Eco Invest*, esse último trazendo um grau de sofisticação adicional. O *blended finance* de risco absorve perdas potenciais, por capital de primeira perda e garantias, praticamente inexistente em escala, no Brasil e no mundo, porque bancos de fomento e multilaterais não conseguem carregar esse tipo de ativos de primeiras perdas nos seus balanços sem comprometê-los, dado o elevado consumo de capital associado. Diante de cada projeto, a pergunta correta de política pública não é apenas quanto subsidiar, mas qual barreira o subsídio remove: preço ou risco. Essa distinção orienta a leitura do Quadro 1 e sustenta a proposta central deste estudo, a de que o FNDR pode ocupar justamente o espaço vazio do risco.

Em síntese, os instrumentos de *blended finance* combinam-se em camadas conforme o perfil de risco a ser endereçado. A inovação não está nos instrumentos isolados, todos com décadas de uso financeiro, mas no desenho institucional que os articula em torno de um objetivo público explícito. O Quadro 1 resume, em linguagem acessível, o que cada instrumento faz e o risco que ataca.



Quadro 1. A caixa de ferramentas do *blended finance*

Instrumento	O que faz	Risco que ataca
Garantias (parciais ou totais)	O garantidor assume parte do risco de crédito ou de desempenho, com baixo desembolso imediato. É o instrumento mais difundido e eficiente globalmente.	Crédito e execução
Capital <i>first-loss</i> e cotas subordinadas	Uma camada pública ou filantrópica absorve as primeiras perdas e protege os investidores das camadas superiores, arranjo típico de fundos estruturados. Esse é a estrutura mais próxima do conceito original de <i>blended finance</i> , porém, pouco aplicada na prática por falta de capital <i>first-loss</i> disponível.	Crédito e execução
Equity concessional	Capital que aceita retorno abaixo de mercado para viabilizar o negócio, comum em fundos de impacto.	Crédito, prazo longo
Equalização de juros e crédito concessional	Reduz o custo financeiro do projeto, no modelo clássico do crédito rural e do financiamento habitacional.	Custo de capital
Pagamento por resultados	Condiciona o desembolso a métricas verificáveis, no modelo do Fundo Amazônia e, em escala global, do TFFF.	Execução
Assistência técnica subsidiada	Cobre custos de estruturação e preparação de projetos. Instrumento subestimado, mas crítico para formar <i>pipeline</i> .	Execução e falta de projetos
Instrumentos de <i>hedge</i>	Protegem contra variações de câmbio, inflação e juros, ainda pouco maduros nas finanças sustentáveis brasileiras mas com exemplos recentes promissores (<i>Ecoinvest</i>).	Cambial e macroeconômico

Fonte: elaboração própria com base no estudo técnico completo.

Uma nota sobre o nível de aplicação do capital de primeira perda. O capital de primeira perda (*first-loss*) é a parcela do investimento que absorve as perdas iniciais de uma operação, protegendo os demais investidores. Além disso, de modo geral, quanto mais diversificada a carteira financiada, mais eficiente se torna o uso do mecanismo de *blended finance*, pois a pulverização reduz também o risco do investidor em primeiras perdas. Trata-se de um instrumento adaptado, por exemplo, ao financiamento em escala de projetos agrícolas de menor porte.

O ecossistema necessário envolve seis tipos de atores: provedores de capital catalítico, provedores de capital comercial, estruturadores e gestores, operadores de *pipeline*, reguladores e facilitadores institucionais (plataformas de mercado como por exemplo o Laboratório de Inovação Financeira (LAB) ou a *Convergence*, associações que padronizam documentação, como Anbima e ABDE, laboratórios regulatórios e centros de conhecimento aplicado). A maturidade desse ecossistema é tão relevante quanto a disponibilidade de capital: arranjos sofisticados falham quando faltam intermediários qualificados, padrões contratuais consolidados ou capacidade técnica nos beneficiários finais.



3. A EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL: APRENDIZADOS E DESAFIOS

O mercado global de *blended finance* acumula 1.123 transações registradas, totalizando US\$ 213 bilhões investidos, de acordo com a *Convergence* em relatório produzido em 2025. Em 2024, movimentou US\$ 18 bilhões em 123 operações, com tickets médios em alta e participação crescente de investidores institucionais, que aplicaram US\$ 1,7 bilhão no ano, um salto expressivo a partir dos US\$ 14 milhões de 2022. A escala, contudo, permanece pequena perante o *gap* de financiamento dos ODS, estimado em trilhões anuais, e os números agregados exigem leitura crítica. Entre 2014 e 2024, cerca de 73% dos compromissos totais tiveram origem em entidades públicas, o que significa que o capital concessional vem alavancando majoritariamente outro capital público, e não capital privado. Os fluxos também se comportaram de forma pró-cíclica durante a pandemia, concentram-se em países de renda média (74%), em setores já bancáveis de infraestrutura e serviços financeiros (88%) e em atores de grande porte (83% das transações), e os investidores locais dos próprios mercados emergentes respondem por apenas 17% dos compromissos.

A referência metodológica internacional são os cinco princípios da OCDE-DAC, que funcionam como um teste de razoabilidade institucional para qualquer operação: ancorar cada operação em um propósito de desenvolvimento explícito e mensurável, maximizar a mobilização de capital comercial com concessionalidade mínima, adaptar o desenho ao contexto e ao sistema financeiro local, construir parcerias em que cada parte assuma o risco que gerencia melhor e monitorar com transparência e métricas definidas desde o início. Entre as estruturas de referência, destacam-se o uso crescente de garantias pelas instituições multilaterais, que mobilizaram US\$ 17 bilhões de capital privado em 2023, e dois casos de *blended finance* ancorado no planejamento público: o programa sul-africano REIPPPP, em que o Estado definiu os objetivos, operou leilões competitivos e impôs condicionalidades vinculantes

de desenvolvimento, e a plataforma *SDG Indonesia One*, em que instrumentos concessionais e comerciais são combinados dentro de prioridades nacionais previamente definidas. O denominador comum é a direcionalidade: o setor público origina o *pipeline* e fixa os parâmetros, com o capital privado servindo a prioridades públicas, e não o inverso.

A evidência econométrica recente acrescenta uma camada importante: analisando quatro países africanos entre 2018 e 2023, encontrou-se relação positiva entre a intensidade de *de-risking* e o capital privado mobilizado, mas os efeitos dependem mais da governança e do *pipeline* do que da flexibilização regulatória (mudanças normativas destinadas a atrair investidores, como enquadramento prudencial mais permissivo e ambientes regulatórios de teste). O caso de sucesso é um instrumento em moeda local, a *InfraCredit* nigeriana, que garantiu 158,8 bilhões em títulos de infraestrutura em moeda local e conectou fundos de pensão domésticos à infraestrutura sem exposição cambial. Há também um alerta de risco: na Zâmbia, operações internacionais amparadas em *de-risking* absorveram a demanda por crédito dos melhores tomadores e deslocaram o crédito bancário doméstico, que registrou queda de 8%. O alerta é de desenho: os instrumentos devem operar através do sistema financeiro local, fortalecendo bancos, cooperativas e agências de fomento, e não em competição com eles. Por fim, a experiência do projeto *Unlocking Forest Finance (UFF)*, que tentou estruturar mecanismos de financiamento para paisagens sustentáveis no Acre, em Mato Grosso e no Peru entre 2013 e 2019, mostra que, sem projetos maduros, assistência técnica, salvaguardas ambientais e coordenação local, a operação simplesmente não fecha: nenhum mecanismo foi implantado durante a vigência do projeto, embora suas lições tenham influenciado agendas públicas estaduais.

O Quadro 2 sintetiza os principais aprendizados e desafios dessa experiência acumulada e o que cada um significa para o desenho brasileiro.

Quadro 2. Principais aprendizados e desafios da experiência internacional

Aprendizado ou desafio	Implicação para o Brasil
A mobilização privada real é menor do que o discurso sugere. Cerca de 73% dos fluxos globais têm origem pública e a alavancagem privada efetiva é de US\$ 1,8 por dólar concessional.	Trabalhar com expectativas realistas e medir apenas o capital genuinamente privado e adicional mobilizado.
A alocação se concentra no que já é bancável: 74% em países de renda média, 88% em infraestrutura e serviços financeiros, 83% em grandes atores.	Direcionar o capital catalítico para onde o mercado não chega, com critérios explícitos e auditáveis de adicionalidade.
O modelo dominante tende a socializar perdas e privatizar ganhos.	Adotar tetos de exposição pública, cláusulas de <i>clawback</i> e participação pública nos ganhos excedentes nas posições de <i>equity</i> , com recalibragem de condições nas posições de dívida.
<i>Pipeline</i> de origem pública funciona: os modelos REIPPPP (África do Sul) e <i>SDG Indonesia One</i> ancoram a seleção de projetos no planejamento estatal.	Ancorar as carteiras prioritárias nos planos públicos, com seleção competitiva baseada em regras e condicionalidades de missão.
Governança e <i>pipeline</i> mobilizam mais capital do que a mera flexibilização regulatória, segundo a evidência africana recente.	Investir em capacidade institucional e preparação de projetos antes de flexibilizar regras.
Garantias em moeda local estão entre os instrumentos mais eficientes, como demonstra a <i>InfraCredit</i> nigeriana. Na Zâmbia, porém, o <i>de-risking</i> mal calibrado absorveu a demanda dos melhores tomadores e deslocou o crédito bancário doméstico.	Priorizar garantias e instrumentos em moeda local operando através do sistema financeiro doméstico, e não em substituição a ele. Isso porque projetos locais não sempre têm capacidade para gerenciar o risco cambial associado a financiamento em moeda estrangeira.
A transparência do setor é frágil: estruturas, taxas, retornos e impactos raramente são divulgados de forma clara e comparável.	Estabelecer, desde o início, um padrão nacional de divulgação obrigatória, transformando informação em vantagem competitiva.
O setor opera de forma artesanal, caso a caso, com altos custos de transação.	Padronizar cláusulas contratuais, métricas e plataformas de execução compartilhadas.
Sem projetos maduros, assistência técnica e coordenação local, a operação não fecha (lição do UFF no Acre, em Mato Grosso e no Peru).	Financiar a preparação de projetos e a articulação institucional local desde o desenho, e não como complemento posterior.

Fonte: elaboração própria.

Em síntese, a experiência internacional recomenda tratar o *blended finance* menos como promessa automática de alavancagem e mais como uma tecnologia institucional de gestão de risco, cujo sucesso deve ser medido pela adicionalidade real, pela qualidade do capital atraído e pela capacidade de produzir resultados públicos verificáveis.



4. A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA: SESSENTA ANOS DE *BLENDED FINANCE* DOMÉSTICO

4.1 UMA AGENDA ANTIGA COM NOME NOVO

Embora o termo *blended finance* tenha se popularizado no Brasil apenas nos últimos dez anos, a lógica subjacente, a de usar recursos públicos para induzir aplicação privada em áreas de interesse público, redistribuindo risco entre Estado e mercado, é parte estruturante do financiamento do desenvolvimento brasileiro desde, pelo menos, a década de 1960. Reconhecer essa herança importa por três razões. Primeiro, demonstra que o instrumento é compatível com o ordenamento jurídico-financeiro brasileiro. Segundo, oferece evidência empírica do que funciona e do que não funciona no contexto nacional, em escala bem maior do que a de qualquer caso internacional já avaliado. Terceiro, identifica os ativos institucionais existentes que podem ser mobilizados sem necessidade de reinventar a arquitetura. Os dois grandes casos, o SNCR e o SFH, são tratados a seguir não como exercício historiográfico, mas como repositório de lições estruturais para o desenho contemporâneo.

4.2 O SISTEMA NACIONAL DE CRÉDITO RURAL (SNCR)

A criação do SNCR pela Lei 4.829, de 1965, foi a resposta institucional a um diagnóstico explícito: a agricultura brasileira, sazonal, climaticamente exposta e com horizontes longos, não conseguia ser financiada pelo sistema bancário privado sem o apoio de legislação própria. O contexto combinava a crise de abastecimento dos centros urbanos na primeira metade dos anos 1960 e a necessidade de modernizar a base técnica da agricultura. Em linguagem moderna, a lei reconhecia uma falha de mercado decorrente do perfil de risco do setor e desenhava uma arquitetura institucional para redistribuir esse risco entre Tesouro, bancos e produtores.

A arquitetura do SNCR é, retrospectivamente, um caso de livro-texto de *blended finance* em escala sistêmica, combinando há sessenta anos cinco elementos articulados. O primeiro é o capital catalítico via Tesouro, por meio da equalização de juros, pela qual a União cobre a diferença entre as taxas controladas pagas pelo produtor e o custo de captação dos bancos, garantindo o *spread* independentemente do mercado. O segundo é o direcionamento de *funding* privado, com uma parcela compulsória dos depósitos à vista dos bancos comerciais destinada ao crédito rural, instrumento regulatório que aciona capital privado de forma obrigatória. O terceiro é a diversificação de operadores, com Banco do Brasil, Banco do Nordeste, Banco da Amazônia, BNDES, bancos privados e, cada vez mais, cooperativas de crédito. O quarto são as camadas de garantia e seguro, com Pronaf, Proagro e a subvenção ao prêmio do seguro rural, a peça mais explicitamente de *de-risking* do sistema, que transfere o risco climático e produtivo para o Tesouro. O quinto é a governança técnica, com o Conselho Monetário Nacional definindo as regras anuais, o Banco Central operacionalizando o sistema e o Ministério da Agricultura definindo o Plano Safra.

Os resultados em escala estão entre os maiores do mundo para um sistema de crédito direcionado. A safra 2021/2022 disponibilizou R\$ 251,2 bilhões e a safra 2025/2026 ultrapassou R\$ 500 bilhões, com aproximadamente um quarto desses recursos operando sob alguma forma de subsídio direto ou implícito. A transformação do Brasil em potência agroexportadora teve no SNCR um de seus pilares, ao lado da Embrapa. O sistema também acumulou, porém, distorções que servem de alerta. A maior parte dos recursos subsidiados foi historicamente captada por médios e grandes produtores já capitalizados, e o Pronaf, criado em 1996 justamente como resposta a essa distorção, enfrenta ele próprio concentração regional e setorial. As decisões anuais do Plano Safra são objeto de intensa negociações para conciliar interesses de diversos grupos. . Ao longo do tempo, o sistema passou a incorporar de forma mais estruturada critérios e condicionantes ambientais, processo reforçado pela Resolução CMN nº 4.882, de 2020.

Cinco lições do SNCR são diretamente aplicáveis à agenda contemporânea. O mandato político estável é pré-condição: o sistema atravessou seis décadas porque foi estabelecido em lei orgânica, e agendas que dependem de portarias estão vulneráveis a ciclos políticos. A diversificação de operadores reduz a captura. Os critérios de elegibilidade precisam ser blindados, com monitoramento independente e revisão periódica, sob pena de erosão da adicionalidade. As salvaguardas socioambientais devem ser estruturais, incorporadas ao desenho como condição de elegibilidade, e não camada acrescentada depois. E a capacidade técnica do regulador é fundamental: a sofisticação do SNCR só é viável porque CMN e Banco Central têm equipes robustas.



4.3 O SISTEMA FINANCEIRO DA HABITAÇÃO (SFH)

Criado pela Lei 4.380, de 1964, com o Banco Nacional da Habitação (BNH) como órgão central, o SFH teve por finalidade promover a construção e a aquisição da casa própria, especialmente pelas classes de menor renda. A mesma lei instituiu a correção monetária, instrumento fundamental para viabilizar contratos de longo prazo em ambiente de inflação alta. A arquitetura original combinava cinco elementos: uma fonte de capital com custo controlado e função social explícita, o FGTS, criado em 1966 com os depósitos compulsórios de 8% do salário dos trabalhadores formais, uma fonte de capital privado direcionado, o Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo (SBPE), obrigado a aplicar historicamente 65% da captação da poupança em crédito imobiliário, instrumentos de garantia robustos, subsídios focalizados nas famílias de menor renda e um mecanismo de gestão de risco, o Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), que cobria o saldo devedor residual em caso de descasamento entre a correção dos contratos e a variação dos salários.

A escala alcançada faz do SFH uma das maiores políticas habitacionais já implementadas em um país em desenvolvimento: aproximadamente 13 milhões de unidades financiadas ao longo de seis décadas, considerando os marcos sucessivos do BNH, do PAR e, principalmente, do Minha Casa Minha Vida, que sozinho viabilizou cerca de 6 milhões de unidades entre 2009 e 2020. Em 2025, isoladamente, o FGTS concedeu R\$ 136,8 bilhões em empréstimos habitacionais.

A história do sistema não é linear, e sua crise é tão instrutiva quanto seu sucesso. Nos anos 1980, com hiperinflação e queda real dos salários, a correção monetária dos saldos devedores descolou-se da correção dos salários dos mutuários, provocando inadimplência massiva e judicialização. O FCVS, que deveria cobrir os saldos residuais, acumulou um rombo bilionário, e o BNH foi extinto em 1988, com suas funções e seu passivo absorvidos pela Caixa Econômica Federal. É um caso clássico de descasamento entre passivo e ativo, e a lição é dura: estruturas de *blended finance* de longo prazo precisam de mecanismos robustos de gestão de risco macroeconômico, não apenas microeconômico. Os anos 1990 e 2000 reconstruíram a arquitetura peça a peça: o Sistema Financeiro Imobiliário, criado em 1997, introduziu a alienação fiduciária moderna como garantia padrão e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) criaram um mercado de capitais para a securitização dos créditos, e o Minha Casa Minha Vida, a partir de 2009, articulou FGTS, orçamento e SBPE em arquitetura combinada.

As lições do SFH complementam as do SNCR em pontos que este não toca. Combinar uma fonte estável e barata (FGTS) com uma fonte voluntária e direcionada (SBPE) funciona em escala, e o análogo contemporâneo poderia combinar Fundo Clima ou FNDR com tratamento prudencial adequado e incentivos bem desenhados. Garantias simples e juridicamente sólidas, como a alienação fiduciária, valem mais do que volume de capital catalítico. A securitização é catalisadora de escala, conectando a poupança institucional de longo prazo aos projetos. A gestão do risco macro precisa ser desenhada desde o início, como mostra a cicatriz do FCVS. E operadores especializados são vantagem comparativa: a expertise acumulada pela Caixa em crédito imobiliário social é um ativo nacional deslocável, com adaptação, para outras políticas socioambientais.

4.4 OUTROS MECANISMOS DA HERANÇA INSTITUCIONAL

Além dos dois grandes sistemas, quatro mecanismos completam a herança brasileira. Os Fundos Constitucionais de Financiamento (FNO, FNE e FCO), operados pelo Banco da Amazônia, pelo Banco do Nordeste e pelo Banco do Brasil, funcionam há mais de três décadas como capital concessional regional com adicionalidade geográfica explícita, em escala relevante: o FNE, sozinho, concedeu R\$ 52,6 bilhões em 2025. O Fundo Garantidor para Investimentos (FGI), operado pelo BNDES, é o exemplo doméstico mais puro de *de-risking*, com capital catalítico atuando exclusivamente como absorvedor de risco de crédito, sem desembolso direto. A equalização de juros via Tesouro Nacional, cujos volumes anuais no Plano Safra ultrapassam R\$ 15 bilhões, é a forma mais transparente de subsídio, com rastro fiscal explícito. O Fundo Clima, gerido pelo BNDES e pelo Ministério do Meio Ambiente, bem como o programa *Eco Invest*, são os veículos brasileiros mais alinhados à agenda contemporânea de *blended finance* climático e candidato natural a articular-se com o FNDR.

A tese da herança institucional é direta: o Brasil não precisa criar instrumentos de *blended finance* do zero. Precisa sistematizar, articular e modernizar uma arquitetura existente, adaptando-a às prioridades socioambientais contemporâneas.

A transição para uma agenda nacional é uma reforma incremental sobre ativos existentes, não um salto institucional para o desconhecido. Uma iniciativa recente dessa trajetória, o programa *Eco Invest* Brasil, é resumida no quadro a seguir.

Quadro 3. O *Eco Invest* e complementaridade com o FNDR

Dois programas federais completam o quadro contemporâneo. O *Eco Invest* Brasil, conduzido pelo Ministério da Fazenda em parceria com o Ministério do Meio Ambiente e Mudança do Clima, combina linhas de capital catalítico e de proteção cambial, alocadas por leilões competitivos entre instituições financeiras, para mobilizar capital externo em projetos de transformação ecológica.

O Fundo Clima, criado pela Lei 12.114 de 2009 e operado pelo BNDES, oferece crédito concessional em volumes recordes para mitigação e adaptação.

Ambos atacam prioritariamente o custo do capital, mas o *Eco Invest* já introduz uma lógica de mitigação de risco nos seus mais recentes leilões, de uma forma particularmente inovadora: o Tesouro, via programa *Eco Invest*, preserva o capital catalítico provido aos bancos comerciais pedindo a sua aplicação em ativos de baixo risco e alta liquidez, e deixa utilizar apenas o rendimento (*o float*) dessa aplicação para constituir um colchão que pode ser usado para a absorção de primeiras perdas das operações.

A vantagem estrutural desse arranjo é que o Tesouro não corre o risco de inadimplência dos projetos financiados — quem carrega o risco de desempenho na ponta final é a classe de investidores privados —, o que blindas as contas públicas contra calotes sem comprometer o principal.

A contrapartida é que o modelo é intrinsecamente dependente do ciclo de juros e do tempo: como a proteção é financiada pelo carregamento do capital, o colchão só se constitui de forma gradual e a uma velocidade proporcional à taxa de juros vigente, de modo que, em ambientes de juros mais baixos, a capacidade de blindar novas operações de alto impacto socioambiental se forma mais lentamente.

É nesse contraste que se insere a proposta desenvolvida mais adiante. O FNDR, tratado na seção seguinte, pode ser mobilizado de forma complementar ao *Eco Invest* como fonte de capital de *de-risking* para finanças sustentáveis. Em essência, ao empregar os recursos do fundo diretamente como capital de *de-risking* — e não apenas o seu rendimento —, entra-se numa lógica de instrumento de política pública, na qual o aporte é tratado como gasto orçamentário, sujeito a uma avaliação prévia da adequação do uso desses recursos aos objetivos de políticas públicas, e não como aplicação financeira preservada. Isso implica um custo fiscal direto, mas abre a possibilidade de mobilizar um volume de capital de *de-risking* substancialmente maior e de maneira mais imediata, sem depender da acumulação progressiva do *float*.

5. O POTENCIAL DO FNDR: A REFORMA TRIBUTÁRIA COMO VETOR DE *BLENDED FINANCE* TERRITORIAL

5.1 O QUE É O FNDR E COMO ELE FUNCIONA

A Reforma Tributária aprovada em 2023, por meio da Emenda Constitucional 132, criou o Fundo Nacional de Desenvolvimento Regional (FNDR) como mecanismo de mitigação dos impactos regionais da unificação dos impostos sobre o consumo em um IVA dual. Como a Reforma desloca a tributação da origem para o destino e reduz drasticamente as possibilidades de renúncia fiscal, criou-se um fundo federal de redistribuição para cumprir o mandato constitucional de redução das desigualdades regionais. O FNDR nasceu, portanto, com finalidade compensatória. Em virtude de suas dimensões, de sua arquitetura federativa e de seu mandato constitucional, porém, ele configura potencialmente a maior fonte estruturada de capital com potencial catalítico anunciada na história fiscal brasileira recente.

Os aportes federais partem de R\$ 8 bilhões em 2029, sobem em degraus anuais de R\$ 8 bilhões até atingir R\$ 40 bilhões em 2033 e, a partir daí, crescem R\$ 2 bilhões por ano até o teto de R\$ 60 bilhões em 2043. Em valores reais de 2023, o acumulado no período 2029-2043 é da ordem de R\$ 700 bilhões. A distribuição segue duas chaves combinadas: 70% conforme os coeficientes do Fundo de Participação dos Estados e 30% conforme a participação populacional de cada unidade da federação. Os recursos podem ser aplicados em três finalidades constitucionais, estudos, projetos e obras de infraestrutura, fomento a atividades produtivas com elevado potencial de geração de emprego e renda, incluindo subvenções, e ações de desenvolvimento científico, tecnológico e de inovação, com a determinação de que os estados priorizem projetos com ações de preservação do meio ambiente.

Tabela 1. Aportes federais ao FNDR (R\$ bilhões, valores de 2023)

Ano	Aporte anual	Acumulado
2029	8	8
2030	16	24
2031	24	48
2032	32	80
2033	40	120
2034 a 2043	crescimento de R\$ 2 bi ao ano, até 60	aprox. 700

Fonte: EC 132/2023.



© Adriano Gambarini / WWF-Brasil

5.2 A GEOGRAFIA DA REDISTRIBUIÇÃO

Contrariamente à narrativa simplificada de um fundo para o Norte e o Nordeste, os maiores beneficiários absolutos do FNDR são, em ordem decrescente, Bahia (7,88% do fundo), São Paulo (7,16%), Minas Gerais (6,47%), Pernambuco (5,82%), Pará (5,77%), Ceará (5,73%) e Maranhão (5,68%), com a presença de São Paulo e Minas explicada pelo peso populacional na chave de 30%. O efeito redistributivo aparece com clareza no quociente locacional, a razão entre a participação de cada estado no fundo e sua participação no PIB nacional: Acre, Amapá e Roraima recebem entre nove e doze vezes sua parcela proporcional ao PIB, enquanto São Paulo, Distrito Federal, Rio de Janeiro, Santa Catarina e Rio Grande do Sul são contribuintes líquidos em termos relativos.

Essa geografia importa para o desenho. Os recursos chegarão simultaneamente em volumes absolutos relevantes para estados com ecossistemas de investimentos mais consolidados, e em volumes proporcionalmente transformadores para estados do Norte e do Nordeste, onde existe uma oportunidade singular de ampliar o acesso a instrumentos financeiros inovadores e acelerar investimentos em desenvolvimento sustentável. Para que esse potencial se concretize plenamente, será fundamental que a alocação dos recursos seja acompanhada por planejamento técnico e institucional adequado, capaz de identificar prioridades, estruturar projetos de qualidade e articular diferentes níveis de governo e atores do mercado. Dessa forma, os recursos poderão não apenas viabilizar investimentos específicos, mas também maximizar os benefícios sociais, ambientais e econômicos gerados pelo capital catalítico. Essa capacitação técnica e institucional é financiável pelo próprio fundo e deve integrar o desenho desde o início.

5.3 O QUE DIZEM AS SIMULAÇÕES E A ADVERTÊNCIA DO “*BUSINESS AS USUAL*”

As simulações em equilíbrio geral computável conduzidas pelo NEREUS-USP oferecem o diagnóstico técnico mais bem fundamentado disponível. Considerando o efeito conjunto da alocação e do financiamento do fundo, o impacto líquido do FNDR sobre o PIB nacional é levemente negativo, de -0,21%: o resultado é redistributivo no espaço, com o Norte ganhando 0,13 ponto percentual de participação no PIB nacional e o Nordeste 0,27 ponto, mas custa eficiência sistêmica. A cifra deve ser contextualizada: a eliminação de distorções tributárias promovida pela Reforma produz, isoladamente, ganho estimado de 3,64% do PIB, de modo que o FNDR não anula os ganhos da Reforma, apenas os modera em troca de redistribuição regional. As simulações também estimam ganhos de capital de aproximadamente R\$ 76 bilhões em uma área contígua que reúne todos os estados do Norte e do Nordeste, mais São Paulo e Mato Grosso, e mostram que o fundo compensa parcialmente as perdas de arrecadação dos estados com a migração da tributação para o destino.



© Eduardo Aigner / WWF-Brasil

O ponto analítico mais relevante, porém, é a advertência operacional dos autores: será importante garantir que os recursos do FNDR sejam destinados a projetos com potencial de aumento da produtividade local e regional, para que não se tornem apenas uma fonte adicional de receitas para os governos regionais. A hipótese implícita no desenho, de que a disponibilidade de recursos levará naturalmente à seleção dos investimentos de maior impacto transformador, não deve ser tomada como automática. A experiência brasileira com instrumentos de desenvolvimento regional sugere que os resultados dependem não apenas do volume de recursos mobilizados, mas também da qualidade da arquitetura institucional que orienta sua aplicação. O FNDR oferece a oportunidade de combinar a escala financeira de mecanismos tradicionais com instrumentos mais sofisticados de indução, coordenação e alavancagem de investimentos. É exatamente nesse espaço que a moldura do *blended finance* se torna decisiva.

5.4 O FNDR COMO CAPITAL CATALÍTICO TERRITORIAL

O FNDR não é capital concessional por natureza, pois sua origem é a de uma transferência fiscal. A pergunta operacional é se será utilizado como capital catalítico de redução de risco territorial, gerando bancabilidade onde hoje não há, ou como transferência direta, sustentando gastos convencionais. Se aplicado com lógica de *de-risking*, dentro das finalidades já permitidas pelo texto constitucional, o fundo pode operar quatro funções complementares. A primeira é o aporte de capital *first-loss* em fundos estaduais de impacto: o estado subscreve cotas subordinadas de fundos com tese socioambiental geridos por gestoras selecionadas em chamamento público, as cotas seniores são adquiridas por investidores institucionais e a inadimplência é absorvida primeiro pelo capital público. O modelo é juridicamente conhecido e cabe nos limites da Lei 14.133/2021 e da Resolução CVM 175. A segunda é a capitalização de fundos garantidores estaduais, replicando a lógica do FGI federal para o tecido econômico de cada estado, com alavancagem fiscal alta e baixo atrito regulatório. A terceira é o capital subordinado em arranjos federativos, sob coordenação de BNDES, BNB ou BASA, para carteiras de interesse interfederativo, como corredores logísticos sustentáveis e programas estaduais de saneamento. A quarta é a equalização de juros e o pagamento por resultados setoriais,

no modelo do Plano Safra, mas com foco em setores específicos de interesse de cada Estado.

Em qualquer dos quatro arranjos, o ponto crítico é o mesmo: o FNDR pode atuar como camada de absorção de risco que torna bancáveis projetos com viabilidade econômica, mas que hoje não atraem capital privado, sobretudo pela ausência de histórico consolidado de determinados setores, como por exemplo nas cadeias de restauração, da transição agrícola ou da bioeconomia. A dimensão territorial entra como segundo fator, pois o desenho territorial do fundo permite direcionar essa capacidade de mitigação de riscos para regiões onde seu potencial transformador é maior, integrando desde a origem objetivos de desenvolvimento regional, sustentabilidade e crescimento econômico. Além disso, a capacitação técnica deve ser parte integrante do desenho, financiável pelo próprio fundo, e não um pré-requisito a ser esperado.

Quanto ao potencial de mobilização, mesmo sob a alavancagem conservadora de 2 para 1, em linha com os *benchmarks* internacionais para mercados em formação, o potencial é de bilhões anuais de investimento privado mobilizado.

5.5 CONDIÇÕES DE DESENHO

A conversão do FNDR em vetor de *blended finance* depende de condições de desenho que a experiência internacional indica serem as mais determinantes. A primeira é a origem do *pipeline*. A crítica estrutural ao modelo global dominante é que a origem liderada por patrocinadores privados introduz um viés sistemático em favor do que já é comercialmente viável. A lição operacional é que as carteiras prioritárias elegíveis a estruturas híbridas devem ser definidas pelos instrumentos de planejamento dos entes receptores, os PPAs estaduais, os planos de desenvolvimento e os planos de clima e bioeconomia, e selecionadas por processos competitivos baseados em regras, no modelo do REIPPPP e da *SDG Indonesia One*, com condicionalidades de missão, como conteúdo local, emprego e compromissos socioambientais verificáveis, integradas aos contratos como contrapartida do acesso ao capital catalítico.

A segunda condição é a disciplina de partilha de riscos e retornos, para evitar que o fundo socialize perdas e privatize ganhos. A regulamentação deve incorporar *tranches first-loss* com teto explícito de perdas, garantias com prazo determinado, gatilhos precisos e taxas proporcionais ao risco, cláusulas de *clawback* que recalibrem os termos concessionais quando o retorno realizado exceder limiares pré-acordados, participação pública nos ganhos excedentes proporcional ao risco carregado

e preferência por instrumentos contingentes, que só desembolsam se o risco se materializar, sobre subsídios incondicionais. A terceira condição é a gestão em nível de portfólio, e não apenas projeto a projeto: carteiras estaduais diversificadas em que operações comercialmente atrativas subsidiem cruzadamente iniciativas pioneiras de maior risco, mantendo a exposição fiscal agregada dentro de limites definidos. Na prática, isso significa um veículo estadual único, ou poucos veículos por janela temática, com limite agregado de exposição fixado na LDO e capacidade de coinvestir com atores privados em estrutura de classes dentro de instrumentos de mercado (FIDC, CRA, etc.) e acompanhamento colegiado com relatório de exposição consolidada. Por fim, para que a alavancagem reportada tenha significado, ela deve contabilizar apenas o capital genuinamente privado, excluindo recursos de bancos públicos, fundos constitucionais e FGTS que componham as estruturas. Porém, existe a possibilidade, e uma grande oportunidade, de combinar diferentes mecanismos públicos para atrair capital privado. Por exemplo, instrumentos de mitigação de risco apoiados pelo FNDR podem ser articulados com mecanismos de redução de custo de capital oferecidos pelo Fundo Clima ou pelo programa Eco Invest, criando estruturas mais robustas e eficientes. Essa combinação pode ampliar significativamente a atratividade dos projetos e abrir caminho para a mobilização de capital privado em escala ainda maior.



5.6 O AGRUPAMENTO MATOPIBA COMO JANELA NATURAL DE PILOTAGEM

Dentre as configurações geográficas possíveis para um piloto do FNDR em arquitetura híbrida, o agrupamento MATOPIBA (Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia) reúne uma combinação rara de quatro vantagens estruturais. A primeira é o volume excepcional de capital: os quatro estados somados captam 19,77% do fundo, quase um quinto, o que representa R\$ 7,9 bilhões anuais em regime permanente e R\$ 23,7 bilhões acumulados nos cinco primeiros anos, volume 1,9 vez superior ao total combinado de Sul e Centro-Oeste. A segunda é a sobreposição geográfica direta com o Cerrado e as bordas amazônicas: o MATOPIBA é a principal fronteira agrícola em expansão do país, exatamente o território onde o *trade-off* entre expansão produtiva convencional e conservação é mais agudo e onde estruturas dedicadas a bioeconomia, restauração de pastagens degradadas e cadeias de baixa emissão têm maior demanda potencial. A terceira é a base institucional pré-existente, com Embrapa, BNB, BASA, Banco do Brasil e atores filantrópicos e do terceiro setor com presença ativa na região. A quarta é a heterogeneidade interna útil para teste: a diversidade dos estados e suas experiências únicas permite um grande aprendizado, replicável para os demais estados brasileiros.

Tabela 2. Detalhamento MATOPIBA (R\$ milhões, valores de 2023)

Estado	Share	2029	2033	Acum. 2029-33
Bahia	7,88%	630,5	3.152,4	9.457
Maranhão	5,68%	454,4	2.272,0	6.816
Piauí	3,59%	287,0	1.435,2	4.306
Tocantins	2,62%	209,7	1.048,5	3.145
MATOPIBA (total)	19,77%	1.581,5	7.907,9	23.723

Fonte: EC 132/2023, LC 143/2013 e Censo IBGE 2022.



5.7 A JANELA DE DECISÃO

A janela é estreita. A regulamentação do FNDR via Lei Complementar ocorrerá entre 2026 e 2028, e os primeiros aportes começam em 2029. Os critérios de aplicação, as cláusulas de governança e os mecanismos de prestação de contas serão definidos nesse intervalo. Quatro pré-condições devem ser endereçadas em paralelo. **O marco regulatório deve reconhecer explicitamente o uso dos recursos em arquitetura de *blended finance*, pois, sem essa autorização, gestores estaduais avessos a risco fiscal tenderão à aplicação convencional.** A capacidade técnica nos estados precisa ser construída com programa nacional de capacitação, modelos contratuais padronizados e plataformas de execução compartilhadas. Os bancos públicos e o Tesouro precisam ser parte estruturante do desenho, como gestores fiduciários, agentes de garantia e originadores de *pipeline*, em coordenação com o Comitê Gestor do IBS. E um sistema nacional de monitoramento, com transparência sobre alocação, retornos e adicionalidade, é a única mitigação efetiva contra o risco de *business as usual* apontado pelas simulações. Em paralelo à regulamentação do FNDR, o Brasil passou a liderar a estruturação de um segundo instrumento de capital catalítico de escala estrutural, desta vez internacional, resumido no quadro a seguir. A coincidência geográfica e temporal entre os dois é um dos pontos mais original e subexplorado da agenda brasileira de finanças sustentáveis.

Quadro 4.

O Tropical Forests Forever Facility (TFFF) e a sinergia com o FNDR

Lançado em 6 de novembro de 2025, na Cúpula de Líderes da COP30 em Belém, o TFFF é o primeiro veículo global de *blended finance* climático com governança liderada pelo Brasil. A lógica econômica é simples: países tropicais que mantêm sua cobertura florestal acima de níveis verificáveis, com desmatamento abaixo de limites pré-estabelecidos, recebem pagamentos periódicos por hectare conservado, verificados por monitoramento via satélite. A estrutura financeira que viabiliza esses pagamentos é tipicamente híbrida: a capitalização-alvo de US\$ 125 bilhões organiza-se em uma *tranche sênior* de US\$ 100 bilhões, destinada a investidores privados com retorno de mercado, e uma *tranche júnior (sponsor)* de US\$ 25 bilhões, destinada a governos e filantropia, subordinada e com função de *first-loss*. O capital catalítico soberano-filantrópico absorve o risco financeiro de portfólio e o risco político de longo prazo, viabilizando a entrada do capital privado em uma classe de ativo que, isoladamente, não atrairia mandato institucional convencional. É um exercício canônico da tese central deste estudo: *blended finance* é, primordialmente, engenharia de risco.

Ao encerramento da COP30, o TFFF havia mobilizado US\$ 6,7 bilhões em compromissos soberanos e o apoio formal de 66 países. O Banco Mundial foi confirmado como *trustee* e o Conselho Interino é co-presidido por Brasil e Noruega. Os principais aportes anunciados foram os da Noruega, com US\$ 3 bilhões em dez anos sob condições, de Brasil e Indonésia, com US\$ 1 bilhão cada, da Alemanha, com 1 bilhão de euros, e da França, com até 500 milhões de euros. Os riscos de execução não são desprezíveis: subcapitalização, pois os compromissos atuais estão distantes da meta de US\$ 25 bilhões da *tranche sponsor*, transição de governança em 2026-2027, dificuldades de mensuração e adicionalidade, risco moral e risco de *greenwashing*.

Para a agenda brasileira, o Brasil torna-se simultaneamente desenhador, contribuinte e potencial receptor dos fluxos. Como receptor, os pagamentos fluirão prioritariamente para os estados amazônicos, e sete dos nove estados da Amazônia Legal estão entre os maiores receptores proporcionais do FNDR. A sinergia é estrutural: o FNDR gera fluxo de receita estadual sem condicionalidade ambiental explícita, embora com priorização constitucional do meio ambiente, e o TFFF gera fluxo condicionado a desempenho ambiental verificável. Combinados, viabilizam estruturas de longo prazo em que o FNDR aporta o capital catalítico inicial, como *first-loss* e garantias, e o TFFF complementa o fluxo de caixa dos projetos de conservação e bioeconomia à medida que os pagamentos se materializam. Um fundo estadual amazônico com cotas subordinadas do FNDR e retorno parcialmente vinculado a pagamentos futuros do TFFF ofereceria aos investidores privados uma estrutura com dupla âncora pública, uma estadual e uma multilateral. A janela de articulação dos dois instrumentos coincide: 2026-2028. Bem articulados, podem sustentar a maior arquitetura nacional de *blended finance* climático e territorial já estruturada em um país em desenvolvimento. Tratados como agendas paralelas, podem produzir duplicação institucional e fragmentação de governança.

6. ANÁLISE DE VIABILIDADE

A aplicação combinada dos quatro critérios permite identificar algumas frentes com maior potencial para orientar uma agenda inicial, sem que isso implique uma definição fechada ou permanente de prioridades.

Entre elas estão o apoio a atividades econômicas sustentáveis e ao uso responsável dos recursos naturais, a ampliação da infraestrutura e dos serviços essenciais e o fortalecimento da resiliência dos territórios diante das mudanças climáticas. Essas frentes reúnem elevada relevância pública, necessidade expressiva de investimentos e riscos que podem ser parcialmente enfrentados por instrumentos de capital catalítico, garantias, compartilhamento de riscos, assistência técnica e pagamentos vinculados a resultados. Sua priorização concreta, contudo, deverá considerar os diferentes contextos territoriais, os objetivos das políticas públicas envolvidas, a maturidade dos projetos e as possibilidades de articulação entre fontes de financiamento nacionais e internacionais.

1. VIABILIDADE DE MERCADO.

O mercado brasileiro de capitais é o mais profundo da América Latina, com cerca de R\$ 9,2 trilhões em patrimônio sob gestão na indústria de fundos ao final de 2024 e estoque de FIDCs superior a R\$ 600 bilhões. Há base de capital privado robusta e veículos jurídicos consolidados. O gargalo não é o volume agregado, é a alocação para impacto socioambiental, ainda pequena, mas crescente.

3. VIABILIDADE FISCAL.

É a questão mais sensível e mais frequentemente mal interpretada, com duas faces. De um lado, o *blended finance* bem desenhado pode reduzir o custo fiscal de uma política: para investir R\$ 1 bilhão em saneamento, o Estado pode aportar o valor integral ou aportar R\$ 200 milhões como capital catalítico que mobiliza R\$ 800 milhões privados, liberando espaço fiscal para outras prioridades, cálculo que depende crucialmente da adicionalidade do capital mobilizado. De outro lado, o instrumento pode esconder custo fiscal não quantificado: garantias, *first-loss* e equalização produzem passivos contingentes que precisam ser contabilizados, provisionados e divulgados com o mesmo rigor das despesas correntes, com avaliações atuariais periódicas. O ponto é particularmente sensível no contexto do FNDR, cuja escala potencial demanda contabilidade fiscal robusta.

2. VIABILIDADE INSTITUCIONAL.

É inequivocamente alta, em face do longo histórico brasileiro com a mesma lógica subjacente. O país dispõe de bancos públicos federais com balanço, expertise e mandato compatíveis (BNDES, Caixa, Banco do Brasil, BNB, BASA), bancos regionais de desenvolvimento, fundos constitucionais e setoriais consolidados, reguladores tecnicamente sofisticados (CVM, Banco Central, Susep) e um ecossistema de gestoras e estruturadoras com massa crítica. O ponto de atenção é a coordenação: a institucionalidade está fragmentada, com cada banco, fundo e regulador operando em seu eixo. Uma agenda nacional exige uma instância de coordenação efetiva, capaz de alinhar produtos, métricas, critérios e cronogramas. Sem ela, a soma das partes será menor do que o potencial agregado.

4. VIABILIDADE REGULATÓRIA E JURÍDICA.

O ordenamento brasileiro acomoda, em larga medida, as estruturas típicas de *blended finance*, com pontos de atenção. A Lei de Responsabilidade Fiscal exige rito específico para garantias públicas e a contabilização de garantias, *first-loss* e equalização como passivos contingentes. A Lei de Licitações e Contratos (Lei 14.133/2021) viabiliza os chamamentos públicos para selecionar estruturadores. A Resolução CVM 175 modernizou o regime de fundos e abriu espaço para inovações, e a taxonomia verde brasileira em desenvolvimento criará o referencial para a identificação de ativos elegíveis. A consolidação das salvaguardas socioambientais em um padrão nacional facilitaria a entrada de investidores institucionais sujeitos a regras internacionais.

7. RISCOS, LIMITAÇÕES E CUIDADOS



A apresentação das seções anteriores foi deliberadamente construtiva.

A literatura especializada e a experiência comparada, porém, apontam riscos que não podem ser ignorados, sob pena de o entusiasmo institucional substituir a análise. Esta seção os sistematiza não para desaconselhar a agenda, mas para informar seu desenho.

ADICIONALIDADE QUESTIONÁVEL É O PONTO CEGO MAIS CRÍTICO.

A crítica mais consistente da literatura é que muitas operações classificadas como *blended finance* teriam sido financiadas de qualquer forma pelo capital privado. Quando isso ocorre, o capital concessional torna-se uma transferência líquida do contribuinte para o investidor. No contexto do FNDR, essa crítica assume forma específica: o risco de reciclagem de capital público. Como as estruturas brasileiras tenderão a combinar FNDR, bancos públicos, fundos constitucionais e, em alguns arranjos, FGTS, há risco concreto de que a mobilização reportada seja composta majoritariamente por camadas sucessivas de capital público, reproduzindo domesticamente o padrão global. As salvaguardas são duas: a contabilidade de mobilização deve segregar o capital privado genuíno, com as metas regulatórias referidas a ele, e o uso de recursos concessionais para reduzir o risco de operações que já estariam na carteira dos próprios bancos públicos deve ser objeto de escrutínio específico.

PRIVATIZAÇÃO DE GANHOS E SOCIALIZAÇÃO DE PERDAS.

É a crítica mais política e a mais incômoda. Na estrutura *first-loss*, o investidor privado tem o risco limitado pelo colchão público, enquanto o setor público assume o downside da carteira. Esse padrão pode ser eficiente quando o capital mobilizado é genuinamente adicional e o benefício social é proporcional, mas pode ser distorcido quando o subsídio excede o necessário. A linha entre as duas situações é tênue e depende da disciplina técnica do desenho. Um corolário institucional brasileiro merece registro: com recursos do FNDR distribuídos por 27 unidades federativas e múltiplos operadores potenciais, há risco de competição concessional entre bancos públicos, uma corrida em que instituições disputam as mesmas operações oferecendo subsídio crescente. A resposta é metodologia comum de concessionalidade mínima, regras compartilhadas de divulgação e coordenação explícita entre operadores. Em paralelo, a evidência internacional de deslocamento do crédito local recomenda que os fundos garantidores estaduais operem através do sistema financeiro local, fortalecendo cooperativas, bancos regionais e agências de fomento, e não em substituição a eles.

TRANSPARÊNCIA E AVALIAÇÃO LIMITADAS.

As operações brasileiras de fundos de impacto e títulos temáticos são divulgadas em formato esparso, sem padrão comum nem rastreabilidade de impacto, espelhando o problema internacional. A consolidação de um padrão nacional de divulgação obrigatória, possivelmente coordenado pela CVM em diálogo com Anbima, ABDE e CMN, seria contribuição estrutural e uma vantagem competitiva que o Brasil pode construir desde já.

O SUBSÍDIO PODE SER SUBOTIMIZADO.

Mesmo com adicionalidade efetiva, importa a magnitude da concessionalidade em comparação ao impacto gerado. Operações com alavancagem alta, mas concessionalidade igualmente alta, podem produzir menos impacto por real público do que alternativas convencionais. A disciplina recomendada é simples: toda operação significativa deve apresentar, no desenho, o cálculo explícito do subsídio implícito e a comparação com as alternativas.

CAPTURE INSTITUCIONAL POR INTERESSES ESPECÍFICOS.

Como ocorre em diversos instrumentos públicos de financiamento e incentivo econômico, existe o risco de que a alocação dos recursos seja influenciada por grupos com maior capacidade de organização, representação ou articulação política, em detrimento dos critérios técnicos originalmente previstos. Esse risco é particularmente relevante em iniciativas que combinam recursos escassos com elevado potencial de geração de benefícios econômicos. As defesas são institucionais, e nenhuma é trivial: chamamentos públicos competitivos com critérios técnicos transparentes, comitês de seleção plurais e independentes, auditoria externa periódica, divulgação obrigatória em base pública padronizada e revisão periódica dos critérios de elegibilidade e seleção.

RISCO CAMBIAL.

Quando o arranjo envolve capital internacional, o *hedge* cambial é caro em horizontes longos. O Brasil tem aqui uma vantagem específica: a profundidade dos mercados domésticos de FIDCs, CRAs, CRIs e debêntures incentivadas permite que a agenda seja predominantemente em moeda local, com capital privado e catalítico domésticos, o que reduz o risco cambial estrutural. O capital internacional entra como complemento, seja proveniente de investidores privados, de instituições financeiras multilaterais ou, futuramente, do TFFF, cujo desenho já endereça a questão cambial. Esses arranjos também podem ser combinados com iniciativas inovadoras, como o mecanismo de proteção cambial oferecido pelo programa *Eco Invest*.

RISCOS ESPECÍFICOS DO FNDR.

No FNDR, quatro riscos merecem síntese: a reprodução da lógica da guerra fiscal, com estados usando os recursos para subsidiar a atração de empreendimentos, a pulverização em pequenos projetos sem transformação estrutural, a captura por setores já estabelecidos, com adicionalidade socioambiental marginal, e a insuficiência de capacidade técnica nos principais estados receptores. As defesas correspondentes são critérios de elegibilidade rigorosos com governança colegiada, priorização de carteiras de escala, alinhamento com a taxonomia verde e um programa nacional de capacitação com plataformas de apoio.

LIMITES DE ESCALA E VELOCIDADE.

Blended finance bem desenhado é intensivo em estruturação, com cada operação exigindo meses ou anos de desenho, due diligence e captação. É parte da solução para os desafios urgentes, não substituto do gasto público direto, e as estimativas de mobilização de centenas de bilhões só se realizam em horizontes de cinco a dez anos O plano realista é uma estratégia decenal, capaz de atravessar diferentes ciclos administrativos e políticos e acumular resultados ao longo do tempo.

SÍNTESE.

Nenhum dos riscos discutidos invalida o instrumento. Todos têm implicação de desenho: teses de adicionalidade explícitas e testadas, concessionalidade mínima, critérios técnicos auditáveis, transparência radical, rigor fiscal com passivos contingentes, governança colegiada contra a captura e expectativas realistas de prazo e escala. Quando esses cuidados não são tomados, o instrumento se degrada. Quando são, ele cumpre o que promete, com impacto real.



8. RECOMENDAÇÕES

As recomendações partem de seis princípios orientadores: a adicionalidade como teste central de cada operação, os instrumentos como meio e não como fim, a transparência como vantagem competitiva, a articulação federativa como condição de escala, a capacidade institucional como pré-condição e o foco em janelas de oportunidade com mandato, capital e *pipeline* reais. Estão organizadas em seis frentes complementares, em ordem de prioridade estratégica.

FRENTE 1 (PRIORITÁRIA):

REGULAMENTAR O FNDR PARA O *BLENDED FINANCE* E FORMALIZAR A ARTICULAÇÃO COM OUTROS PROGRAMAS E INSTRUMENTOS FINANCEIROS

A articulação proposta é um tripé: o Eco Invest Brasil e o Fundo Clima reduzem a taxa, o FNDR reduz o risco e o capital privado traz a escala. O TFFF, conforme sua estruturação avance, poderá reforçar os dois primeiros eixos com capital internacional de longo prazo.

A janela legislativa de regulamentação infraconstitucional do FNDR é estreita e única, e a Lei Complementar deve incorporar nove elementos. Primeiro, autorizar de forma inequívoca a aplicação dos recursos como capital catalítico em fundos de investimento, fundos garantidores, operações estruturadas com bancos públicos e arranjos de pagamento por resultados, inclusive em sinergia com outros instrumentos como o *Ecoinvest*, o Fundo Clima ou o futuro TFFF. Segundo, exigir a demonstração explícita de adicionalidade financeira e de desenvolvimento antes da operação, com revisão e auditoria posteriores. Terceiro, exigir o teste do racional composto por operação, com demonstração separada do impacto esperado, da adicionalidade da participação pública e da necessidade específica de concessionalidade, com cálculo do subsídio implícito e aplicação do princípio da concessionalidade mínima. Quarto, ancorar a origem do *pipeline* no planejamento público, com carteiras definidas pelos PPAs e planos estaduais e seleção competitiva baseada em regras, com condicionalidades de missão nos contratos. Quinto, disciplinar a partilha de retornos, com *tranches first-loss* limitadas por teto, garantias com prazo e taxa proporcionais ao risco, cláusulas de *clawback*, participação pública nos ganhos excedentes nas posições de *equity* e recalibragem de condições nas de dívida, limite agregado de exposição fiscal por estado e contabilização da alavancagem exclusivamente sobre o capital genuinamente privado. Sexto, definir governança colegiada, com instância estadual ou interfederativa que reúna um banco público, o conselho de desenvolvimento estadual e os órgãos de controle. Sétimo, vincular as salvaguardas socioambientais e a taxonomia verde como condição de elegibilidade, e não como camada posterior. Oitavo, reservar uma parcela mínima dos recursos para operações interfederativas, candidatas naturais a hospedar as plataformas FNDR-TFFF. Nono, formalizar uma plataforma federal de articulação entre a regulamentação do FNDR e a operação brasileira do futuro TFFF, possivelmente sob coordenação conjunta do Ministério da Fazenda e do Ministério do Meio Ambiente, com o BNDES como agência executora e o piloto no agrupamento MATOPIBA como primeiro produto.

FRENTES 2 A 6:
A ARQUITETURA COMPLEMENTAR

Frente 2, estratégia federal de capital catalítico.
Atribuir mandato político e dotação operacional explícitos aos bancos públicos, com o BNDES como articulador central, a Caixa em saneamento e habitação e BNB, BASA e bancos regionais em suas regiões. Capitalizar adequadamente os fundos garantidores existentes, cuja alavancagem fiscal é altíssima. Articular Fundo Amazônia e TFFF em arquitetura única para a Amazônia, evitando duplicação. O Fundo Clima e o *Eco Invest* Brasil permanecem no eixo nacional de redução do custo de capital. Em algumas situações, parcela dos recursos do FNDR podem ser usados para equalização, por meio das devidas medidas legais.

Frente 3, janelas temáticas prioritárias.
Trata-se de escolher as temáticas prioritárias em torno das quais serão estruturados programas específicos, de acordo com as necessidades e oportunidades regionais. Por exemplo, o MATOPIBA e os estados amazônicos de ampla cobertura florestal poderiam ser propícios ao desenvolvimento e à pilotagem de instrumentos de mercado adaptados para apoiar a transição agrícola ou à sociobioeconomia, além de serem regiões de destaque para o futuro TFFF.

Frente 4, padronização contratual e plataformas de execução.
Desenvolver, sob coordenação de CVM, Anbima e ABDE, bibliotecas de cláusulas-padrão para os veículos em arquitetura híbrida, operar plataformas compartilhadas de estruturação para complementar as capacidades estaduais e construir *pipelines* temáticos pré-estruturados, replicáveis com adaptação mínima. A capacidade de gerar *pipeline* padronizado é, talvez, o multiplicador de escala mais subestimado da agenda.

Frente 5, monitoramento, avaliação e métricas.
Definir métricas-padrão de adicionalidade financeira e de desenvolvimento, claras, mensuráveis e auditáveis, submeter as operações significativas a auditoria externa periódica com publicação obrigatória e dotar os programas-piloto de desenho rigoroso de avaliação de impacto, com resultados publicáveis.

Frente 6, institucionalização.
Criar um Observatório Nacional de *Blended Finance*, estrutura permanente com mandato para operar uma base pública de operações, publicar relatório anual, capacitar gestores e acompanhar a articulação FNDR-TFFF, com custo operacional modesto, estimado entre R\$ 5 e R\$ 10 milhões anuais. Estruturar um programa nacional de capacitação priorizando os estados que mais receberão FNDR proporcionalmente e os quadros dos bancos regionais. E potencializar os fóruns existentes, em particular o Laboratório de Inovação Financeira e a articulação com o Comitê Gestor do IBS.

Tabela 3. Síntese das prioridades

Ano	Aporte anual	Acumulado
1. Regulamentação do FNDR (prioritária)	Regulamentação infraconstitucional que autorize <i>blended finance</i> , com governança e salvaguardas, formalização da articulação entre FNDR e outros instrumentos (incluindo o Fundo Clima, <i>Ecoinvest</i> e o futuro TFFF) e piloto em Estados beneficiários de volumes expressivos de recursos do FNDR.	2026-2028 (janela legislativa)
2. Estratégia federal de capital catalítico	Mandato a bancos públicos, capitalização de fundos garantidores, articulação Fundo Clima, <i>Ecoinvest</i> , Fundo Amazônia e TFFF e programa nacional de equalização.	2026-2027
3. Janelas temáticas prioritárias	Programas estruturados em frentes temáticas prioritárias.	2026-2030
4. Padronização e plataformas de execução	Cláusulas-padrão coordenadas por CVM, Anbima e ABDE, plataformas de estruturação compartilhada e <i>pipelines</i> temáticos.	2026-2028
5. Monitoramento e avaliação	Métricas-padrão de adicionalidade, auditoria externa periódica e avaliação de impacto para os pilotos.	Permanente desde 2026
6. Institucionalização (Observatório)	Observatório Nacional de <i>Blended Finance</i> , programa nacional de capacitação e articulação com fóruns existentes.	Estruturação em 2026, operação plena a partir de 2027

Fonte: elaboração própria com base no estudo técnico completo.



9. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo, desenhado como exercício exploratório sobre a aplicabilidade do *blended finance* a políticas públicas brasileiras, encerra com uma tese mais forte do que a do ponto de partida. **Não apenas o instrumento é aplicável ao Brasil, como o país reúne três conjuntos de ativos institucionais raros no mundo em desenvolvimento:** uma herança institucional de sessenta anos, com SNCR, SFH, fundos constitucionais, FGI, o Fundo Clima e o *Eco Invest* operando a lógica em escala sistêmica, um mercado de capitais profundo, com R\$ 9,2 trilhões sob gestão e veículos consolidados, e capacidade técnica em bancos públicos e reguladores que muitos países não têm. A esses ativos somam-se dois desenvolvimentos inéditos e simultâneos: o TFFF, primeiro veículo internacional de *blended finance* climático com governança brasileira ativa, e o FNDR, transferência federativa estruturável como capital catalítico, com mais de R\$ 700 bilhões entrando no sistema federativo em quinze anos e quase um quinto concentrado no MATOPIBA, exatamente onde a fronteira ambiental é mais crítica.

A questão estratégica não é mais se o Brasil pode operar *blended finance*. É se o país aproveitará a confluência única que se materializa entre 2026 e 2028, com a regulamentação infraconstitucional do FNDR, a operacionalização do *Eco Invest*, Fundo Clima, futuramente do TFFF e a maturação acelerada do ecossistema doméstico de finanças sustentáveis.

A oportunidade colocada pelo FNDR é rara: construir, ao longo de uma década, uma arquitetura de capital catalítico em escala sem precedentes no mundo em desenvolvimento. A realização desse potencial dependerá da capacidade de alinhar governança, incentivos e instrumentos financeiros para maximizar o impacto dos recursos disponíveis, evitando a simples reprodução de padrões tradicionais de aplicação de recursos.

O fator determinante não será a disponibilidade de capital nem a sofisticação dos instrumentos, mas a qualidade institucional do desenho. E, nesse desenho, três princípios merecem lugar central: adicionalidade explícita e auditável, salvaguardas socioambientais como condição de elegibilidade e transparência como um ativo, não como ônus.

O ferramental, os atores, os recursos e a oportunidade já estão dados. O que resta é uma escolha de desenho e esta é uma escolha que cabe à sociedade brasileira. Este relatório se oferece como insumo para ela.

10. GLOSSÁRIO

Adicionalidade financeira.

Critério segundo o qual o capital privado mobilizado em uma operação não teria sido investido no projeto sem a presença do capital catalítico. É um dos testes centrais de uma estrutura de *blended finance* bem desenhada.

Adicionalidade de desenvolvimento.

Critério segundo o qual a operação produz resultados socioambientais que não ocorreriam sem o arranjo financeiro específico.

Alavancagem (*leverage*).

Razão entre o capital comercial mobilizado e o capital catalítico aportado em uma operação. Métrica popular, frequentemente superestimada na fase de estruturação, que deve ser interpretada com cautela.

Bankability.

Qualidade que faz um projeto ser financiável por capital comercial em condições de mercado. Não é atributo intrínseco do projeto: é um estado relacional entre o perfil de risco-retorno do ativo e os mandatos disponíveis no mercado. Construir *bankability* é, em larga medida, exercício de engenharia institucional e de risco.

Blended finance.

Uso estratégico de capital concessional (público ou filantrópico) para mobilizar capital privado em projetos com impacto socioambiental positivo. Sob a chave conceitual deste relatório, opera primordialmente como arquitetura institucional de redução, redistribuição e absorção de risco.

Capital catalítico.

Capital que aceita condições piores que as do mercado (retorno menor, risco maior, posição subordinada) para viabilizar a entrada de capital comercial. Pode vir do orçamento público, de bancos de desenvolvimento, de fundos constitucionais ou da filantropia institucional. Sua função primária é absorver o risco que o mercado não aceitaria.

CRA (Certificado de Recebíveis do Agronegócio).

Título de renda fixa lastreado em direitos creditórios do agronegócio. Instrumento regulado pela CVM e amplamente utilizado em estruturas *blended*.

CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários).

Título de renda fixa lastreado em direitos creditórios imobiliários. Regulado pela CVM.

De-risking.

Conjunto de operações financeiras e institucionais que reduzem o risco percebido por um investidor em um projeto, sem necessariamente alterar suas características econômicas subjacentes. Inclui garantias, capital *first-loss*, *hedge* cambial, seguros, pagamentos por resultados e estruturas tranchadas. É a função primária do capital catalítico em arquiteturas de *blended finance*.

DFI (*Development Finance Institution*).

Instituição financeira de desenvolvimento, geralmente bilateral, com mandato de financiar o setor privado em mercados emergentes. Exemplos: BII (Reino Unido), FMO (Holanda), DEG (Alemanha), AECID (Espanha).

EC 132/2023.

Emenda Constitucional 132/2023. Reforma Tributária do Consumo; institui o IVA dual (CBS + IBS) e cria o FNDR no art. 159-A da Constituição.

Equalização de juros.

Mecanismo orçamentário pelo qual a União compensa instituições financeiras pela diferença entre taxas controladas (em programas dirigidos como Pronaf, Pronampe, Plano Safra) e custos de captação. Forma direta de subsídio com rastro fiscal explícito.

FGI (Fundo Garantidor para Investimentos).

Fundo operado pelo BNDES que presta garantias parciais a operações de crédito de micro, pequenas e médias empresas. Caso brasileiro clássico de uso de capital catalítico para alavancar crédito privado.

FIDC (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios).

Veículo regulado pela CVM que adquire direitos creditórios e os converte em cotas adquiridas por investidores. Frequentemente estruturado em cotas seniores e subordinadas, o que permite arranjos *blended*.

First-loss.

Posição subordinada em uma estrutura financeira que absorve as primeiras perdas, protegendo as posições seniores. Mecanismo central de *de-risking* em *blended finance*: o capital catalítico assume o *first-loss*, viabilizando a entrada de capital comercial na camada protegida.

FNDR (Fundo Nacional de Desenvolvimento Regional).

Fundo federal criado pela EC 132/2023 com aportes anuais crescentes (R\$ 8 bi em 2029, R\$ 40 bi em 2033, R\$ 60 bi em 2043, em valores reais de 2023). Distribuído aos estados conforme 70% dos critérios do FPE e 30% da participação populacional. Suas finalidades são infraestrutura, fomento produtivo e ciência e tecnologia, com priorização constitucional do meio ambiente.

FPE (Fundo de Participação dos Estados).

Mecanismo constitucional de transferência da União aos estados, com critérios de rateio definidos pela LC 143/2013, Anexo Único, com coeficientes individuais por estado.

IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo).

Índice oficial de inflação ao consumidor no Brasil, calculado pelo IBGE. Utilizado para a indexação dos aportes do FNDR a partir dos valores de 2023.

LC 214/2025.

Lei Complementar de regulamentação parcial da Reforma Tributária, sancionada em janeiro de 2025. Consolida o dimensionamento, o cronograma e as regras gerais de operação do FNDR.

MATOPIBA.

Acrônimo para o agrupamento territorial dos estados do Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia. Principal fronteira agrícola contemporânea sobre o Cerrado, com forte interface com as bordas amazônicas. No FNDR, capta 19,77% do fundo (cerca de R\$ 7,9 bilhões anuais em regime permanente).

MDB (*Multilateral Development Bank*).

Banco multilateral de desenvolvimento. Exemplos: Banco Mundial, BID, ADB, AfDB, EBRD, AIIB.

Pagamento por resultados (*PPR / payment-for-performance*).

Mecanismo em que o desembolso é condicionado à verificação de métricas pré-definidas de resultado. Modelo do Fundo Amazônia e, em escala internacional, do TFFF.

Risco cambial.

Risco decorrente de variações nas taxas de câmbio que afetam o valor de fluxos de caixa denominados em moedas distintas. Desafio recorrente em operações que envolvem capital internacional em economias com moeda volátil.

Risco moral.

Situação em que uma parte muda seu comportamento para pior porque outra parte assumiu seu risco. Em *blended finance*, refere-se ao risco de que o privado seja menos diligente sabendo que o público absorverá as primeiras perdas.

Risk-sharing.

Engenharia específica de distribuição de risco entre as partes em uma operação financeira. O princípio técnico padrão (OCDE-DAC, Subprincípio 4.B) é que cada parte assuma o risco que pode gerenciar melhor, na proporção mínima necessária para viabilizar a operação.

Salvaguardas ESG.

Conjunto de critérios e procedimentos ambientais, sociais e de governança aplicados a operações financeiras para reduzir riscos socioambientais e reputacionais. Padrões internacionais relevantes incluem os Princípios do Equador e os *Performance Standards* da IFC.

SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo).

Conjunto de instituições financeiras autorizadas a captar depósitos em caderneta de poupança com a obrigação de aplicar um percentual mínimo em crédito imobiliário. Componente histórico do SFH.

SFH (Sistema Financeiro da Habitação).

Sistema criado pela Lei 4.380/1964 com a finalidade de promover a construção e a aquisição da casa própria. Articulou, ao longo de seis décadas, FGTS, SBPE, BNH (extinto em 1988) e Caixa Econômica Federal.

SNCR (Sistema Nacional de Crédito Rural).

Sistema criado pela Lei 4.829/1965 para financiar a agricultura brasileira, articulando bancos públicos, bancos comerciais privados, cooperativas, Tesouro Nacional e instrumentos de equalização, seguro e garantia.

Tranche sponsor (TFFF).

Tranche subordinada do TFFF, destinada a aportes de governos doadores e fundações filantrópicas. Absorve o *first-loss* e tem meta de capitalização de US\$ 25 bilhões. Em sentido estrito, é o capital catalítico da estrutura.

Tranche sênior (TFFF).

Tranche superior do TFFF, destinada a investidores comerciais privados. Oferece retornos compatíveis com taxas de mercado para ativos soberanos de longo prazo, com meta de capitalização de US\$ 100 bilhões. É a *tranche* que se viabiliza pela existência da *tranche sponsor*.

Tranching.

Técnica de estruturação financeira em que um veículo é dividido em camadas (cotas, classes) com perfis de risco-retorno distintos, comumente uma camada subordinada (*first-loss*) e uma ou mais camadas seniores. Mecanismo central de engenharia de risco em *blended finance*.

TFFF (Tropical Forests Forever Facility).

Veículo internacional de *blended finance* lançado em 6 de novembro de 2025, na COP30 em Belém. Iniciativa brasileira, com o Banco Mundial como trustee e Conselho Interino co-presidido por Brasil e Noruega. A meta de capitalização é de US\$ 125 bilhões (US\$ 25 bi na *tranche sponsor* e US\$ 100 bi na *tranche sênior*). Paga países tropicais por conservação florestal verificada por monitoramento satelital. No fechamento da COP30, contava com US\$ 6,7 bilhões em *pledges* e o endosso de 66 países.

11.REFERÊNCIAS

LITERATURA TÉCNICA INTERNACIONAL

ASUDEMADE, H.; OLASUPO, M. De-Risking Funding: How Development Finance Institutions (DFIs) Can Attract Institutional Investors to Unlock Capital for Impact Development in Africa. Working Paper, SSRN n. 5487566, 2025.

ATTRIDGE, S.; ENGEN, L. Blended finance in the poorest countries: the need for a better approach. London: Overseas Development Institute (ODI), 2019. Disponível em: <https://odi.org/en/publications/blended-finance-in-the-poorest-countries-the-need-for-a-better-approach/>

CARTER, P.; VAN DE SIJPE, N.; CALEL, R. The Elusive Quest for Additionality. World Development, v. 141, art. 105393, 2021.

CHUKWUDUM, Q. C. Climate finance across sub-Saharan Africa: decision trees and network flows. South African Journal of Science, v. 120, n. 3/4, 2024. DOI: 10.17159/sajs.2024/15837

CONVERGENCE. Blended finance & leveraging concessionality. Data in Brief. Toronto: Convergence Blended Finance, 2023. Disponível em: <https://www.convergence.finance/resource/blended-finance-and-leveraging-concessionality/view>

CONVERGENCE. State of Blended Finance 2024. Toronto: Convergence Blended Finance, 2024.

CONVERGENCE. State of Blended Finance 2025: Climate Edition. Toronto: Convergence Blended Finance, 2025.

DFI WORKING GROUP ON BLENDED CONCESSIONAL FINANCE FOR PRIVATE SECTOR PROJECTS. Joint Report. Washington: IFC/MDBs, 2024.

ELSNER, C.; NEUMANN, M.; MÜLLER, F.; CLAAR, S. Room for money or manoeuvre? How green financialization and de-risking shape Zambia’s renewable energy transition. Canadian Journal of Development Studies, v. 43, n. 2, p. 276-295, 2021. DOI: 10.1080/02255189.2021.1973971

MAZZUCATO, M.; VIEIRA DE SÁ, R. Mind the Mission, Not the Gap: Rethinking Blended Finance for Public Purpose. IIPP Working Paper Series, WP 2025-09. London: UCL Institute for Innovation and Public Purpose, 2025.

MUTAMBATSERE, E.; SCHELLEKENS, P. The Why and How of Blended Finance: Recommendations to Strengthen the Rationale for and Efficient Use of Concessional Resources in DFI Operations. Discussion Paper. Washington: International Finance Corporation, World Bank Group, 2020.

OECD-DAC. OECD-DAC Blended Finance Principles for Unlocking Commercial Finance for the Sustainable Development Goals. Paris: OECD, 2017.

OECD-DAC. OECD-DAC Blended Finance Guidance. Paris: OECD Publishing, 2020.

OECD. OECD DAC Blended Finance Guidance 2025. Best Practices in Development Co-operation. Paris: OECD Publishing, 2025. DOI: 10.1787/e4a13d2c-en

PEREIRA, J. Blended Finance: What it is, how it works and how it is used. Brussels: Eurodad e Oxfam, 2017.

RODE, J. et al. Why “blended finance” could help transitions to sustainable landscapes: lessons from the Unlocking Forest Finance project. Ecosystem Services, v. 37, art. 100917, 2019. DOI: 10.1016/j.ecoser.2019.100917

SHEIKH, H. A. et al. Unlocking private finance for nature: addressing barriers and reframing risk-return dynamics. iScience, v. 28, n. 11, art. 113669, 2025. DOI: 10.1016/j.isci.2025.113669

TFFF: REFERÊNCIAS ESPECÍFICAS

REPÚBLICA FEDERATIVA DO BRASIL. Tropical Forests Forever Facility (TFFF): Concept Note. Versão de outubro de 2025. Brasília: Ministério da Fazenda e Ministério do Meio Ambiente, 2025.

COP30 BRASIL. Over USD 5.5 billion Announced for Tropical Forest Forever Facility as 53 Countries Endorse the Historic TFFF Launch Declaration. Comunicado oficial. Belém, 6 de novembro de 2025. (No encerramento da COP30, em 22 de novembro de 2025, os compromissos somavam US\$ 6,7 bilhões e 66 países endossantes.)

FAO; WORLD BANK; WILDLIFE CONSERVATION SOCIETY. Transparent and robust forest monitoring enabling the Tropical Forest Forever Facility. Documento técnico, GFOI Plenary. Belém, novembro de 2025.

TENKHOFF, L.; VOIGT, L. The Tropical Forest Forever Facility and Its Role in International Forest Finance. SWP Comment 2026/C 01. Berlin: Stiftung Wissenschaft und Politik, janeiro de 2026.

TFFF. Tropical Forest Forever Facility Demonstrates Rapid Progress at IMF/World Bank Spring Meetings. Comunicado oficial. Washington, 16 de abril de 2026.

WORLD RESOURCES INSTITUTE. What is the Tropical Forest Forever Facility? Análise institucional. Washington: WRI, novembro de 2025, com atualização em março de 2026.

LITERATURA BRASILEIRA

AMARAL, F. J. G. D.; BACHA, C. J. C. Evolução do crédito rural no Brasil de 1969 a 2023. Revista de Economia Contemporânea, v. 29, e252903, 2025.

ANBIMA. Anuário 2024 da indústria de fundos. Rio de Janeiro: Anbima, 2024.

BNDES. BNDES divulga 11 selecionados para novo modelo de financiamento de projetos socioambientais. Comunicado de imprensa, 30 de novembro de 2022. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/imprensa/noticias/conteudo/bndes-divulga-11-selecionados-para-novo-modelo-de-financiamento-de-projetos-socioambientais>

ELOY, C. M. O papel do Sistema Financeiro da Habitação diante do desafio de universalizar o acesso à moradia digna no Brasil. Tese acadêmica. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2013.

GUIOMAR, J. S.; PAMPLONA, L.; MARCOLINO, M.; LIMA, M. A. N. The role of the BNDES in expanding funding for the SDGs: lessons from the Blended Finance initiative. Brazilian Review of Finance, v. 21, n. 1, p. 125-140, 2023.

HADDAD, E. A.; ARAÚJO, I. F.; SACCO, J. G. Reforma Tributária no Brasil (2): Impactos Econômicos Regionais do FNDR. Texto para Discussão NEREUS, TD-NEREUS-10-2023. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2023.

LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA (LAB). Relatórios anuais e produtos técnicos. ABDE, CVM, BID e GIZ, 2015-2024. Disponível em: <https://www.labinovacaofinanceira.com>

MARCO REGULATÓRIO E NORMATIVO BRASILEIRO

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 1988. (Com emendas, em especial a EC 132/2023.)

BRASIL. Lei 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui o Sistema Financeiro da Habitação.

BRASIL. Lei 4.829, de 5 de novembro de 1965. Institucionaliza o crédito rural.

BRASIL. Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997. Sistema Financeiro Imobiliário.

BRASIL. Lei Complementar 143, de 17 de julho de 2013. Critérios de rateio do Fundo de Participação dos Estados (FPE), incluindo o Anexo Único.

BRASIL. Lei Complementar 156, de 28 de dezembro de 2016. Plano de Auxílio aos Estados e demais providências fiscais.

BRASIL. Lei 14.026, de 15 de julho de 2020. Marco Legal do Saneamento Básico.

BRASIL. Lei 14.133, de 1º de abril de 2021. Nova Lei de Licitações e Contratos Administrativos.

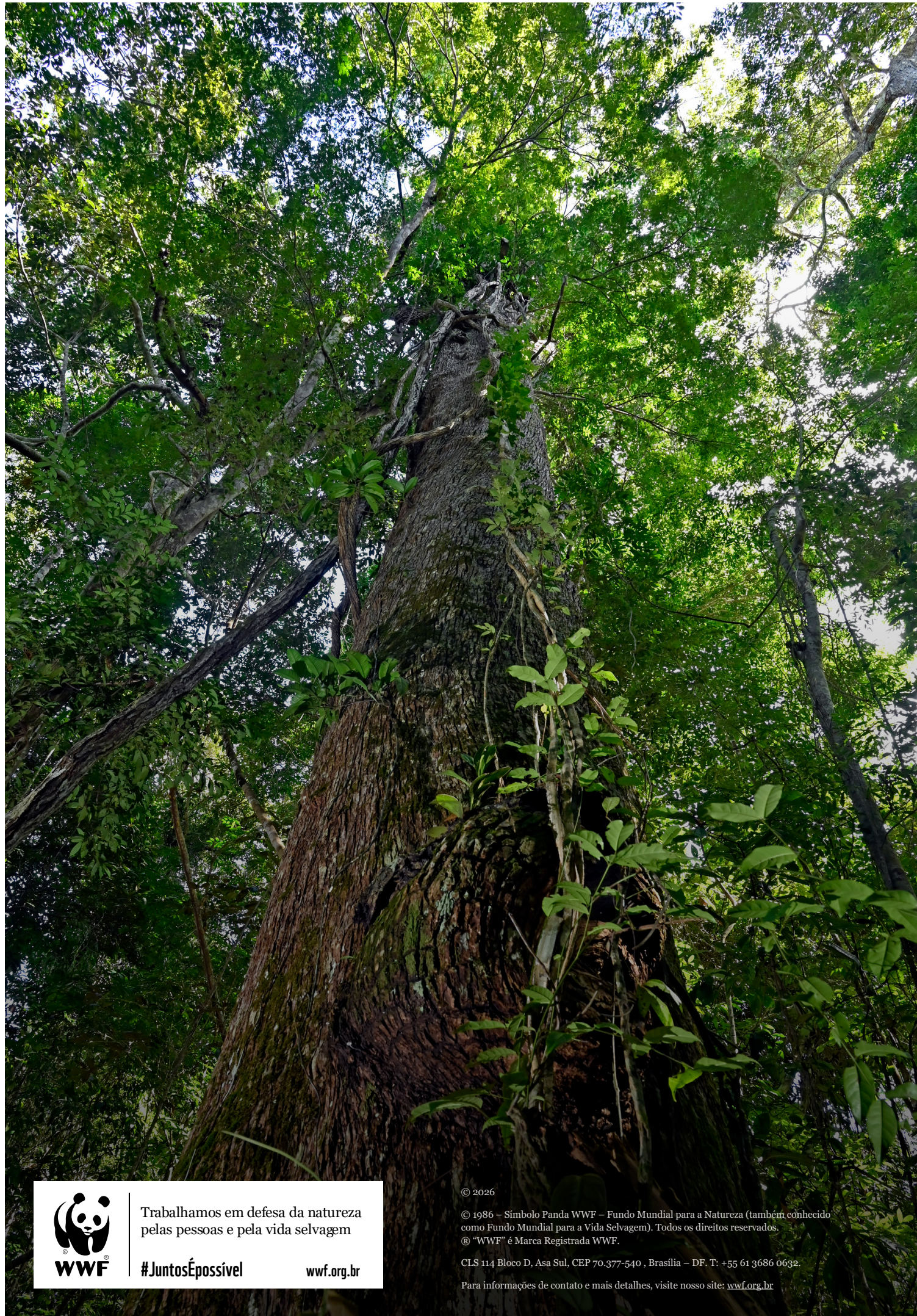
BRASIL. Emenda Constitucional 132, de 20 de dezembro de 2023. Reforma Tributária do Consumo. Cria, no art. 159-A da Constituição, o Fundo Nacional de Desenvolvimento Regional.

BRASIL. Lei Complementar 214, de 16 de janeiro de 2025. Regulamentação parcial da Reforma Tributária, incluindo dimensionamento e operacionalização do FNDR.

CVM. Resolução CVM nº 175, de 23 de dezembro de 2022. Regulamento dos Fundos de Investimento.

IBGE. Censo Demográfico 2022. Rio de Janeiro: IBGE, 2023. Estimativas anuais utilizadas pelo TCU para apuração do componente populacional do FNDR.

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO. Decisão Normativa TCU 167/2018. Estoque histórico dos coeficientes do FPE, vigentes na forma da LC 143/2013.



Trabalhamos em defesa da natureza
pelas pessoas e pela vida selvagem

#JuntosÉpossível

wwf.org.br

© 2026

© 1986 – Símbolo Panda WWF – Fundo Mundial para a Natureza (também conhecido como Fundo Mundial para a Vida Selvagem). Todos os direitos reservados.
® “WWF” é Marca Registrada WWF.

CLS 114 Bloco D, Asa Sul, CEP 70.377-540, Brasília – DF. T: +55 61 3686 0632.

Para informações de contato e mais detalhes, visite nosso site: wwf.org.br