



Universidade de Brasília
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade
Programa de Pós-Graduação em Economia
Mestrado Profissional em Economia
Área de Concentração em Gestão Econômica de Finanças Públicas

JULIANE FANK PAGANOTTO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADO PRIMÁRIO NO NÍVEL FEDERAL:
Análise dos dividendos pagos por BNDES e CEF ao Tesouro Nacional**

Brasília/DF
2015

JULIANE FANK PAGANOTTO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADO PRIMÁRIO NO NÍVEL FEDERAL:
Análise dos dividendos pagos por BNDES e CEF ao Tesouro Nacional**

Dissertação apresentada ao Mestrado Profissional em Economia, vinculado ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade de Brasília – UnB, área de concentração em Gestão Econômica de Finanças Públicas, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Economia.

Professor Orientador: Dr. José Carlos de Oliveira.

Brasília/DF
2015

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO.....	7
2	RESULTADO FISCAL: CONCEITUAÇÃO E PARTICULARIDADES.....	11
2.1	Resultado nominal e resultado primário	11
2.2	Conceito de Setor Público Não Financeiro.....	12
2.3	Método de apuração: abaixo ou acima da linha.....	13
2.4	Forma de apuração: regime de caixa ou de competência	15
2.5	Sistema de metas de resultado primário.....	16
3	GERENCIAMENTO DO RESULTADO PRIMÁRIO.....	23
3.1	Conceito contábil	23
3.2	Aplicação ao setor público.....	25
4	INSERÇÃO DAS ESTATAIS NO CÁLCULO DO RESULTADO PRIMÁRIO.....	27
4.1	Depuração do conjunto das estatais	29
4.2	Impactos das estatais federais no resultado primário.....	31
4.3	Formas de gerenciamento do resultado primário.....	34
5	ESTATAIS COM DIVIDENDO GERENCIÁVEL.....	46
5.1	Período temporal objeto desse estudo.....	46
5.2	Estatais a serem estudadas	48
6	EVIDÊNCIAS DE GERENCIAMENTO DOS DIVIDENDOS.....	52
6.1	Aumento dos dividendos	52
6.2	Decisão do Tesouro Nacional	55
6.3	Compensação financeira de pagamento de dividendo.....	58
7	FATOS QUE CORROBORAM A PRÁTICA DO GERENCIAMENTO.....	63
7.1	Ausência de compensação do dividendo em outras estatais.....	63
7.2	Dividendo decisivo para cumprimento da meta	65
7.3	Tendência do endividamento	66
8	CONCLUSÃO.....	69
	REFERÊNCIAS	72
	ANEXO I – LISTA DE PERIÓDICOS PESQUISADOS	79
	ANEXO II – LISTA NOMINAL DAS ESTATAIS FEDERAIS	80
	ANEXO III – LISTA DE HIPÓTESES	84
	ANEXO IV – LISTA DE EQUAÇÕES	85
	ANEXO V – GLOSSÁRIO.....	87

LISTA DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1: Enquadramento das estatais no resultado primário _____	28
Tabela 2: Exclusão de despesas do cálculo da meta _____	37
Tabela 3: Redução de meta e aumento dos abatimentos _____	38
Tabela 4: Uso de restos a pagar _____	40
Tabela 5: Operações com partes relacionadas _____	41
Tabela 6: Impacto das operações com partes relacionadas nas metas de resultado primário _____	42
Tabela 7: Resumo de três práticas de gerenciamento do resultado primário _____	43
Tabela 8: Relevância da receita de dividendos _____	47
Tabela 9: Participação da União nas estatais fora do resultado primário _____	49
Tabela 10: Verificação de <i>payout</i> acima do mínimo _____	50
Tabela 11: Relevância dos dividendos de BNDES e CEF _____	50
Tabela 12: Variação do dividendo e da rentabilidade de BNDES e CEF _____	56
Tabela 13: Variação do <i>payout</i> e da rentabilidade de BNDES e CEF _____	57
Tabela 14: Evolução do <i>payout</i> de BNDES e CEF _____	58
Tabela 15: Variação do instrumento híbrido e da rentabilidade de BNDES e CEF _____	58
Tabela 16: Compensação do dividendo com instrumento híbrido _____	60
Tabela 17: Importância do dividendo para cumprimento da meta _____	65
Gráfico 1: Evolução do valor nominal dos dividendos de BNDES e CEF _____	53
Gráfico 2: Evolução do <i>payout</i> de BNDES e CEF _____	53
Gráfico 3: Dividendo de BNDES e CEF no resultado primário consolidado _____	54
Gráfico 4: Evolução do endividamento público _____	67

RESUMO

O objetivo central deste trabalho é investigar a prática de gerenciamento do resultado primário a partir dos dividendos das empresas estatais federais. O resultado primário é um importante indicador da política fiscal do governo e sua obtenção passou a ser meta institucional no Brasil a partir da Lei de Responsabilidade Fiscal. Porém, esse indicador é suscetível a manipulações. A partir do método dedutivo, identificou-se que apenas duas estatais, BNDES e CEF, possuem potencial para que seus dividendos contribuam plenamente com o gerenciamento do resultado primário no nível federal. Essas duas empresas aumentaram substancialmente seus dividendos a partir de 2008, sem correspondente aumento de eficiência, e tiveram compensação financeira integral do Tesouro Nacional, através de instrumento híbrido. Esse cenário diverge daquele verificado nas outras estatais. Além disso, verificou-se que a dívida bruta aumentou e se dissociou da dívida líquida a partir de 2008. Ao final, foram aplicados 17 testes empíricos que confirmaram simultaneamente todas as nove hipóteses de pesquisas. Dessa forma, foi possível concluir com segurança que houve gerenciamento de resultado primário com os dividendos de BNDES e CEF a partir de 2008.

Palavras-chave: Resultado primário, gerenciamento de resultados, dividendo, finanças públicas, transparência.

ABSTRACT

This research investigates how Brazilian government practiced earnings management in primary surplus through dividend of State Owned Enterprises – SOE. The primary surplus is an important fiscal indicator and became institutional target in Brazil after Fiscal Responsibility Act in 2001. However, it can be manipulated. Using deductive method, it was identified that only two SOEs (BNDES and CEF) are potential useful to earnings management in primary surplus. These firms increased their dividends after 2008 without efficiency growth and both were financially supported by National Treasury, through hybrid instruments. This situation differs from all the other SOEs. We also identified that gross public debt divorced from net public debt after 2008. At all, we applied 17 empirical tests that confirmed all nine research hypotheses. So that, we can affirm that Brazilian government practiced earnings management in primary surplus using dividends from BNDES and CEF after 2008.

Key-words: primary surplus, earnings management, dividend, public finance, transparency.

1 INTRODUÇÃO

Nas empresas, a informação sobre endividamento é importante para o investidor decidir se compra suas ações e a que preço. Outros interessados são, por exemplo, o fornecedor para vender a prazo e o empregado para procurar outra colocação.

Da mesma forma, o endividamento do país é importante para o investidor decidir se compra os títulos de sua dívida pública e a que taxa de juros. Outros interessados são os beneficiários de programa sociais, para saber se esse benefício pode ser comprometido no longo prazo pelo elevado endividamento, e os cidadãos em geral, para decidirem seu voto a favor de um governante responsável.

Conforme Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p. 17), a dívida pública pode trazer benefícios para a sociedade em geral, pois permite estabilizar o nível de investimento e de serviços públicos durante os diversos ciclos de governo, choques externos na economia e necessidades emergenciais como calamidade pública, desastre natural ou guerra. Na ausência da dívida, as flutuações negativas teriam que ser absorvidas imediatamente por aumento de impostos ou corte de gastos, prejudicando apenas a geração atual. Além disso, a dívida pública fortalece o desenvolvimento do mercado financeiro e é um importante instrumento de gestão diária do Banco Central do Brasil – BACEN para condução da política monetária do governo.

Sachs e Larrain (2006, p. 91) esclarecem que essa lógica de suavização temporal da renda também ocorre com a dívida dos indivíduos pessoas físicas, sendo que eventual dívida contraída no presente deverá ser paga necessariamente pela mesma pessoa. Porém, os efeitos temporais da dívida pública afetam gerações diferentes e os prazos da dívida costumam ser maiores que os mandatos dos governantes, de modo que os custos do endividamento afetam principalmente as próximas gestões. Assim, sempre existirá incentivo para o político atual expandir seus gastos e cobrir as necessidades de recursos mediante endividamento. Isso é ilustrado pela observação empírica de Giambiagi e Além (2011, p. 171): “o comportamento do gasto com pessoal no final do mandato das autoridades (...) gerava uma antiga mazela fiscal no país, na forma de um *boom* dos gastos no final de um governo”. Os autores citam apenas o item de pessoal, mas o *boom* pode ocorrer também nos demais gastos.

O endividamento excessivo ou descontrolado do país pode causar consequências negativas para a sociedade como, por exemplo: i) penalização da geração futura, cujo bem-estar será reduzido (GIAMBIAGI e ALÉM, 2011, p. 219); ii) risco inflacionário, pois o

governo pode emitir moeda para se financiar (VASCONCELLOS, 2011, p. 409)¹; iii) aumento da taxa de juros, com inibição dos investimentos privados, consequente apreciação cambial e queda das exportações (MANKIW, 1999, p. 673); e iv) perda de credibilidade do governo, com deterioração das expectativas dos agentes econômicos, desestabilização do ambiente econômico e redução dos investimentos privados de longo prazo (BLANCHARD, 2001, p. 365).

Nesse contexto, Giambiagi e Além (2011, p. 219) esclarecem que o mercado e as instituições são duas restrições relevantes para o endividamento público. A existência da dívida depende de sua aceitação por um credor, de modo que eventual descontrole financeiro do governo pode gerar dificuldade de obter novos empréstimos e de fazer a rolagem da dívida atual. Por outro lado, considerando o potencial prejuízo para as gerações futuras (e para os credores atuais), as sociedades mais desenvolvidas tendem a criar mecanismos institucionais para controlar o endividamento do Estado, a exemplo do mecanismo de *shutdown* existente nos Estados Unidos da América (BRASS, 2011).

Em linha, o Plano Real brasileiro, iniciado em 1994, incluiu em suas medidas a institucionalização do sistema de metas de resultado primário para todo o setor público. O §1º do art. 4º da Lei Complementar nº 101/00, denominada Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF, tornou obrigatória a fixação de meta de resultado primário na Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO de cada ano. Como a LDO é aprovada pelo Legislativo, conclui-se que as metas de resultado primário a serem cumpridas pelo Poder Executivo são fixadas por outro poder, como agente externo, com consequências legais de cumprimento. Além disso, podem gerar inclusive responsabilização penal.

Porém, apesar da obrigação legal e da importância social e econômica envolvida na responsabilidade fiscal, é possível que outros interesses políticos estimulem o governo a negligenciar o resultado primário. Nesse caso, para evitar sua responsabilização, inclusive criminal, o governante poderá incorrer em gerenciamento desse indicador.

Algumas formas de gerenciamento são facilmente perceptíveis, pois são realizadas através de leis cujo próprio texto explicita o gerenciamento. Dois exemplos no nível federal, a serem analisados em tópico específico, são a Lei nº 11.887/08 e as LDOs federais de 2005 em diante.

¹ O autor cita que a Constituição Federal Brasileira proíbe o BACEN de financiar excesso de gasto público (diretamente via empréstimo). O art. 164 da Constituição veda a concessão de empréstimo, mas não o financiamento indireto via emissão de moeda.

Outras estratégias são menos transparentes, pois envolvem atos administrativos do governo, a exemplo do uso de “restos a pagar” e de operações financeiras do Tesouro Nacional com suas partes relacionadas, conforme evidenciado no nível federal por Augustinho, Oliveira e Lima (2013) e Roarelli, Ornelas e Filho (2013), respectivamente. Partes relacionadas são consideradas as entidades com as quais se possa contratar sem a condição de independência que caracteriza as transações com terceiros (IBRACON, NPC 23, item 4). “Restos a Pagar” são as despesas empenhadas, mas não pagas até o dia 31 de dezembro de cada ano, conforme definido no glossário do Tesouro Nacional².

O presente trabalho investiga, de forma detalhada e aprofundada, uma operação específica do governo federal com partes relacionadas, qual seja, o pagamento de dividendo por empresa estatal federal. Assim, a pergunta central a ser respondida é a seguinte:

A União utiliza o dividendo das estatais federais para gerenciar seu resultado primário? Como isso ocorre? Quais empresas são utilizadas para esse fim?

A abordagem específica deste estudo é inédita no Brasil e aborda o gerenciamento com atividades reais e no setor público, vertentes essas pouco estudadas pela literatura internacional (GRAHAM, HARVEY e RAJGOPAL, 2005; FERREIRA e COSTA, 2011).

Os trabalhos acadêmicos sobre gerenciamento de resultado focam uso de regressões econométricas para inferir a existência genérica de gerenciamento em determinado grupo de empresas (Antunes, 2014). Por outro lado, o mercado privilegia os casos concretos de gerenciamento, em contas específicas e em empresas individualizadas.

Este trabalho se aproxima da abordagem de mercado, no sentido de investigar como o Tesouro Nacional, instituição pública, gerencia seu resultado primário com a rubrica específica de dividendo em empresas individualizadas.

Assim, apresenta-se contribuição relevante para a literatura **internacional** sobre gerenciamento de resultados, do ponto teórico e empírico. Primeiro, ao aprofundar a transposição da abordagem de gerenciamento contábil para finanças públicas. Segundo, ao investigar intervenção direta em atividades reais, com operações individualizadas e com impacto mensurável sobre o efetivo cumprimento de metas.

² www3.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_r.asp

Além disso, como o estudo é feito no Brasil, que usa o regime de caixa em suas estatísticas fiscais, se ganha destaque em relação às pesquisas internacionais, que tendem a se basear em países com regime de competência.

Por fim, contribui-se também no sentido de testar a efetividade do sistema de metas de resultado primário, pois a legislação brasileira prevê meta objetiva, mas o indicador pode ser gerenciado.

Para a investigação empírica aqui pretendida a coleta dos dados será feita da seguinte forma. As metas e os valores realizados do resultado primário estão disponíveis no anexo da LDO de cada ano, no *site* Tesouro Nacional ou no *site* do BACEN, sob a nomenclatura de “Necessidade de Financiamento do Setor Público – NFSP”. Por sua vez, o detalhamento dos dividendos da União está disponível no *site* do Tesouro Nacional, com série histórica desde 1997, dois anos antes da criação do regime de metas. Por fim, as informações específicas das estatais são extraídas de suas demonstrações contábeis oficiais, disponíveis na *internet*, no *site* de cada empresa.

A apresentação dos dados se dará por tabelas e gráficos, com análise longitudinal. Para alcançar o objetivo deste estudo, será utilizado o método de pesquisa empírico-analítico, que, segundo Martins (2000, p.26), “são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento, análise de dados e privilegiam estudos práticos”.

2 RESULTADO FISCAL: CONCEITUAÇÃO E PARTICULARIDADES

Na década de 90, muitos países da América Latina, entre eles o Brasil, empreenderam esforço para divulgar suas estatísticas fiscais para aumentar a transparência de suas políticas econômicas (MUSSI, 2000). Nesse esforço, o estabelecimento de estatísticas fiscais demonstra a evolução das instituições do setor público do país, contribuindo para uma política fiscal mais transparente e de maior credibilidade (BACEN, 2014).

Para um país, o principal indicador de endividamento é a relação “Dívida/PIB”, que converte o valor absoluto da dívida em medida relativa, dividindo-a pelo Produto Interno Bruto – PIB. Esse indicador sinaliza capacidade de solvência e é passível de ser comparado ao longo do tempo e com outros países. A dívida absoluta não traz informação suficiente, pois países maiores e mais desenvolvidos tendem a ter dívida maior, devido à maior aceitação de seus títulos.

A evolução temporal do indicador “Dívida/PIB” é mais importante que seu valor específico. Quando o endividamento já está alto, é importante reduzir a relação “Dívida/PIB”, mas em outras situações o ideal pode ser estabilizá-la em determinado nível ou até mesmo administrar seu crescimento de forma controlada. Para estabilizar o nível de endividamento ou reduzi-lo, é importante obter resultado fiscal positivo. Na hipótese de crescimento controlado, isso pode não ser necessário.

Outra ponderação é que esse índice de endividamento é composto por dois elementos “dívida” e “PIB”. Assim, um aumento de 10% na dívida pode gerar até uma queda no endividamento, caso o PIB cresça 20%, por exemplo. Neste trabalho, por delimitação de escopo, apenas o componente da dívida será estudado.

2.1 *Resultado nominal e resultado primário*

O resultado fiscal também é chamado NFSP pelo BACEN ou Necessidade de Financiamento Líquido – NEFIL pelo Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais – DEST, e pode ser dividido em resultado nominal e resultado primário.

O resultado nominal é a variação da dívida líquida, com sinal invertido: valor positivo indica redução da dívida, valor nulo significa dívida inalterada e valor negativo indica aumento da dívida. O resultado nominal representa a diferença entre o fluxo agregado

de receitas/ingressos totais (inclusive de aplicações financeiras) e de despesas/desembolsos totais (inclusive despesas com juros), num determinado período.

Uma forma mais simples de interpretar o resultado nominal é pelo conceito de excedente líquido do governo. Supondo uma receita tributária de \$100, gastos administrativos de \$80 e despesa com juros de \$30, tem-se que o excedente “primário” de \$20 não foi suficiente para pagar os juros, de modo que o excedente “nominal” foi negativo em \$10. Assim, o resultado nominal pode ser decomposto da seguinte forma: resultado nominal = resultado primário (-) juros líquidos.

Por outro lado, o resultado primário pode ser entendido como o excedente bruto do governo, dado pela diferença simples entre receitas e despesas primárias (ingressos e saídas de caixa não financeiros), a ser utilizado para pagar os juros da dívida pública e controlar o endividamento do Estado. Por não considerar os juros, o resultado primário evidencia o esforço fiscal do setor público livre da “carga” dos déficits incorridos no passado, já que as despesas líquidas com juros dependem do estoque total da dívida pública e das taxas de juros que incidem sobre esse estoque.

Assim, o resultado primário demonstra o efeito real da política fiscal implementada pelo governo. Trata-se de um indicador essencial para avaliar a consistência entre as metas de política macroeconômicas e a sustentabilidade da dívida, ou seja, da capacidade do governo de honrar seus compromissos. Devido a essas sinalizações, o resultado primário afeta a taxa de juros dos títulos públicos e a aceitação do mercado para rolagem do estoque da dívida. Logo, o resultado primário surge como um importante indicador financeiro para avaliar o endividamento dos países.

“os indicadores fiscais são medidas de evolução das finanças do setor público que permitem avaliar o desempenho fiscal de um país ao longo do tempo”. (BACEN, 2014, p. 3)

2.2 *Conceito de Setor Público Não Financeiro*

Segundo o glossário do BACEN³, o Setor Público Não Financeiro – SPNF é composto por toda Administração pública, direta e indireta, **exceto as empresas estatais financeiras**, de todas as esferas, federal, estadual e municipal, além do BACEN, da empresa Itaipu Binacional, dos fundos públicos constituídos por contribuições fiscais ou parafiscais e

³ www.bcb.gov.br/glossario.asp?idioma=P

do sistema público de previdência social. Esse conceito é abrangente e capta o endividamento consolidado de todo o setor público (não financeiro).

Verifica-se que as estatais financeiras, que realizam atividade de intermediação financeira, são excluídas do conceito de SPNF, por definição. Essa separação tem amparo no Sistema de Contas Nacionais da Organização das Nações Unidas – ONU de 1993 que adota o critério de propriedade ou controle de empresas financeiras e não financeiras para fins de definição do conceito de setor público (Palatnik e Silveira, 2002).

Todas as demais estatais (não financeiras) estão inclusas no conceito formal de SPNF. Porém, no caso brasileiro, para fins específicos de apuração da meta de resultado primário⁴, os resultados de Petrobras e Eletrobras foram excluídos, a partir das LDOs de 2009 e 2010, respectivamente as Leis nº 11.768/08 e 12.017/09, exclusão essa repetida anualmente em cada LDO subsequente.

Por fim, o BACEN é incluído no resultado do SPNF pelo fato de transferir seu resultado automaticamente para o Tesouro Nacional, além de ser o agente arrecadador do imposto inflacionário.

2.3 *Método de apuração: abaixo ou acima da linha*

Conforme Giambiagi e Além (2011, p. 46), o resultado fiscal de qualquer entidade do setor público pode ser calculado segundo duas metodologias: abaixo ou acima da linha. O método “acima da linha” apura o resultado fiscal diretamente pela soma das receitas primárias e dedução das despesas primárias, enquanto o método “abaixo da linha” apura o mesmo resultado fiscal de forma indireta, pela variação da dívida líquida. Em termos teóricos, ambos os métodos deveria gerar o mesmo resultado, mas existem limitações operacionais e práticas que fazem surgir diferenças não explicáveis, intituladas genericamente de “discrepâncias estatísticas” nos relatórios de resultados fiscais do Tesouro Nacional.

Para todo o SPNF, o cálculo “abaixo da linha” é feito pelo BACEN, que possui dados de todo o Sistema Financeiro Nacional e pode calcular a variação da dívida líquida para

⁴ A empresa Itaipu Binacional não é estatal, mas a União exerce controle compartilhado (50%/50%) e tem contrapartida em seus direitos e obrigações. Assim, apesar de sua natureza jurídica diferenciada, alguns contratos de Itaipu integram o resultado primário da União. Porém, como a empresa não se sujeita ao sistema de controle brasileiro, os dados são apenas estimativos e nosso país não tem autonomia para fixar seus gastos (STN, 2013, p. 11). De acordo com a base de dados disponibilizada pelo *site* do Tesouro Nacional, não são todos os elementos de Itaipu que afetam o resultado primário da União, mas apenas os recursos transitórios referentes à amortização de contratos de Itaipu com o Tesouro Nacional. O impacto de Itaipu é registrado no resultado do Governo Central, em conta separada denominada “ajuste metodológico”, ou seja, não se mistura com o resultado das estatais.

cada entidade do SPNF. Enquanto órgão regulador do sistema financeiro, o BACEN tem acesso periódico aos balancetes das instituições financeiras que seguem plano de contas padronizado pelo regulador, e isso lhe permite calcular a variação dos saldos devedores do setor público. Devido à maior abrangência, amplitude, segurança, facilidade e oportuna obtenção dos dados, a estatística do BACEN “abaixo da linha” é a medida oficial de verificação da meta fixada na LDO.

A apuração do BACEN também está prevista nos acordos firmados pelo Brasil com o Fundo Monetário Internacional – FMI, desde o primeiro (Palatnik e Silveira, 2002). Dessa forma, o resultado primário informado no anexo de cada LDO é igual ao valor obtido pelo BACEN para a variação da posição devedora do SPNF, deduzida da parcela de juros apropriada pelas instituições financeiras para esse setor. A base de dados do BACEN é divulgada fornecendo os componentes a seguir⁵.

- a) **Nível federal**, com separação do Governo Federal, BACEN, INSS e do conjunto das Empresas estatais Federais.
- b) Nível regional, com separação dos valores consolidados de Governos estaduais, Governos municipais, Empresas estatais Estaduais e Empresas estatais Municipais.
- c) Nível global, obtido pela soma dos níveis federal e regional.

Por sua vez, a abertura dos diversos componentes que afetam o resultado primário está disponível apenas pelo método “acima da linha”, que é utilizada então apenas para fins analíticos e explicativos. Especificamente para o nível federal, este cálculo informativo é feito pelo Tesouro Nacional e pelo DEST, em relação ao governo central e às estatais federais, respectivamente. Esta apuração parcial decorre do fato de que as duas instituições possuem apenas os dados de suas respectivas áreas de atuação. Registre-se que o conceito de governo central utilizado no Brasil tem por base o entendimento constante do acordo firmado com o FMI, cujo item II.1.a do Memorando assinado em março de 2001 estabelece que o “*governo central* inclui o *governo federal*, o sistema de previdência social e o Banco Central do Brasil” (PALATNIK e SILVEIRA, 2002).

As demais entidades do SPNF não possuem órgão especializado para compilar seus dados e divulgar o resultado primário “acima da linha” e/ou enfrentam dificuldades

⁵ Nota-se que não se divulga o resultado de cada empresa estatal, nem de cada Estado e/ou Município, mas apenas seus consolidados.

metodológicas e operacionais para dispor desses dados oportunamente de forma a tornar possível a consolidação do SPNF pelo método “acima da linha”. Assim, o resultado fiscal (primário e nominal) dos Estados e Municípios e de suas empresas estatais é disponibilizado pelo BACEN, apenas de forma consolidada, a partir do método “abaixo da linha”⁶.

2.4 Forma de apuração: regime de caixa ou de competência

As estatísticas fiscais começaram a ser apuradas nos diversos países pelo regime de caixa, sendo que o uso do regime de competência no setor público surgiu no final da década de 1980, em países precursores como Espanha, Nova Zelândia e Austrália (WYNNE, 2008). Atualmente, Reino Unido e Estados Unidos também fazem parte do rol de países que adotam completamente o regime de competência no setor público (FERREIRA e COSTA, 2011).

No Brasil, a Portaria do Ministro da Fazenda nº 184, de 25.08.2008 determinou “à Secretaria do Tesouro Nacional - STN, órgão central do Sistema de Contabilidade Federal, o desenvolvimento [de] (...) ações no sentido de promover a convergência” ao regime de competência. Nesse contexto, o Conselho Federal de Contabilidade – CFC editou a Resolução nº 1.128/08, que informa a intenção de “promover a convergência das Normas Brasileiras de Contabilidade Aplicadas ao Setor Público, às normas internacionais, até 2012”. Essa norma define que o objeto conceitual da contabilidade pública é o patrimônio público, conjunto de ativos capaz de gerar fluxo de benefícios, presente ou futuro, com aplicação a partir de 2010. Em 2009, a Resolução CFC nº 1.268/09 excluiu a definição de recurso público associado ao fluxo de ingressos financeiros e explicitou a separação entre o Balanço Patrimonial (regime de competência) do setor público e os Balanços Orçamentário e Financeiro (regime de caixa).

Porém, esse processo não afetou a forma de apuração das estatísticas fiscais brasileiras que ainda são baseadas no regime de caixa. A definição de receita e despesa primárias não está no glossário do Tesouro Nacional⁷, mas seu *link* de séries temporais⁸ esclarece que a despesa primária é registrada “sob a ótica de caixa” e que a receita primária é registrada no momento da arrecadação. Segundo o Manual de Contabilidade Aplicado ao Setor Público – MCASP, p. 50⁹, a arrecadação “corresponde à entrega dos recursos devidos

⁶ O Tesouro Nacional coleta dados de resultados fiscais dos Estados e Municípios, pelo método “acima da linha”, mas com grande defasagem temporal e, em geral, sem contemplar todas essas entidades subnacionais, especialmente os municípios menores, razão pela qual esses dados são usados apenas em situações muito específicas.

⁷ www3.tesouro.fazenda.gov.br/servicos/glossario/glossario_r.asp ou www.tesouro.fazenda.gov.br/glossario.

⁸ www3.tesouro.fazenda.gov.br/series_temporais/principal.aspx?subtema=3#ancora_consulta

⁹ www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/mcasp

ao Tesouro pelos contribuintes ou devedores, por meio dos agentes arrecadadores ou instituições financeiras autorizadas pelo ente”. Assim, desprezando o lapso de tempo entre o repasse do intermediário para o Tesouro Nacional, constata-se que a receita primária também segue o regime de caixa.

2.5 *Sistema de metas de resultado primário*

O sistema de metas de resultado primário é um importante sinalizador para o mercado sobre o grau de austeridade da política fiscal brasileira. A adoção desse regime institucionalizou o compromisso do governo com a economia fiscal.

A utilização das metas fiscais, e particularmente de resultado primário, foi uma das muitas medidas do pacote do ajuste fiscal que aconteceu no final dos anos 90. Na época era evidente a necessidade de melhorar a política fiscal, já que nos primeiros quatro anos do Plano Real o enfoque era principalmente a política monetária e cambial (outro objetivo era a desvinculação de receitas).

“O *mix* de políticas cambial e monetária que sustentou os primeiros quatro anos do plano levou (...) crescimento extraordinário do déficit operacional¹⁰ do governo consolidado e à constituição de uma trajetória explosiva para o endividamento público.” (RAMOS, 2001, p. 59)

“mesmo diante do relativo sucesso das medidas (monetária e cambial) , os resultados primários do governo federal sofreram uma contínua deterioração entre 1994 e 1996, apresentando ligeira recuperação no período 1997-1998, sem contudo retornar ao patamar de 1994.” (RAMOS, 2001, p. 47)

“Entre 1995 e 1997, o resultado primário passou de um superávit de 0,4% do PIB para déficit de 0,9% do PIB” (VELLOSO, 1998).

Assim, só a partir de 1999, com as medidas de ajuste fiscal, é que política macroeconômica do governo brasileiro começa a ser alterada, ao dar peso menor à política monetária e aumentar o esforço em busca da estabilização do resultado primário das contas públicas (GIAMBIAGI e MOREIRA, 1999). Porém, para que essa estabilização se tornasse permanente era preciso promover uma série de reformas.

¹⁰ Termo utilizado pelo autor como sinônimo para resultado primário.

“a solução dos principais desequilíbrios fiscais no âmbito das contas primárias demandava alterações profundas tanto na estrutura de receitas quanto de despesas do setor público consolidado, as quais exigiriam um processo lento de reformas de uma série de dispositivos constitucionais e legais”. (RAMOS, 2001)

Em linha, Garcia e Casagrande (2009), afirma que o governo brasileiro implementou diversas ações a partir de 1999 que tiveram como objetivos o controle e a redução do déficit público, bem como a garantia dos pagamentos dos encargos financeiros da dívida pública.

Especificamente em 1999, Antunes (2014) afirma que foram introduzidos três mecanismos importantes, conhecidos como tripé econômico: regime de câmbio flutuante (Comunicado do BACEN nº 6.565, de 18.01.1999); regime de metas de superávit primário (confirmação em lei); e regime de metas de inflação (Decreto nº 3.088/99) conduzido pelo sistema de metas da selic¹¹. Isso tornou mais previsível as variáveis de resultado primário, inflação e taxa básica de juros, e conferiu maior credibilidade para as estratégias macroeconômicas do governo.

Em 2000, a LRF promoveu a transparência e controle dos gastos públicos e pode ser considerada como marco de conclusão do programa de estabilização.

2.5.1 A LRF brasileira

No Brasil, o regime de metas de resultado primário foi adotado inicialmente apenas para o governo federal, e apoiado apenas em normas de vigência anual, a exemplo do Decreto nº 2.773/98 (art. 2º), da Lei Orçamentária Anual – LOA de 1999 (Lei nº 9.789/99, art. 9º), e da LDO de 2000 (Lei nº 9.811/99, art. 18).

Posteriormente, a LRF institucionalizou e tornou obrigatório o regime de metas de resultado primário para todas as esferas de governo, inclusive estadual e municipal, e abrangendo todos os Poderes, inclusive Legislativo e Judiciário.

LRF. Art. 1º. Esta Lei Complementar estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal, com amparo no Capítulo II do Título VI da Constituição.

(...) §2º **As disposições desta Lei Complementar obrigam a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios.**

¹¹ <http://www.bcb.gov.br/?COPOMHIST>

§ 3º Nas referências: I - à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, estão compreendidos: a) **o Poder Executivo, o Poder Legislativo**, neste abrangidos os Tribunais de Contas, **o Poder Judiciário e o Ministério Público**; (...) Art. 4º (...) “§1º Integrará o projeto de **lei de diretrizes orçamentárias** Anexo de Metas Fiscais, em que serão estabelecidas **metas anuais**, em valores correntes e constantes, relativas a receitas, despesas, **resultados** nominal e **primário** e montante da dívida pública, para o exercício a que se referirem e para os dois seguintes”.

A edição da LRF se insere no contexto de controle da dívida pública e se destina a regulamentar a Constituição Federal, na parte da Tributação e do Orçamento (Título VI), cujo Capítulo II estabelece as normas gerais de finanças públicas a serem observadas pelos três níveis de governo: federal, estadual e municipal.

A criação desta Lei teve inspirações externas e internas, conforme Nascimento e Debus (2001, p. 4 e 8). As inspirações externas foram com base nos bons resultados que aconteciam, por exemplo, na Nova Zelândia após a introdução do *Fiscal Responsibility Act* em 1994. Essa norma passou a ser referência no debate internacional sobre políticas fiscais, devido aos excelentes resultados alcançados naquele país, além de definir critérios de transparência e responsabilidade nas finanças públicas (GIAMBIAGI e ALÉM, 2011, p. 171).

Outras inspirações externas foram a Comunidade Econômica Europeia, a partir do Tratado de Maastricht de 1992, e os Estados Unidos da América, cujas normas de disciplina e controle de gastos do governo central levaram à edição do *Budget Enforcement Act* em 1990. Estes exemplos foram tomados pelo Brasil como referência para a elaboração da LRF.

Já no âmbito interno, a LRF teve inspiração no Programa de Apoio à Reestruturação e ao Ajuste Fiscal dos Estados, iniciado em 1995 com o Voto 162 do Conselho Monetário Nacional – CMN, e na Lei nº 9.496/97, que autorizou a União a assumir a dívida pública mobiliária dos Estados e do Distrito Federal.

A edição da LRF está aliada também aos princípios da *New Publica Management* da *accountability*. O primeiro termo surgiu na década de 80 e denota o movimento de modernizar o setor público com a adoção de mecanismos de gestão do setor privado (HERBEST, 2010). Segundo Medeiros, Crantschaninov e Silva (2013), o termo *accountability* não possui definição precisa mesmo na língua inglesa sendo associada, de forma simplificada, à responsabilização e prestação de contas.

Depois da edição da LRF, a política fiscal se caracterizou por uma maior disciplina e transparência em relação às contas públicas (GARCIA e CASAGRANDE, 2009). A

introdução de metas de superávit primário em Lei teve como objetivo dar mais segurança e credibilidade as medidas para o ajuste fiscal não só de curto prazo, mas também como medida de longo prazo.

A LRF é importante não só porque promoveu a transparência e controle de gastos públicos, mas também porque fixou parâmetros objetivos para responsabilizar o gestor que descumprir os limites e metas fixadas, inclusive penalmente nos termos do seu art. 73, combinado com o art. 10, item 4, da Lei nº 1.079/50. Além disso, tais parâmetros serão sempre avaliados pelos órgãos de controle¹² e qualquer cidadão ou associação pode apresentar denúncia sobre eventual descumprimento, conforme art. 73-A e inciso I do caput e do §1º do art. 59.

Por fim, destaca-se que a LRF é lei complementar, o que a torna mais estável e duradoura, pois qualquer alteração de seu texto depende da concordância da maioria absoluta de todos os parlamentares do Congresso. Isso se contrapõe à lei ordinária, que exige apenas a maioria daqueles que estiverem presentes na sessão legislativa, conforme arts. 69 e 47 da Constituição Federal, respectivamente.

2.5.2 *Abrangência das metas de resultado fiscal*

A abrangência da meta fiscal sofreu mutações ao longo do tempo. Em 1998 e 1999, a meta foi fixada apenas para o orçamento fiscal e da seguridade, ou seja, sem as empresas estatais e sem estados e municípios.

Decreto nº 2.773/98: Art. 2º Para 1998, o resultado primário dos **orçamentos fiscal e da seguridade social** deverá ser positivo e de, no mínimo, R\$ 5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais).

LOA 1999: Art. 9º O superávit primário implícito nos **Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social** constantes desta Lei, no montante de R\$ 16.342.800.000,00 (dezesseis bilhões, trezentos e quarenta e dois milhões e oitocentos mil reais), deverá ser o resultado mínimo verificado ao final da execução orçamentária do exercício financeiro de 1999.

¹² No nível federal, os órgãos de controle são o Tribunal de Contas da União – TCU, a Controladoria Geral da União – CGU e o Ministério Público da União – MPU.

Entre 2000 e 2005, a meta foi fixada para o nível federal, incluídas suas estatais: primeiro com termo explícito e depois com referência ao Programa de Dispêndios Globais – PDG.

LDO 2000. Art. 18. A elaboração do projeto, a aprovação e a execução da lei orçamentária de 2000 deverão levar em conta a obtenção de um superávit primário de, no mínimo, R\$ 30.500.000.000,00 (trinta bilhões e quinhentos milhões de reais) nos **Orçamentos Fiscal, da Seguridade Social e das empresas estatais federais**.

LDO 2001. Art. 18. A elaboração do projeto, a aprovação e a execução da lei orçamentária de 2001 deverão levar em conta a obtenção de superávit primário conforme discriminado no Anexo de Metas Fiscais, nos **orçamentos fiscal e da seguridade social**, e de, no mínimo, R\$ 1.244.222.000,00 (um bilhão, duzentos e quarenta e quatro milhões e duzentos e vinte e dois mil reais) no programa de que trata o inciso IV do § 2º deste artigo.

(...) § 2º (...) IV – demonstrativo sintético do **Programa de Dispêndios Globais das empresas estatais** que não integram os orçamentos fiscal e da seguridade social, onde deverá estar consubstanciado o resultado primário dessas empresas e a metodologia de apuração do resultado.

A partir da LDO 2006, o Congresso Nacional fixou meta para o setor público consolidado, incluindo Estados e Municípios, sendo que a explicitação do termo “não financeiro” surgiu na LDO 2012.

LDO 2006: Art. 2º A elaboração e aprovação do projeto da Lei Orçamentária de 2006 e a execução da respectiva lei deverão ser compatíveis com a obtenção da **meta de superávit primário para o setor público consolidado**, equivalente a 4,25% (quatro inteiros e vinte e cinco centésimos por cento) do Produto Interno Bruto – PIB, sendo 2,45% (dois inteiros e quarenta e cinco centésimos por cento) para os orçamentos fiscal e da seguridade social e 0,70% (setenta centésimos por cento) para o Programa de Dispêndios Globais [relativo às estatais], conforme demonstrado no Anexo de Metas Fiscais constante do Anexo IV desta Lei.

LDO 2012: Art. 2º A elaboração e a aprovação do Projeto de Lei Orçamentária de 2012, bem como a execução da respectiva Lei, deverão ser compatíveis com a obtenção da meta de **superávit primário, para o setor público consolidado não financeiro** de R\$ 139.822.000.000,00 (cento e trinta e nove bilhões, oitocentos e vinte e dois milhões de reais), sendo R\$ 96.973.000.000,00 (noventa e seis bilhões, novecentos e setenta e três milhões de reais) para os Orçamentos Fiscal e da

Seguridade Social e R\$ 0,00 (zero real) para o Programa de Dispêndios Globais, conforme demonstrado no Anexo de Metas Fiscais constante do Anexo III desta Lei.

A inclusão de Estados e Municípios é confirmada pela observação de que, a partir de 2006, a meta consolidada é maior que o valor atribuído ao nível federal (soma do orçamento fiscal e da seguridade social com as estatais). Porém, a LDO aprovada pelo Congresso Nacional é a que se refere ao governo federal e, como tal, não fixa meta específica para cada Estado e/ou Município¹³, nem para cada empresa estatal dos três níveis de governo. O texto das LDOs aprovadas pelo Congresso Nacional individualiza apenas o governo federal (orçamento fiscal e da seguridade social) e prevê compensação apenas com o total das empresas estatais federais, conforme previsto em lei desde a LDO 2001¹⁴, inclusive depois de 2006, quando os Estados e Municípios foram incluídos na meta.

LDO 2001: Art. 18. § 1º Durante a execução dos orçamentos mencionados no caput deste artigo, poderá haver **compensação** de eventual frustração da meta dos **orçamentos fiscal** e da seguridade social por excedente do resultado apurado no **programa de que trata o inciso IV do § 2º deste artigo [relativo às estatais]**.

LDO 2006. § 1º Poderá haver **compensação** entre as metas estabelecidas para os **orçamentos fiscal** e da seguridade social e para o **Programa de Dispêndios Globais** de que trata o art. 11, inciso VI, desta Lei [**relativo às estatais**].

Ocorre que a fixação de meta consolidada para todo o setor público gera dificuldades operacionais práticas, pois não é possível responsabilizar nenhum ente público específico por seu cumprimento. Assim, na prática, apenas a meta do nível federal tem validade e apenas ela é monitorada pelo Anexo de Metas Fiscais da LDO do governo federal, que contém o cumprimento das metas de anos anteriores. Por exemplo, no ano de 2006, a meta do SPNF era 4,25% e o Anexo de Metas Fiscais atesta o cumprimento da meta de 3,15%, que foi o total atribuído ao nível federal.

¹³ Para cumprir a LRF, supõe-se que a LDO de cada Estado e Município deveria prever meta fiscal o respectivo ente de forma individualizada. Em consulta, não se encontrou esse tipo de dispositivo na LDO 2014 de Minas Gerais e São Paulo. Essa análise extrapola o escopo desta pesquisa.

¹⁴ O Decreto nº 2.773/98 e a LOA 1999 fixaram meta apenas para o Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social – OFSS. A LDO 2000, editada antes da LRF, fixou meta geral de 2,7% e atribuiu 2,6% para OFSS, sem compensação. Ao final daquele ano, o resultado geral foi de 2,8% mas o OFSS foi apenas 1,9%. Como aquela LDO foi editada antes da LRF, supõe-se ter sido possível alterá-la após o encerramento do respectivo exercício, pelo art. 5º da Lei nº 10.210/01, para majorar permitir compensação, sendo que a meta geral foi majorada para o nível já realizado de 2,8%.

2.5.3 *Fixação das metas de resultado fiscal: valor nominal ou percentual do PIB*

A LRF exige que a meta seja expressa em “valores correntes e constantes”, mas elas foram fixadas como percentual do PIB entre 2004 e 2010. O uso de percentual também ocorreu na versão inicial da LDO de 2000, depois alterada para valor absoluto, conforme segue.

a) Fixação da meta em valor absoluto

LDO 2003. Art. 15. A elaboração do projeto, a aprovação e a execução da lei orçamentária de 2003 deverão levar em conta a **obtenção de superávit primário, conforme discriminado no Anexo de Metas Fiscais** [em valor absoluto].

b) Mudança para percentual ao PIB

LDO 2004. Art. 15. A elaboração do projeto da lei orçamentária de 2004, a aprovação e a execução da respectiva lei deverão levar em conta a **obtenção de superávit primário em percentual** do Produto Interno Bruto - PIB, conforme discriminado no Anexo de Metas Fiscais, constante do Anexo III desta Lei.

c) Retorno para o valor absoluto

LDO 2011: Art. 2º A elaboração e a aprovação do Projeto de Lei Orçamentária de 2011, bem como a execução da respectiva Lei, deverão ser compatíveis com a obtenção da **meta de superávit primário**, para o setor público consolidado de **R\$ 117.890.000.000,00** (cento e dezessete bilhões, oitocentos e noventa milhões de reais), sendo R\$ 81.760.000.000,00 (oitenta e um bilhões, setecentos e sessenta milhões de reais) para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social e R\$ 0,00 (zero reais).

3 GERENCIAMENTO DO RESULTADO PRIMÁRIO

A literatura sobre gerenciamento de resultado surgiu na contabilidade empresarial e esse conceito pode ser transposto para finanças públicas. Este tópico apresenta essas duas abordagens.

3.1 *Conceito contábil*

Um dos produtos mais importantes da contabilidade para os diversos usuários é a informação sobre o resultado obtido no exercício: lucro ou prejuízo. Geralmente, é com base nesse indicador que se avalia o desempenho das empresas, como mostra Martinez (2008).

Paulo (2007, p.10) ressalta que a representação fiel dos eventos econômicos pela contabilidade pode auxiliar os usuários nas tomadas de decisão e reduzir assimetria informacional, pois, à luz do trabalho de Akerlof (1970) o administrador da empresa possui maior conhecimento sobre os negócios da empresa do que os acionistas. Na mesma linha, Nardi e Nakao (2009) consideram a contabilidade um sistema de informação que deve transparecer a verdadeira realidade da companhia, permitindo maior simetria informacional entre a empresa e os diversos usuários.

Porém, a contabilidade fornece uma comunicação seletiva porque os gestores podem selecionar as informações mais convenientes aos seus interesses (LOPES e MARTINS, 2005). Ainda, dentro das empresas há pessoas com necessidades e incentivos diferentes para uso da informação contábil, as quais podem usar a liberdade permitida em lei para atingir interesses singulares (NARDI e NAKAO, 2009).

As normas contábeis não são rígidas, sendo possível ao administrador exerça certa discricionariedade ao longo do tempo. Isso permite liberdade na mensuração do resultado da empresa, seja ele lucro ou prejuízo, pois parte desse resultado pode decorrer de ajustes contábeis, sem qualquer correlação com a realidade do negócio (Lopes e Martins, 2005). Assim, esses ajustes seriam motivados por fatores externos à empresa, que levam os executivos a manipular a informação contábil da forma que melhor lhes convém (Martinez, 2008). Segundo Jones (1991, p. 223), o gerenciamento de resultado equivale a uma decisão contábil que visa para alterar o lucro da empresa, por intermédio dos *accruals*, em face de incentivo externo. Outras definições formais de gerenciamento de resultado contábil são:

“Escolha (...) de políticas contábeis para atingir objetivos específicos” (SCOTT, 2003, p. 369)

“escolhas contábeis para alterar as informações contábeis com o objetivo de influenciar análise empresarial” (PAULO, 2007, p. 258)

“uso de julgamento (...) para alterar os relatórios contábeis e confundir (...) ou influenciar os resultados contratuais” (HEALY e WAHLEN, 1999, p. 368)

“intervenção proposital no processo de divulgação contábil com o objetivo de obter ganho privado” (SCHIPPER, 1989, p. 92)

“escolhas de práticas contábeis ou tomadas de decisões operacionais com o propósito de elaborar relatórios e divulgar números contábeis diferentes dos que seriam elaborados e divulgados sem a adoção de tais práticas e/ou a tomada de tais decisões” (MARTINEZ e CARDOSO, 2013, p. 1).

“uso oportunista dos *accruals* para enganar os usuários dos relatórios financeiros” (DECHOW e DICHEV, 2002, p. 36)

“escolha de procedimentos contábeis dentro da flexibilidade permitida pelas normas que tem como objetivo mostrar uma imagem diferente da entidade” (RODRIGUES, 2013, p. 41)

No intuito de consolidar as definições acima e aproximar a linguagem ao foco deste trabalho, propõe-se aqui utilizar o termo “gerenciamento de resultados” como sendo o exercício de discricionariedade contábil com intenção proposital de alterar artificialmente algum indicador econômico-financeiro (que pode inclusive ser o indicador de resultado primário no nível federal). Esse conceito diferencia erro, manipulação e exercício legítimo da discricionariedade contábil, não sendo necessário explicitar o interesse específico que motivou o gerenciamento, nem o tipo de gerenciamento empregado (*accruals* ou atividades reais).

Segundo Antunes (2014), quando a informação é divulgada fora dos padrões contábeis, há erro ou fraude. Por outro lado, quando o padrão contábil é obedecido, a informação pode representar ou não fielmente a realidade da empresa.

Antunes (2014) também esclarece que existem duas formas principais de gerenciamento de resultados, baseadas nas atividades reais ou nos *accruals*. O gerenciamento

com atividades reais altera diretamente as operações normais da empresa para apresentar informações mais satisfatórias, sem uso de nenhum procedimento ou escolha contábil (GUNNY, 2005; ROYCHOWDHURY, 2006; MARTINEZ e CARDOSO, 2013). O gerenciamento com *accruals* é mais sutil e modifica apenas a apresentação contábil da realidade, intervindo nas etapas contábeis de identificação, mensuração ou evidenciação, sem intervir no evento econômico propriamente dito. O termo *accruals* denota a diferença dos registros obtidos pelos regimes de caixa e competência, que tendem a ser apenas temporais, mas podem também ser fruto de gerenciamento (MARTINEZ, 2001).

Ainda, segundo Martinez (2001, p.43), as principais motivações para a prática de gerenciamento são atingir metas de referência ou reduzir a variabilidade do resultado.

3.2 *Aplicação ao setor público*

A partir das definições contábeis anteriores, propõe-se usar aqui o termo “gerenciamento de resultado primário” para caracterizar o uso da discricionariedade contábil do Tesouro Nacional para aumentar artificialmente sua estatística de resultado primário. Como as estatísticas fiscais brasileiras são baseadas no regime de caixa, conclui-se que o gerenciamento com *accruals* não se aplica, sendo que a principal estratégia disponível será a intervenção em atividades reais.

A teoria sobre gerenciamento de resultados foi amplamente desenvolvida na área de contabilidade, enquanto que a discussão sobre resultado primário é eminentemente afeta à área de economia. Apesar de envolver áreas diferentes, a junção dos dois temas é perfeitamente possível, apesar de pouco estudada (FERREIRA e COSTA, 2011, p. 2).

Algumas referências internacionais sobre gerenciamento no setor público, ou contabilidade criativa, são Milesi-Ferretti (2003 e 2006), Hagen e Wolff (2006), Stalebrink (2007), Pilcher e Zahn (2008) e Benito, Montesinos e Bastida (2008).

No Brasil, não se encontrou nenhum artigo publicado em periódico relevante. No total, foram pesquisados 30 periódicos com publicação predominante em português: 17 da área de contabilidade, listados por Avelar *et al* (2014, p. 7), 12 da área de economia, relacionados por Rente, Leão e Leite (2009, p. 7), e a Revista de Administração Pública, identificada por Medeiros, Crantschaninov e Silva (2013) como a que mais publicou artigos no Brasil sobre *accountability*, termo esse associado à responsabilização e prestação de contas. Considerando que o sistema de metas de resultado primário foi institucionalizado com a LRF em 2000, foram consultados apenas os artigos publicados a partir daquele ano,

utilizando como parâmetro de busca as palavras “resultado primário” ou “contabilidade criativa”. A lista completa dos periódicos pesquisados está apresentada no Anexo I.

Inobstante, prosseguiu-se com pesquisa não estruturada na *internet* sobre outras fontes nacionais, inclusive congressos e textos de discussão. Com isso, foi possível encontrar quatro trabalhos sobre gerenciamento no setor público brasileiro, apresentados a seguir¹⁵.

Dalmonech *et al* (2008) identificaram manipulação dos gastos com a educação do Espírito Santo e do Rio de Janeiro para fins de cumprimento do percentual mínimo constitucional. Santos, Machado e Scarpin (2012) verificaram o uso de outras receitas e despesas nos Municípios de Santa Catarina. Essas duas pesquisas, portanto, não abordam o resultado primário.

Augustinho, Oliveira e Lima (2013) e Roarelli, Ornelas e Filho (2013) investigam práticas de contabilidade criativa para aumentar o resultado primário do governo federal, com base no uso de restos a pagar e de operações financeiras com partes relacionadas, respectivamente. Porém, esses trabalhos não se utilizam do conceitual teórico de gerenciamento de resultados e não verificam se a criatividade contábil foi decisiva para o cumprimento das metas de resultado primário.

Dessa forma, considerando o levantamento bibliográfico realizado, pode-se afirmar que a abordagem desta dissertação é inédita no Brasil.

Na abordagem tradicional, oriunda da contabilidade empresarial, a prática de gerenciamento de resultados não é observável diretamente e seu estudo envolve a estimação de modelos econométricos que buscam verificar a associação entre a variação agregada dos números contábeis e *proxies* usadas para representar incentivos pró-gerenciamento (PAULO, 2007). Nesse contexto, a abordagem aqui utilizada para finanças públicas se diferencia não só por envolver outra área, como também porque não há uso de nenhuma ferramenta estatística, nem de dados agregados. Esta pesquisa analisa operações individuais divulgadas publicamente e cujo impacto no resultado primário pode ser mensurado de forma isolada, sendo possível observar diretamente se determinada estratégia específica de gerenciamento do governo foi decisiva ou não para cumprimento das metas fiscais.

¹⁵ Encontraram-se também os trabalhos nacionais de Gerardo (2010) e Ferreira e Costa (2011). O primeiro permite fazer inferências sobre gerenciamento, mas esse assunto não é abordado diretamente. O segundo estuda gerenciamento no setor público australiano.

4 **INSERÇÃO DAS ESTATAIS NO CÁLCULO DO RESULTADO PRIMÁRIO**

Conceitualmente, empresa estatal é aquela cuja maioria do capital social com direito a voto pertence, direta ou indiretamente, à União, Estados e Municípios (LRF, art. 2-II). As estatais seguem o regime jurídico do setor privado, mas sua criação depende de autorização legal fundamentada em relevante interesse público, por imposição da Constituição Federal, art. 173 e incisos XIX e XX do art. 37.

Juridicamente, com base no art. 5º dos Decretos-Lei nº 200/67 e 900/69, e no art. 1º do Decreto nº 6.021/07, as estatais *federais* podem ser classificadas como: i) Empresas Públicas, com capital exclusivamente público; ii) Sociedades de Economia Mista, com participação minoritária de capital privado; iii) Subsidiárias, que são empresas controladas pelas anteriores; e iv) demais empresas controladas pela União.

Atualmente, existem 146 estatais federais¹⁶, sendo 98 subsidiárias e 48 controladas diretamente pela União¹⁷. A inserção das 48 estatais controladas diretamente no cálculo do resultado primário segue quatro regras:

- a) Instituições financeiras: excluídas por definição, pois o resultado primário é calculado para o setor público não financeiro;
- b) Petrobras e Eletrobras: excluídas de forma isolada, por força das Leis nº 11.768/08 e 12.017/09, exclusão essa mantida nas LDOs seguintes;
- c) Empresas dependentes¹⁸: incluídas no resultado primário do próprio governo central, por força da LRF, art. 50, inciso III; e
- d) Demais estatais: incluídas no resultado consolidado do setor público, com base nos acordos celebrados pelo Brasil com o FMI (PALATNIK e SILVEIRA, 2002).

¹⁶ Lista disponível em <http://www.planejamento.gov.br/ministerio.asp?index=4&ler=c638>. O DEST disponibiliza três listas de estatais: i) empresas com PDG, que abrange todas as estatais não dependentes; ii) empresas dependentes, que não integram o PDG; e iii) empresas com Orçamento de Investimentos – OI, que estão todas dentro do PDG. Algumas empresas que fazem parte do PDG não possuem ativo imobilizado e por isso não possuem OI.

¹⁷ Como as subsidiárias pagam dividendo para a respectiva empresa controladora e não afetam a conta único do Tesouro Nacional, elas não são relevantes para este trabalho.

¹⁸ Nos termos da LRF, art. 2-III, empresa estatal dependente é aquela que recebe recursos financeiros do ente controlador “para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária”.

A quantidade de estatais federais em relação seu ao enquadramento no resultado primário está resumida na Tabela 1 a seguir. A relação nominal dessas empresas está apresentada no Anexo II.

Tabela 1: Enquadramento das estatais no resultado primário

	Quantidade	Percentual
Empresas excluídas	106	73%
Subsidiárias	98	67%
Instituições financeiras	6	4%
Petrobras e Eletrobras	2	2%
Empresas incluídas	40	27%
Resultado do governo central - dependentes	18	12%
Resultado próprio - demais	22	15%
TOTAL	146	100%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do DEST, com posição de 08.09.2014.

De acordo com Gobetti (2010, p. 43), a contribuição das estatais para o cumprimento das metas fiscais de superávit primário é crescente e pode responder por mais da metade do esforço necessário para cumprimento das metas de ajustes fiscais, como ocorrido em 2009 e 2014 (vide Tabela 8). Isso demonstra a importância dessas empresas no contexto macroeconômico.

Inobstante, a partir de 2010, o art. 2º de cada LDO explicita meta zero (não apresentar déficit) para o grupo das vinte e duas estatais inseridas no primário com resultado próprio, sendo que inexistente meta específica para cada empresa individualizada. Assim, infere-se que a contribuição das estatais para o resultado primário deve estar concentrada nas estatais que estão excluídas do seu cálculo.

LDO 2010. Art. 2º A elaboração e a aprovação do Projeto de Lei Orçamentária de 2010, bem como a execução da respectiva Lei, deverão ser compatíveis com a obtenção da meta de resultado primário, para o setor público consolidado, equivalente a 3,10% (três inteiros e dez centésimos por cento) do Produto Interno Bruto - PIB, sendo 2,15% (dois inteiros e quinze centésimos por cento) para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social e **0,0% (zero por cento) para o Programa de Dispendios Globais [relativo às estatais]**, conforme demonstrado no Anexo de Metas Fiscais constante do Anexo IV desta Lei.

4.1 *Depuração do conjunto das estatais*

No Brasil, as estatais não financeiras integram o cálculo do resultado primário desde o primeiro acordo celebrado pelo Brasil com o FMI (PALATNIK e SILVEIRA, 2002), sendo que a primeira operação do FMI em favor do Brasil remonta a 1954, conforme Almeida (2012, p. 146). Sobre o assunto, o item II.1.a do Memorando de Entendimento entre Brasil e FMI, assinado em março de 2001, estabelece que o “saldo primário acumulado do setor público consolidado é definido como sendo a soma (...) das várias entidades que compõem o setor público, o qual, por sua vez, é definido como sendo o governo (...) e as empresas públicas”. Esse documento cita as empresas públicas de forma genérica, mas as instituições financeiras estão excluídas, pois se usa a definição de setor público não financeiro.

Nota-se que as estatais não financeiras estão incluídas no resultado primário da mesma forma que as outras partes relacionadas ao governo, como as autarquias e fundações públicas mencionadas no Decreto-Lei nº 200/67. A intenção seria captar o endividamento total do governo, inclusive aquele indireto feito através de qualquer entidade ligada. Nesse aspecto, lembra-se que as estatais federais foram utilizadas na década de 1970 como veículos para obter financiamento externo para o governo (WERNECK, 1986), contando com o aval do Tesouro Nacional. Em linha, o Manual Técnico de Orçamento do DEST¹⁹, explica que o endividamento das empresas sensibiliza o resultado primário.

Porém, a inserção de todas as estatais não financeiras no resultado fiscal do governo não guarda relação com outras referências do próprio FMI (PALATNIK e SILVEIRA, 2002). O Manual de Transparência Fiscal do FMI²⁰, por exemplo, consagra o princípio da separação entre as contas do governo e das empresas estatais. Em linha, o art. 165, §5º, da Constituição Federal separa o orçamento fiscal da União e o orçamento de investimentos das estatais federais. Destaca-se que a Constituição Federal coloca a administração indireta dentro do conceito de União, o que poderia suscitar dúvidas, pois o art. 4º, inciso II, do Decreto Lei nº 200/67 define as estatais como entidades da administração indireta. Porém, a LRF esclarece que, nas normas de finanças públicas, apenas as empresas dependentes são abrangidas nas referências à União.

¹⁹ www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/dest/download/130729_manual_pdg_empresas.pdf
²⁰ www.imf.org/external/np/fad/trans/manual/index.htm

Constituição Federal

Art. 165 (...) § 5º - A lei orçamentária anual compreenderá:

I - o orçamento fiscal referente aos Poderes da União, seus fundos, órgãos e entidades da administração direta e indireta, inclusive fundações instituídas e mantidas pelo Poder Público;

II - o orçamento de investimento das empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto;

III - o orçamento da seguridade social, abrangendo todas as entidades e órgãos a ela vinculados, da administração direta ou indireta, bem como os fundos e fundações instituídos e mantidos pelo Poder Público.

LRF

Art. 1º (...) § 3º Nas referências:

I - à União, aos Estados, ao Distrito Federal e aos Municípios, estão compreendidos:

a) o Poder Executivo, o Poder Legislativo, neste abrangidos os Tribunais de Contas, o Poder Judiciário e o Ministério Público;

b) as respectivas administrações diretas, fundos, autarquias, fundações e empresas estatais dependentes;

Assim, esta dissertação infere que haveria espaço normativo para excluir todas as estatais não dependentes dos resultados do governo brasileiro. Esse critério de separação, baseado na dependência de recursos públicos, seria compatível com a prática vigente na União Europeia, que exclui do conceito de setor público as empresas cujo faturamento supera 50% dos custos de produção (PALATNIK e SILVEIRA, 2002). Esse espaço normativo permitiu a exclusão isolada da Petrobras e da Eletrobras e poderia também viabilizar a exclusão das demais empresas não dependentes.

Destaca-se que todas as estatais não dependentes possuem receitas próprias que seguem fluxo próprio, desvinculado do orçamento do governo. Em linha, Júnior (2007, p. 17) sugere cautela ao consolidar as empresas estatais com o governo, pois as estatais estão engajadas em operações que são de natureza distinta daquelas executadas pelo governo. Além disso, infere-se que o governo pode ter incentivo para antecipar receitas ou postergar despesas e investimentos dessas empresas, pois qualquer fluxo de caixa não financeiro da estatal integra o resultado primário do governo. Nessa hipótese, o governo poderia gerenciar o resultado primário consolidado afetando diretamente os negócios das empresas.

Assim, infere-se risco de distorção do resultado primário, seja computando o fluxo operacional normal dos negócios, seja postergando interferindo nas operações para fins de gerenciamento. Isso corrobora a sugestão anterior para retirar todas as estatais não dependentes do cálculo do resultado primário e do conceito de SPNF, especialmente considerando que as estatísticas fiscais são atualmente baseadas no regime de caixa. Nessa hipótese, apenas o fluxo financeiro direto entre o Tesouro Nacional e a empresa iriam sensibilizar o resultado primário, seguindo a lógica de caixa usada atualmente nas estatísticas

fiscais, sem prejuízo do acompanhamento dos passivos contingentes no anexo de riscos fiscais exigido pela LRF.

LRF. Art. 4º (...) § 3º A lei de diretrizes orçamentárias conterá Anexo de Riscos Fiscais, onde serão avaliados os passivos contingentes e outros riscos capazes de afetar as contas públicas, informando as providências a serem tomadas, caso se concretizem.

Interessante observar que a proposta originária da LDO 2015 (PLN 3/2014 CN) sugeriu um texto alternativo, que fixava meta isolada para o Governo Central, sem incluir as estatais federais. Porém, isso não foi aprovado pelo Congresso. Assim, no Brasil, ainda permanece a inclusão das estatais nas estatísticas do governo.

PLN 3/2014 CN: Art. 2º (...) § 1º **A meta de superávit primário do governo central será de R\$ 114.669.000.000,00** (cento e quatorze bilhões, seiscentos e sessenta e nove milhões de reais) e poderá ser reduzida em até R\$ 28.667.000.000,00 (vinte e oito bilhões, seiscentos e sessenta e sete milhões de reais) relativos às programações do Programa de Aceleração do Crescimento - PAC.

4.2 *Impactos das estatais federais no resultado primário*

Conforme apresentado anteriormente, a apuração do resultado primário das estatais federais pode ser calculada pelos dois métodos disponíveis: acima da linha pelo DEST ou abaixo da linha pelo BACEN. Devido ao seu detalhamento, o valor apurado pelo DEST costuma ser o mais utilizado para análise das estatais. Ele é baseado no regime de caixa e considera todas as receitas (não financeiras) arrecadadas pelas empresas e todas as despesas (não financeiras) efetivamente pagas, correntes e de capital, inclusive dispêndios com investimentos.

De acordo com o Manual Técnico de Orçamento do DEST, o resultado primário próprio de cada estatal é calculado em quatro etapas. As duas primeiras se aproximam da apuração do fluxo de caixa operacional pelo método indireto: a) somam-se as receitas e despesas contábeis do regime de competência, similar ao cálculo do lucro líquido; e b) promove-se ajustes contábeis para aproximação ao regime de caixa, por meio da eliminação dos *accruals*²¹ registrados nas variações de diversas rubricas patrimoniais como

²¹ Termo contábil que denota a diferença o valor apurado entre o regime de caixa e de competência.

Contas a Receber e Contas a Pagar. *Accruals* é o termo contábil que denota a diferença o valor apurado entre o regime de caixa e de competência. Em seguida, excluem-se as receitas e despesas financeiras que afetaram o lucro e somam-se os fluxos de caixa (não financeiros) de investimento e de financiamento, como os aportes de capital, o pagamento de dividendos, os investimentos em capital fixo e as inversões financeiras em outras empresas, inclusive em Sociedade de Propósito Específico – SPE.

Em suma, infere-se que o resultado primário próprio das estatais equivale ao fluxo de caixa total menos os itens financeiros (ex: amortização de empréstimos e pagamento de juros) e pode ser decomposto em quatro componentes: fluxo de caixa operacional, realização de investimentos, recebimento de aporte e pagamento de dividendo.

4.2.1 Impacto do fluxo operacional e dos investimentos feitos pelas estatais

Os dois primeiros elementos, sobre fluxo de caixa operacional e investimentos, corroboram a inferência anterior de que as estatais não dependentes não deveriam afetar o resultado primário do governo.

O fluxo operacional das estatais segue a dinâmica dos negócios e não tem nenhuma relação com a política fiscal do governo. Nos investimentos e inversões financeiras, as empresas possuem autonomia financeira, assegurada pelo Decreto Lei nº 200, art. 26, inciso IV, e podem inclusive planejar sua estrutura de capital com recursos de terceiros, recorrendo inclusive ao mercado de capitais do Brasil e do Exterior, em busca de fontes mais atrativas de financiamento.

Assim, em ambos os casos, apenas se o fluxo operacional e o investimento afetassem diretamente o governo é que o resultado primário deveria ser sensibilizado, de modo que os principais componentes do resultado primário das estatais são efetivamente o recebimento de aporte e o pagamento de dividendo, analisados a seguir.

4.2.2 Impacto do aporte de capital e dos empréstimos transferidos pela União

O Tesouro Nacional pode financiar as estatais de várias formas, entre as quais se destacam: a) aporte de capital mediante transferência direta de recursos financeiros, intitulada como Adiantamento para Futuro Aumento de Capital – AFAC no Manual SIAFI do Tesouro Nacional²²; b) a transferência de bens; e c) a concessão de empréstimos, inclusive sob a forma

²² <http://manualsiafi.tesouro.fazenda.gov.br/pdf/020000/021100/021122>

de instrumento híbrido. O aporte em dinheiro ou em bens e o empréstimo a empresas controladas estão previstos nos art. 7º e 179, inciso II da Lei nº 6.404/76, enquanto que o instrumento híbrido está previsto na Resolução CMN nº 4.192/13 (antiga Resolução nº 2.543/98).

O AFAC é a opção mais simples e transparente, pois precisa constar de rubrica específica do Orçamento de Investimentos – OI, nos termos do art. 37, §3º, inciso II, da LDO 2014. No Programa de Dispêndios Globais – PDG, o AFAC é intitulado Participação da União no Capital – PUC e está identificado pela rubrica nº 131.100 (DEST, 2013, p. 20). Porém, o AFAC gera saída imediata de caixa no Tesouro Nacional. Nas estatais dentro do resultado primário, isso é compensado pelo registro de receita na estatal, mas naquelas que estão fora do resultado primário, o AFAC reduz o resultado primário de imediato. Logo, esta dissertação infere que há incentivo para que, visando o gerenciamento do resultado fiscal, o AFAC não seja utilizado nas empresas *fora* do resultado primário.

A capitalização em bens é rara por ser mais complexa, pois depende da existência prévia de ativo específico da União que seja efetivamente útil para as operações da empresa. Além disso, exige avaliação por perito e convocação de Assembleia Geral, nos termos da Lei nº 6.404, art. 8º. Um exemplo importante de capitalização em bens ocorreu na Petrobras em 2010, mediante ativos do Pré-Sal.

Dessa forma, para fins de gerenciamento fiscal, esta dissertação infere que as empresas fora do resultado primário tendem a receber recursos apenas mediante empréstimos (operação financeira), cuja modalidade deve ser do tipo instrumento híbrido nas instituições financeiras para favorecer seu índice de Basileia, que representa a exigência mínima de capital para suportar riscos bancários (Medeiros e Pandini, 2007). Isso permite identificar que o foco desse trabalho será a capitalização das empresas fora do resultado primário com empréstimos, especialmente do tipo híbrido.

4.2.3 *Impacto dos dividendos pagos pelas estatais*

O dividendo pago por qualquer estatal sempre gera efeito direto e positivo no caixa do Tesouro Nacional. Nas estatais dentro do resultado primário, isso é compensado pelo registro de despesa primária na estatal, mas naquelas que estão fora do resultado primário, o dividendo aumenta o resultado primário de imediato, na proporção das ações detidas pela União. Logo, esta dissertação infere que há incentivo para que, visando o gerenciamento do resultado fiscal, o dividendo seja majorado nas empresas *fora* do resultado primário. Frisa-se

que o dividendo é um fato permutativo e, portanto, não é despesa contábil, mas para efeitos de resultado primário, calculado pelo conceito de caixa, o dividendo é considerado despesa primária.

Assim, nota-se que o potencial de gerenciamento do aporte e do dividendo recai sobre o mesmo tipo de empresa estatal, aquela que está *fora* da meta de resultado primário. Isso corrobora a inferência anterior de que a contribuição das estatais para o resultado primário se concentra nesse tipo de empresa.

4.3 Formas de gerenciamento do resultado primário

O descumprimento das metas de resultado primário implica não só em perda de credibilidade do governo, com impacto negativo nas expectativas econômicas, como também pode gerar punição penal e administrativa do Presidente da República. Isso gera incentivos para que o governo utilize artifícios contábeis para aumentar o valor atribuído ao indicador e cumprir a meta estabelecida.

Adaptando as inferências de Martinez (2008, p.43) para o setor público, as duas principais motivações para o gerenciamento do resultado primário seriam cumprir a meta anual prevista na LDO e transferir resultado extraordinário de um exercício para outro.

Considerando que o resultado primário é medido pelo regime de caixa e que o governo federal controla partes relacionadas que estão excluídas do seu cálculo, infere-se que algumas formas de gerenciamento podem ser categorizadas nos seguintes tipos:

- a) transferir resultado primário de um exercício para outro;
- b) alterar o cálculo da meta;
- c) postergar despesas de final de ano para o ano seguinte;
- d) antecipar receitas de anos futuros para o exercício corrente; e
- e) estruturar operações financeiras com partes relacionadas para aumentar o resultado primário.

a) Gerenciamento com suavização do resultado

A evidência do gerenciamento tipo “a” (transferir resultado de um ano para outro), apontada por Roarelli, Ornelas e Filho (2013), está na edição da Lei nº 11.887/08, que criou o

Fundo Soberano do Brasil, tendo a União como cotista único, e o Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização, tendo o próprio Fundo Soberano como cotista único.

O Fundo Soberano é um fundo público comum, definido pelo glossário do Portal da Transparência²³ como “instrumento orçamentário criado por lei para a vinculação de recursos (...) destinados à implementação de programas, projetos ou atividades”, sendo que o inciso I do art. 167 da Constituição Federal define que todos os programas ou projetos devem ser incluídos no orçamento. Porém, o Fundo Fiscal tem natureza privada e patrimônio próprio separado, de modo que a aplicação do FSB no Fundo Fiscal gera despesa primária e seu resgate gera receita primária. Com isso, esses dois fundos podem ser usados para transferir resultado primário de um exercício para outro, o que está compatível com a finalidade oficial do Fundo Soberano, declarada em sua lei: “formar poupança pública [e] mitigar os efeitos dos ciclos econômicos”.

Nesse sentido, observa-se que o Relatório de Administração de 2013 do Fundo Soberano informa que ele foi criado em 30.12.2008 com aporte de R\$ 14,2 bilhões, mediante emissão de títulos públicos. Naquele ano o governo apurou o maior resultado primário de toda a série histórica, em valor absoluto (R\$ 99,5 bi), e transferiu parte desses recursos para o Fundo Fiscal, gerido pelo Fundo Soberano em contabilidade apartada, o que reduziu o resultado final daquele ano para R\$ 85,3 bi. Quatro anos depois, a maior parte desse recurso foi resgatada de volta (R\$ 12,4 bilhões), aumentando o resultado primário de 2012.

Isso explicita que o governo adotou a prática de suavização do resultado, em que parte do resultado superior de um ano é transferida para o resultado inferior de outro ano. Esse tipo de gerenciamento tem limitação temporal, pois o saldo criado em 2008 já foi praticamente extinto e a criação de novos saldos depende da ocorrência de resultados primários positivos extraordinários.

Porém, analisada isoladamente, essa estratégia parece ter sido ineficiente para fins de gerenciamento, pois o resultado primário final de 2008 foi R\$ 85,3 bi e terminou ainda acima da meta efetiva de R\$ 74,9 bi, de modo que haveria espaço para constituir o Fundo com aporte inicial maior. Além disso, o resultado primário de 2012 foi R\$ 85,0 bi e terminaria acima da meta efetiva de R\$ 57,7 bi mesmo sem qualquer resgate do Fundo naquele ano.

b) Gerenciamento com alteração no cálculo da meta

²³ www.portaltransparencia.gov.br/glossario

A evidência do gerenciamento tipo “b” (alterar o cálculo da meta) está na LDO de 2005 em diante, cujo art. 3º permite expurgar despesas específicas do cálculo do resultado primário para fins de apuração da meta²⁴.

A primeira despesa específica a ser expurgada foi o Projeto Piloto de Investimentos Públicos – PPI, substituído pelo Programa de Aceleração do Crescimento – PAC na LDO 2009, com acréscimo das desonerações de tributos na LDO 2013. Inicialmente, as leis previam montante máximo de abatimento, mas a LDO 2014 deixou esse valor em aberto, a critério do governo.

As Leis nº 11.768/08 e 12.377/10 também podem ser consideradas evidências desse tipo de gerenciamento, pois excluíram o resultado de Petrobras e Eletrobras da meta de resultado primário. Um possível motivador para essa exclusão foi que ambas as empresas apresentavam resultado primário positivo e isso parece ter se invertido a partir de 2009/2010.

Em 2007 e 2008, ambas as empresas realmente apresentaram resultado primário positivo, conforme Relatório Anual do DEST²⁵. Em 2009, a Eletrobras inverteu o resultado, de R\$ 1,8 bilhão positivo para R\$ 0,8 bilhão negativo. O resultado primário da Petrobras não foi mais publicado a partir de 2009 e, no ano seguinte, suprimiu-se também o resultado primário da Eletrobras. Presume-se que a Petrobras também tenha invertido seu resultado primário em 2009, pois a dívida financeira cresceu 57% devido à expansão dos investimentos que ficou significativamente acima (37%) do caixa gerado nas atividades operacionais, conforme demonstrações contábeis da empresa.

O BACEN divulga o resultado primário das estatais, mas sempre de forma consolidada, não sendo possível identificar o resultado específico de nenhuma empresa. O Relatório Anual do DEST fornecia esse resultado com três aberturas: Grupo Petrobras, Grupo Eletrobras e demais empresas. A abertura de Petrobras e Eletrobras foi omitida a partir das respectivas exclusões.

A exclusão da Petrobras se deu no texto original da LDO 2009, de agosto de 2008, de modo que a respectiva meta poderia ser fixada já considerando o novo cálculo e, portanto, o impacto do gerenciamento estaria minimizado. Porém, a exclusão da Eletrobras foi aprovada apenas no penúltimo dia de 2010, em 30 de dezembro, para afetar a meta do próprio ano já findo.

Se a estratégia “b”, de alterar o cálculo do resultado primário, não tivesse sido implementada, o cumprimento da meta ficaria comprometido em seis anos, conforme

²⁴ Especificamente na LDO 2005, esse dispositivo está no 3º do art. 16.

²⁵ Os Relatórios Anuais de 2006 e anteriores não estavam disponíveis na *internet*.

destacado em negrito na Tabela 2. O ano de 2010 aparece em itálico, apesar de o resultado primário realizado ter ficado R\$ 1,8 bilhão acima da meta ajustada. Ocorre que o resultado específico da Eletrobras foi provavelmente maior que essa diferença, o que tornaria o gerenciamento decisivo também naquele ano. Conforme Relatório Anual do DEST, o resultado primário da empresa foi de R\$ 8,3 bilhões em 2007, caiu para R\$ 1,8 bilhão em 2008 e inverteu-se para R\$ 0,8 bilhão negativo em 2009. Presume-se que a trajetória de queda tenha se mantido em 2010, pois as demonstrações contábeis da empresa revelam que geração de caixa operacional caiu naquele ano e houve aumento nos investimentos e na dívida financeira. Assim, estima-se que o resultado primário da Eletrobras em 2010 tenha sido negativo e maior que R\$ 1,8 bilhão em 2010.

A prática também contribuiu para o resultado primário dos outros anos, mas não foi, sozinha, decisiva para o cumprimento das metas. Destaca-se que os abatimentos começaram em 2005, o que justifica a separação visual da Tabela 2 antes e depois daquele ano.

Tabela 2: Exclusão de despesas do cálculo da meta – nível federal (R\$ bilhões)

Ano	Meta final (efetiva)	Resultado Primário Realizado	Meta ajustada (sem abatimentos)
1999	16,3	21,5	16,3
2000	30,5	30,6	30,5
2001	29,4	29,6	29,4
2002	36,7	38,2	36,7
2003	42,4	48,3	42,4
2004	55,7	61,3	55,7
2005	60,1	68,9	61,0
2006	62,3	64,9	65,0
2007	66,0	71,3	71,1
2008	74,9	85,3	82,7
2009	32,3	40,6	50,3
<i>2010</i>	<i>54,2</i>	<i>78,1</i>	<i>76,3</i>
2011	81,7	93,6	81,7
2012	57,7	85,0	97,0
2013	42,9^(a)	70,7	108,1
2014	10,1^(b)	22,5	116,1

Fonte: LDO de cada exercício, Anexo de Metas Anuais Fixadas nos Três Exercícios Anteriores.

^(a) Estimada pelo autor, com base na meta e no abatimento máximo previstos na LDO do ano. ^(b) Calculado pelo autor, considerando abatimento de R\$ 106 bi estimado pela imprensa²⁶.

²⁶ <http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/11/governo-preve-superavit-primario-de-r-101-bilhoes-para-este-ano.html>

Além da possibilidade de abater despesas com fim único de apuração da meta, houve também redução da meta e aumento do limite de abatimento a partir de 2007, conforme Tabela 3. O ajuste da meta de 2011 ocorreu com antecedência, no ano anterior e a meta de 2007 foi ajustada no início do respectivo ano, em maio. Porém, a meta de 2009 foi ajustada em outubro e as metas de 2010, 2013 e 2014 foram ajustadas em dezembro, a primeira inclusive no último dia do ano. Isso reforça as evidências da tabela anterior.

Tabela 3: Redução de meta e aumento dos abatimentos – nível federal (R\$ bilhões ou percentual do PIB)

Ano	Leis	Dispositivos	1ª Meta	2ª Meta	1º Abatimento	2º Abatimento
1999	9.789/99	Art. 9º	16,3			
2000	9.811/99 e 10.210/01	Art. 18	2,70%	2,80%		
2001	9.995/00	Art. 18 e anexo	29,4			
2002	10.266/01 e MP 2.211/01	Art. 18 e anexo	2,80%			
2003	10.524/02	Art. 15 e anexo	2,80%			
2004	10.707/03	Art. 15 e anexo	3,15%			
2005	10.934/04	Art. 16 e anexo	3,15%		“em aberto”	
2006	11.178/05	Art. 2 e 3	4,25%		3,0	
2007	11.439/06 e 11.477/07	Art. 2 e 3	4,25%		4,6	11,3
2008	11.514/07	Art. 2 e 3	3,80%		13,8	
2009	11.768/08 e 12.053/09	Art. 2 e 3	3,80%	2,50%	15,6	28,5
2010	12.017/09 e 12.377/10	Art. 2 e 3	3,30%	3,10%	22,5	29,8
2011	12.309/10 e 12.377/10	Art. 2 e 3	125,5	117,9	32,0	
2012	12.465/11	Art. 2 e 3	139,8		40,6	
2013	12.708/12, 12.795/13 e 12.901/13	Art. 2 e 3	155,8	108,1	45,2	65,2
2014	12.919/13 e 13.053/14	Art. 2 e 3	116,1		67,0	“em aberto”
2015	13.080/15	Art. 2 e 3	66,3	-	-	-

Fonte: Elaboração própria

c) Gerenciamento com restos a pagar

A evidência do gerenciamento tipo “c” (postergar despesa para o ano seguinte) está no trabalho de Augustinho, Oliveira e Lima (2013), que identificou aumento no uso de “restos a pagar” após a criação do sistema de metas de resultado primário. O objetivo do estudo foi

verificar qual a relação entre o volume dos restos a pagar e a utilização de manobras contábeis para o cumprimento da meta fiscal. O texto evidencia que o montante inscrito em restos a pagar cresceu entre 2002 e 2012 à taxa média de 100% ao ano. Por fim, constatou que a utilização de restos a pagar comprometeu a sustentabilidade da política fiscal, impelindo o governo a recorrer a outros artifícios adicionais para cumprimento das metas fiscais. Esta dissertação reforça essa conclusão.

Gerardo (2010, p. 29) também estudou a postergação de pagamentos via restos a pagar, mas seu foco é a consistência da política fiscal brasileira e não há abordagem específica sobre gerenciamento de resultado primário. Apesar de não abordar o gerenciamento de resultados, os resultados do autor permitem inferir uso dos restos a pagar com esse fim. Nos primeiros quatro anos do regime de metas, entre 1999 e 2002, o valor médio dos restos a pagar foi negativo e no montante de 0,2% do PIB, ou seja, não houve gerenciamento para aumentar o resultado primário. Porém, nos períodos seguintes, os restos a pagar foram sempre positivos e crescentes. Entre 2003/2006, os restos a pagar foram 0,3% do PIB e representaram 14% do resultado primário do período. Entre 2007/2009, os restos a pagar foram 1,0% do PIB e representaram 53% do resultado primário. Isso sugere que a postergação de pagamentos pode estar sendo utilizada para gerenciar o resultado primário. Destaca-se, porém, que esse tipo de gerenciamento tem efeito de curtíssimo prazo apenas, pois o pagamento é adiado para o ano imediatamente posterior.

A Tabela 4 demonstra a evolução do volume de “restos a pagar” inscritos em cada ano. Entre 1998 e 2000, observa-se aumento de restos a pagar, sendo que houve queda no ano seguinte. Porém, a partir de 2002 se observa acumulação progressiva. Os restos a pagar oneram o resultado do ano seguinte com despesas passadas, de modo que o gestor público pode repetir o valor de restos a pagar no ano seguinte, para anular esse efeito, ou aumentar o volume de restos a pagar para postergar despesas novamente. Isso esclarece o estoque crescente especialmente a partir de 2005, sendo que a variação absoluta dos restos a pagar indica a magnitude do gerenciamento.

Se a estratégia “c”, de restos a pagar, não tivesse sido implementada, o cumprimento das metas em onze anos seria comprometido, conforme destacado em **negrito** na Tabela 4. A prática também contribuiu para o resultado primário dos outros anos, mas não foi, sozinha, decisiva para o cumprimento das metas.

Tabela 4: Uso de restos a pagar – nível federal (R\$ bilhões)

Ano	Meta final (efetiva) [A]	Resultado Primário Realizado [B]	Inscrição de Restos a pagar [C]	% Despesa primária	Excesso de resultado primário [A-B]	Δ Restos a pagar [ΔC]
1995			6,9			
1996			5,5			- 1,4
1997			3,6			- 1,9
1998	5,0	5,4	21,3		0,4	17,7
1999	16,3	21,5	6,3		5,2	- 15,0
2000	30,5	30,6	21,2		0,1	14,9
2001	29,4	29,6	6,3		0,2	- 14,9
2002	36,7	38,2	14,5	9,4%	1,5	8,2
2003	42,4	48,3	23,7	15,1%	5,9	9,2
2004	55,7	61,3	17,3	9,3%	5,6	- 6,4
2005	60,1	68,9	33,9	16,0%	8,8	16,6
2006	62,3	64,9	38,7	16,1%	2,6	4,8
2007	66,0	71,3	55,1	20,0%	5,3	16,4
2008	74,9	85,3	67,9	15,9%	10,4	12,8
2009	32,3	40,6	92,1	25,8%	8,3	24,2
2010	54,2	78,1	103,2	22,7%	23,9	11,1
2011	81,7	93,6	116,9	25,8%	11,9	13,7
2012	57,7	85,0	150,0	30,3%	27,3	33,1
2013	42,9	70,7	-	-	27,8	-
2014	10,1	22,5	-	-	12,4	-

Fonte: Gerardo (2010, p. 29) para dados até 2001 e Augustinho, Oliveira e Lima (2013, p. 140) para os demais. Os autores não fornecem os dados de 2013 e 2014.

d) *Gerenciamento com antecipação de receitas*

Os entes públicos podem realizar Antecipação de Receita Orçamentária – ARO com base no art. 38 da LRF, mas devem ser realizadas e liquidadas no mesmo exercício e não podem ser feitas no último mandato do governante. Assim, esse procedimento não produz efeitos para gerenciamento da meta anual de resultado primário.

Porém, de acordo com o Decreto Lei 200/67, art. 27, parágrafo único, as estatais federais seguem as regras de funcionamento do setor privado e, portanto, estão livres para estruturar operações de antecipação de receitas, inclusive mediante securitização: prática financeira que agrupa créditos recebíveis (faturas a receber, por exemplo) e converte-os em títulos padronizados negociáveis no mercado de capitais, no país ou no exterior.

A antecipação de receitas das estatais pode estar inserida legitimamente no seu contexto operacional, mas poderia ser utilizada para postergar eventual aporte de capital do governo necessário para financiar investimentos da empresa.

O levantamento bibliográfico aqui realizado não identificou nenhuma evidência desse tipo de gerenciamento e a investigação de sua eventual ocorrência extrapola o escopo deste trabalho.

e) Gerenciamento com partes relacionadas

A evidência do gerenciamento tipo “e” (operações com partes relacionadas) está no levantamento de Roarelli, Ornelas e Filho (2013), que analisou treze tipos de operações do Tesouro Nacional com partes relacionadas, com destaque para Fundo Soberano, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES e Caixa Econômica Federal – CEF, e as identificou como contabilidade criativa para aumentar o resultado primário. Essas operações estão resumidas na Tabela 5.

Tabela 5: Operações com partes relacionadas – nível federal

nº Operação	Amparo Legal	Valor (R\$ bilhões)
1 Capitalização de bancos federais com instrumento híbrido	Resolução CMN nº 2.543/98	-
2 Capitalização do Fundo Soberano, com resgate quatro anos depois	Lei nº 11.887/08	14,2
3 Capitalização da Petrobras com direito de exploração do Pré-Sal, com devolução em dinheiro, após emitir dívida para BNDES e Fundo Soberano comprarem ações da Petrobras	Lei nº 12.276/10	32,0
4 Capitalização da CEF com ações, depois vendidas para o FFIE	Decreto nº 7.880/12	5,4
5 Venda de recebíveis de Itaipu para o BNDES, pagas com títulos	MPV nº 600/12	6,0
6 Dispensa somente ao BNDES de registrar queda de ações como perda	Resolução CMN nº 4.175/12	-
7 Dispensa somente ao BNDES de observar limite de exposição ao risco	Resolução nº 4.089/12	-
8 Dispensa somente ao BNDES de computar ações no limite do Ativo Permanente	Resolução nº 4.089/12	-
9 Emissão de títulos, a favor da Eletrobras, para Tesouro Nacional comprar seus recebíveis de Itaipu	Lei nº 12.783/13	-
10 Emissão de títulos, a favor da Conta de Desenvolvimento Energético, para Tesouro Nacional comprar recebível de Itaipu detido por Eletrobras	MPV nº 615/13	15,0
11 Venda de ações do FFIE para o BNDES, com pagamento em títulos, resgatados no ano seguinte	Decreto nº 7.881/13	-
12 Antecipação de dividendos de BNDES e CEF, mediante Ofício do Ministério da Fazenda, em 2012	-	4,7
13 Ausência de registro do subsídio implícito nos instrumentos híbridos como despesa primária	-	28,2

Fonte: Roarelli, Ornelas e Filho (2013).

“-” denota que a informação não foi apresentada pelos autores.

Obs: As operações nº 2, 3, 6 e 7 foram realizadas no final do ano, no dia 28 de dezembro, o que reforça a evidência de gerenciamento. O valor total da operação nº 12 se refere ao período de 2009 a 2011.

Com base nos valores da Tabela 5, é possível verificar o impacto sobre o cumprimento das metas de resultado primário das operações com partes relacionadas

analisadas por aqueles autores. Se essa estratégia não tivesse sido implementada, o cumprimento da meta ficaria comprometido em dois anos, conforme destacado em negrito na Tabela 6. As operações dos outros anos também contribuíram para o resultado primário, mas não foram, sozinhas, decisivas para o cumprimento das metas.

Tabela 6: Impacto das operações com partes relacionadas nas metas de resultado primário – nível federal (R\$ bilhões)

Ano	Operação com partes relacionadas	Impacto primário da operação	Meta final (efetiva) [A]	Resultado Primário Realizado [B]	Excesso de resultado primário [A-B]
2009	Ausência de registro do subsídio implícito nos instrumentos híbridos como despesa primária	1,4	32,3	40,6	8,3
2010	Capitalização da Petrobras com direito de exploração do Pré-Sal, com devolução em dinheiro	32,0			
	Ausência de registro do subsídio implícito nos instrumentos híbridos como despesa primária	7,6			
		39,6	54,2	78,1	23,9
2011	Ausência de registro do subsídio implícito nos instrumentos híbridos como despesa primária	19,2	81,7	93,6	11,9
2012	Capitalização da CEF com ações	5,4			
	Venda de recebíveis de Itaipu para o BNDES	6,0			
	Antecipação de dividendos de BNDES e CEF	4,7			
		16,1	57,7	85,0	27,3
2013	Emissão de títulos para comprar recebíveis de Itaipu	15,0	42,9	70,7	27,8

Fonte: Elaboração própria a partir de Roarelli, Ornelas e Filho (2013) e dados públicos.

Destaca-se que a quantificação das operações cujo valor não foi informado por Roarelli, Ornelas e Filho (2013) extrapola o escopo deste trabalho, exceto o caso dos instrumentos híbridos. A capitalização dos bancos federais com esse instrumento começou em 2006 no BNDES (R\$ 5,5 bilhões) e em 2007 na CEF (R\$ 5,2 bilhões), com base nas Medidas Provisórias nº 315, de agosto de 2006, e nº 347, de janeiro de 2007, respectivamente. Depois, a partir de 2009, o uso do híbrido foi acentuado, especialmente na CEF.

Esse segundo movimento, a partir de 2009, se insere no contexto da crise financeira internacional, relativa aos títulos *subprime* dos Estados Unidos da América, cujo início se deu, conforme Longstaff (2010, p. 441) e Duchin, Ozbas e Sensoy (2010, p. 418), no segundo semestre de 2007.

Nesse específico, lembra-se que o endividamento do Estado pode trazer benefícios para a sociedade em geral, pois permite estabilizar o nível de investimento e de serviços públicos durante choques externos, como a crise *subprime*, conforme Silva, Carvalho e Medeiros (2009, p. 17). Isso justifica o fato do Brasil ter se endividado para capitalizar os bancos federais, mas não torna obrigatória a opção pelo instrumento híbrido. A alternativa

mais transparente seria o governo emitir dívida para transferir AFAC para BNDES e CEF, de modo que a escolha específica do instrumento híbrido é sim passível de ser caracterizada como gerenciamento fiscal. A análise dessa estratégia será feita em tópico específico deste trabalho, apresentado mais adiante.

Com base nas análises anteriores, apresenta-se a Tabela 7 que sintetiza os efeitos sobre o cumprimento da meta de resultado primário decorrentes das três estratégias de gerenciamento anteriores: restos a pagar, abatimentos de despesas e operações com partes relacionadas. Observa-se que a prática de gerenciamento não ocorreu apenas nos anos de 1999, 2001 e 2004. Em todos os outros anos há evidências de que houve gerenciamento e que este foi decisivo para o cumprimento da meta fixada na LDO.

Tabela 7: Resumo de três práticas de gerenciamento do resultado primário – nível federal (R\$ bilhões)

Ano	Meta ajustada (sem abatimentos)	Resultado Primário Realizado [A-B]	Resultado Primário Realizado [A]	Gerenciam. Total [B=c+d+e]	Restos a pagar [c]	Abatimento [d]	Partes relacionadas [e]
1998	5,0	-12,3	5,4	17,7	17,7		
1999	16,3	21,5	21,5				
2000	30,5	15,7	30,6	14,9	14,9		
2001	29,4	29,6	29,6				
2002	36,7	30,0	38,2	8,2	8,2		
2003	42,4	39,1	48,3	9,2	9,2		
2004	55,7	61,3	61,3				
2005	61,0	51,4	68,9	17,5	16,6	0,9	
2006	65,0	57,4	64,9	7,5	4,8	2,7	
2007	71,1	49,8	71,3	21,5	16,4	5,1	
2008	82,7	64,7	85,3	20,6	12,8	7,8	
2009	50,3	-3,0	40,6	43,6	24,2	18,0	1,4
2010	76,3	5,3	78,1	72,8	11,1	22,1	39,6
2011	81,7	60,7	93,6	32,9	13,7		19,2
2012	97,0	-3,5	85,0	88,5	33,1	39,3	16,1
2013	108,1	-9,5	70,7	80,2	-	65,2	15,0
2014	116,1	-83,5	22,5	106,0	-	106,0	

Fonte: Elaboração própria, a partir das tabelas anteriores.

Com base na Tabela 7, é possível identificar indícios de que a prática de gerenciamento do resultado primário vem sendo progressiva. Em 1998 e 2000, há uso pontual de restos a pagar que retorna em 2002/2003 e se torna recorrente a partir de 2005. Em 2005, inicia-se a sistemática de abatimentos no cálculo do resultado primário e, em 2009, há operações com partes relacionadas.

Porém, todas as estratégias de gerenciamento citadas anteriormente possuem efeito temporário, que podem ser utilizadas apenas em um ano ou cuja repetição é limitada. O uso crescente de restos a pagar, por exemplo, gerou ao final de 2012 um passivo de R\$ 150,0 bi para o ano seguinte, o que representa aproximadamente 30% de toda a despesa primária anual do governo. Por outro lado, a autorização para excluir despesas do cálculo do resultado primário, e respectivo valor, precisa ser negociada anualmente com o Congresso para constar expressamente em cada LDO. Por fim, o uso de partes relacionadas depende de cada operação individual, que se esgotam em si mesmas e exigem que novas operações sejam estruturadas e realizadas.

Nesse contexto, o presente trabalho estuda uma estratégia específica de gerenciamento que pode ser repetida exaustivamente pelo governo, que é o uso simultâneo de duas operações explicitadas no Decreto nº 8.034/13: pagamento de dividendo por banco federal (receita primária) concomitante com aporte de instrumento híbrido (operação financeira)²⁷. Juntas, essas duas operações se retroalimentam e tornam possível manter uma prática constante de gerenciamento do resultado primário.

Gerardo (2010, p. 24) destaca que o BNDES distribuiu dividendo em montante anormal em 2008 e 2009, mas apenas após receber os instrumentos híbridos, de capital e dívida, do Tesouro Nacional, previstos nas Medidas Provisórias nº 453/09, 462/09, 465/09 e 472/09. Enquanto dívida financeira, o repasse do Tesouro Nacional não reduz seu resultado primário, e enquanto capital, o recebimento do BNDES aumenta seu índice de Basileia. Assim, o governo brasileiro parece ter desenvolvido outro mecanismo de gerenciamento mais complexo e duradouro, qual seja cobrar dividendo e devolver o recurso sob a forma de instrumento híbrido.

Segundo Roarelli, Ornelas e Filho (2013, p. 3 e 4), o uso do instrumento tem outros benefícios para o gerenciamento do governo, pois esse tipo de operação não está sendo registrado no Orçamento Geral da União – OGU, como despesa de capital – concessão de empréstimo²⁸. Isso evita a avaliação do Congresso Nacional exigida pelo art. 166 da

²⁷ O uso do instrumento híbrido depende de lei, mas o governo pode editar Medida Provisória e praticar o ato durante sua vigência.

²⁸ Os autores afirmam que não registrar no Orçamento o instrumento híbrido, ou a emissão direta de títulos públicos a favor de partes relacionadas, contraria os princípios da contabilidade e do orçamento públicos (ex: universalidade e orçamento bruto) e, especificamente, o art. 6º da Lei nº 4.320/64: “Todas as receitas e despesas constarão da Lei de Orçamento pelos seus totais, vedadas quaisquer deduções”. Segundo os autores, técnicos do Poder Executivo afirmam que “tais operações não são incluídas no orçamento porque não produzem movimentação na conta única”. Sobre o assunto, verifica-se que, caso a interpretação dos autores seja válida, a prática do governo não seria mais enquadrada formalmente como gerenciamento (dentro da norma) e sim como fraude (fora da norma). Essa análise extrapola o escopo deste trabalho.

Constituição Federal, e que o respectivo subsídio, equivalente à diferença entre a taxa de captação do Tesouro Nacional (selic) e a taxa contratual do instrumento híbrido (sempre inferior), seja computado como despesa primária, o que reduziria o resultado primário de cada ano.

A junção dessas duas operações gera o seguinte efeito: o dividendo do banco aumenta o resultado primário e a capitalização com instrumento híbrido recompõe seu caixa e seus limites operacionais, permitindo novo pagamento de dividendo. Essa operação pode ser feita de forma recorrente. Além disso, se a capitalização for superior ao dividendo, haverá aumento líquido dos recursos disponíveis para concessão de empréstimos, o que tende a aumentar o valor absoluto do lucro, e dos dividendos, sem que a rentabilidade e eficiência da empresa se alterem. Logo, o efeito recorrente também será crescente.

5 ESTATAIS COM DIVIDENDO GERENCIÁVEL

Conforme dito anteriormente, atualmente existem 146 estatais federais, mas para os propósitos deste trabalho devem-se identificar as empresas cujos dividendos possuem maior potencial para gerenciamento do resultado primário no nível federal.

Assim, foi necessário desenvolver premissas hipotéticas a partir da observação empírica e do raciocínio dedutivo, apresentadas a seguir.

5.1 *Período temporal objeto desse estudo*

O primeiro requisito para que o dividendo seja utilizado em práticas de gerenciamento é que esse tipo de receita seja relevante dentre as outras fontes primárias da União. De acordo com os procedimentos contábeis²⁹, os itens de receita que individualmente representam menos de 10% da receita total não são considerados relevantes e são todos reunidos no grupo genérico “outras receitas”. Por outro lado, os itens que individualmente representam mais de 10% da receita total são considerados relevantes e devem ser apartados das “outras receitas” para apresentação em rubrica própria.

Assim, o percentual de 10% será utilizado para identificar se a receita de dividendos é relevante para fins de cumprimento do resultado primário. Isso posto, apresenta-se a primeira hipótese de pesquisa e respectivo teste empírico:

H1: Existe período em que a receita de dividendo representa mais de 10% do resultado primário.

$$DT_t > 10\% RP_t \quad (1)$$

onde DT denota o Dividendo Total pago pelas estatais e RP é o Resultado Primário da União, ambos relativos ao mesmo ano ‘t’.

Os resultados para esse teste estão apresentados na Tabela 8 a seguir. Destaca-se que a análise parcial do governo central não é relevante para fins desta análise, pois o pagamento

²⁹ Vide Lei nº 6.404/76, art. 4º-a, art. 17, §1º, inciso II, art. 141, §4º, inciso II (alterados pela Lei nº 10.303/01), art. 247, § único, alínea ‘a’ (alterado pela Lei nº 11.941/09), art. 71, §1º, art. 80, inciso II, art. 106, §2º, art. 161, §4º, alínea ‘a’.

de dividendo por empresa dentro do resultado primário gera despesa que anula a receita do governo central. Assim, a Tabela 8 compara o resultado primário do nível federal com o dividendo apenas das empresas excluídas de seu cálculo, cuja contribuição é efetiva e não se anula.

Tabela 8: Relevância da receita de dividendos – nível federal (R\$ bilhões)

Ano	Dividendo das estatais excluídas do resultado primário* [A]	Resultado Primário Realizado [B]	% [A/B]
1997	-	-	-
1998	-	5,4	-
1999	-	21,5	-
2000	0,6	30,6	1,8%
2001	0,8	29,6	2,6%
2002	0,7	38,2	1,9%
2003	2,1	48,3	4,4%
2004	1,7	61,3	2,7%
2005	2,6	68,9	3,8%
2006	6,4	64,9	9,9%
2007	3,6	71,3	5,1%
2008	10,1	85,3	11,8%
2009	21,3	40,6	52,4%
2010	21,5	78,1	27,6%
2011	17,3	93,6	18,4%
2012	26,3	85,0	31,0%
2013	16,0	74,7	21,4%
2014	18,2	22,5	80,9%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no *site* do Tesouro Nacional e do BACEN.

“-” denota valor não disponível.

* Não foi possível somar aqui o dividendo de BASA e FINEP, que não é separado pelo Tesouro Nacional por ser de menor vulto.

Considerando o percentual de 10% para identificar valores relevantes, observa-se uma mudança nítida em 2008, a partir do qual a receita de dividendo se tornou importante para a composição do resultado e de forma recorrente, chegando a representar 80,9% do resultado consolidado em 2014.

Entre 2000 e 2007, o dividendo representou, em média, apenas 4% do resultado primário consolidado e nunca ficou acima de 10%. Ou seja, no primeiro período o dividendo das estatais não foi relevante para o resultado primário e não se justifica pesquisar seu eventual gerenciamento nesse período.

A partir de 2008, porém, o dividendo representou, em média, 35% do resultado primário consolidado, patamar oito vezes maior que o período anterior, e sempre ficou acima de 10%. Ou seja, no segundo período analisado o dividendo das estatais foi relevante para o resultado primário e há condições materiais para que seu eventual gerenciamento tenha ocorrido.

Portanto, a primeira hipótese de pesquisa foi confirmada e é importante pesquisar se houve uso do dividendo das estatais para gerenciar o resultado primário a partir de 2008.

5.2 *Estatais a serem estudadas*

O segundo requisito para usar o dividendo para fins de gerenciamento do resultado primário é que a respectiva estatal precisa reunir certas características para maximizar seus efeitos. As características cumulativas aqui identificadas para potencializar o gerenciamento foram quatro: a) a empresa precisa estar excluída do resultado primário, para que seu desembolso com dividendo não anule a receita da União no consolidado; b) seu capital deve ser exclusivo da União, para o dividendo pago pela empresa gere impacto integral; c) o *payout*³⁰ da empresa é maior que o mínimo obrigatório, para que haja valor discricionário a critério do controlador; e d) o montante de seu dividendo deve ser relevante, para que seu uso seja realmente útil para fins de gerenciamento. Dessa forma, apresenta-se a segunda hipótese de pesquisa e os respectivos testes empíricos:

H2: Existe estatal que está fora do resultado primário, tem acionista único e paga dividendo acima do percentual mínimo obrigatório e em montante relevante.

$$PUC_{e,t} = 100\% \quad (2)$$

$$PO_{p,t} > 25\% \quad (3)$$

$$DP_{p,t} > 10\% \cdot DT_t \quad (4)$$

onde PUC é a Participação da União no Capital, PO é o *Payout*, e DP é o Dividendo Pago, todos relativos ao ano ‘t’ e à empresa ‘e’ que está excluída do resultado

³⁰ Percentual de distribuição do lucro, representado pela razão “dividendo/lucro”. A Lei 6.404/76, art. 202, §2º, define que o *payout* mínimo é de 25%, podendo o estatuto fixar percentual superior. Nas estatais, esse percentual mínimo é confirmado pelo Decreto nº 2.673/98. Assim, apenas a parcela acima de 25% envolve discricionariedade passível de representar gerenciamento.

primário, e o subscrito ‘p’ denota a empresa com potencial de gerenciamento, identificada pelo teste (2).

Os resultados para o teste da equação (2) estão apresentados na Tabela 9. Nota-se que existem apenas três empresas que estão fora do resultado primário **E** possuem capital exclusivo da União. Dessa forma, apenas CEF, BNDES e FINEP serão consideradas como alvo potencial para gerenciamento pelo Tesouro Nacional.

Em todas as outras estatais, o eventual uso do dividendo para gerenciamento não é eficiente, pois: i) se a empresa está dentro do resultado primário, seu pagamento pela empresa gera despesa primária que anula a receita da União no consolidado; ou ii) se a empresa possui outros acionistas, parte do dividendo pago pela empresa é destinada para os minoritários e a empresa precisaria fazer um esforço mais que proporcional para afetar o resultado primário.

Tabela 9: Participação da União nas estatais fora do resultado primário

Empresa	Participação total da União no capital social da empresa em 2013
Petrobras	50,3%
Eletrobras	54,5%
BB	58,3%
BNB	85,37%
BASA	86,38%
CEF	100%
BNDES	100%
FINEP	100%

Fonte: Demonstrações financeiras mais recentes disponíveis na *internet*

Os resultados para o teste da equação (3) estão apresentados na Tabela 10, que exhibe os dados do exercício mais recente disponível à época da elaboração desta pesquisa. A análise dos outros anos não revela resultados qualitativamente diferentes e foram omitidos por simplificação. Nota-se que o dividendo da FINEP está próximo do mínimo obrigatório e que seu valor absoluto é de fato irrelevante, conforme antecipado pela Tabela 8. Por outro lado, CEF e BNDES apresentam *payout* bem acima do mínimo obrigatório, de modo que ambas comportam parcela expressiva de decisão discricionária do acionista controlador.

Tabela 10: Verificação de *payout* acima do mínimo (R\$ bilhões)

Empresa	Dividendo 2013 [A]	Lucro Líquido 2013 [B]	<i>Payout</i> 2013 [A/B]
FINEP	0,0	0,1	26,6%
CEF	4,0	6,7	61,0%
BNDES	7,0	8,1	85,9%

Fonte: Demonstrações financeiras das empresas

Os resultados para o teste da equação (4) estão apresentados na Tabela 10, sendo que a análise da FINEP foi antecipada pelas Tabelas 8 e 10, que informam ser inexpressivo o montante de seus dividendos.

Considerando o percentual de 10% como parâmetro para identificar valor relevância, observa-se que o dividendo do BNDES sempre foi significativo e que o dividendo da CEF ganhou importância a partir de 2003. Assim, constata-se que ambas as empresas, com destaque para o BNDES, podem ser eventualmente usadas para gerenciamento, porém não antes de 2008, já que a Tabela 8 indica que o dividendo total da União ainda não era relevante para compor o resultado primário.

Tabela 11: Relevância dos dividendos de BNDES e CEF (R\$ bilhões)

Ano	Dividendo Total recebido pelo Tesouro Nacional [A]	Dividendo BNDES [B]	Dividendo CEF [C]	% BNDES [B/A]	% CEF [C/A]
2000	1,5	0,3	0,1	19,4	6,8
2001	3,2	0,6	0	18,6	0,0
2002	3,1	0,4	0	14,0	0,0
2003	3,8	0,6	1,0	15,8	27,6
2004	4,3	0,2	0,5	6,1	12,4
2005	4,8	1,4	0,5	29,4	10,4
2006	9,7	3,0	1,1	31,2	11,3
2007	6,9	0,9	1,0	13,2	14,3
2008	13,3	6,0	2,1	45,0	15,9
2009	26,6	10,9	2,5	41,0	9,6
2010	22,4	10,1	3,9	45,2	17,6
2011	19,9	6,9	3,6	34,6	18,4
2012	28,0	12,9	7,7	46,2	27,5
2013	17,1	7,0	4,0	40,8	23,3
2014	18,9	9,0	4,3	47,9	23,0

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no *site* do Tesouro Nacional.

Portanto, a segunda hipótese de pesquisa foi confirmada e existem apenas duas estatais (BNDES e CEF) que acumulam as características necessárias para potencializar o uso de dividendo no gerenciamento do resultado primário.

6 EVIDÊNCIAS DE GERENCIAMENTO DOS DIVIDENDOS

A análise anterior identificou potencial de gerenciamento com os dividendos de BNDES e CEF a partir de 2008. Para verificar se esse potencial foi convertido em prática efetiva, foi necessário desenvolver premissas hipotéticas a partir da observação empírica e do raciocínio dedutivo.

Esta pesquisa infere três premissas essenciais para evidenciar o gerenciamento, apresentadas a seguir: i) o dividendo de BNDES e CEF devem aumentar a partir de 2008; ii) o aumento desse dividendo é resultado de decisão externa e discricionária do Tesouro Nacional; iii) ambas as empresas precisaram de compensação financeira para pagar o dividendo.

6.1 *Aumento dos dividendos*

Para avaliar o aumento do dividendo de BNDES e CEF a partir de 2008, foi desenvolvida a terceira hipótese de pesquisa, que será testada empiricamente por intermédio das equações (5), (6) e (7).

H3: Houve aumento do dividendo pago por empresa suspeita de gerenciamento, em termos absolutos, em proporção do lucro e do resultado primário da União.

$$\Delta DP_{s,t} > 0 \quad (5)$$

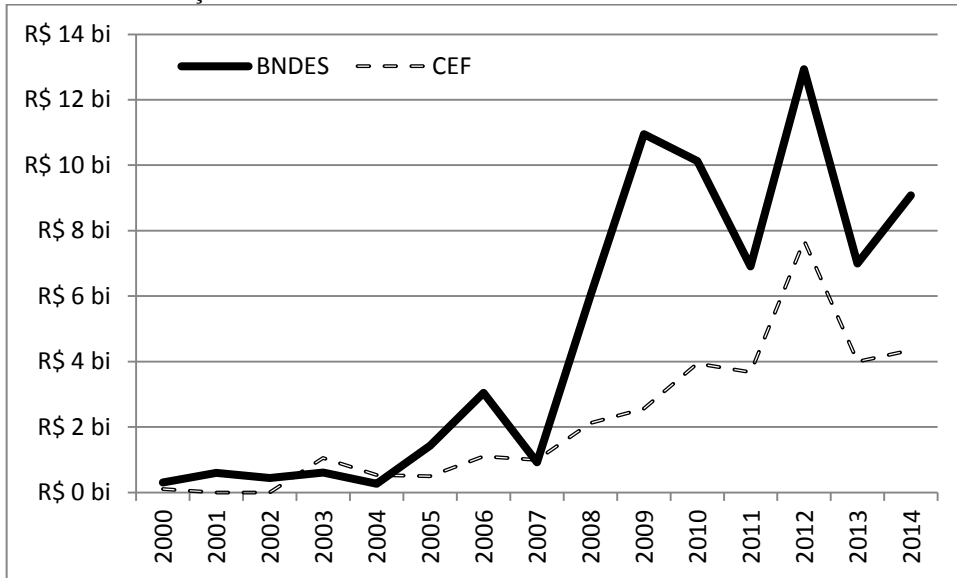
$$\Delta PO_{s,t} > 0 \quad (6)$$

$$\Delta DP_{s,t}/RP_t > 0 \quad (7)$$

onde o subscrito 's' denota a empresa suspeita de gerenciamento, identificada pelos testes (3) e (4). As outras notações já foram apresentadas anteriormente.

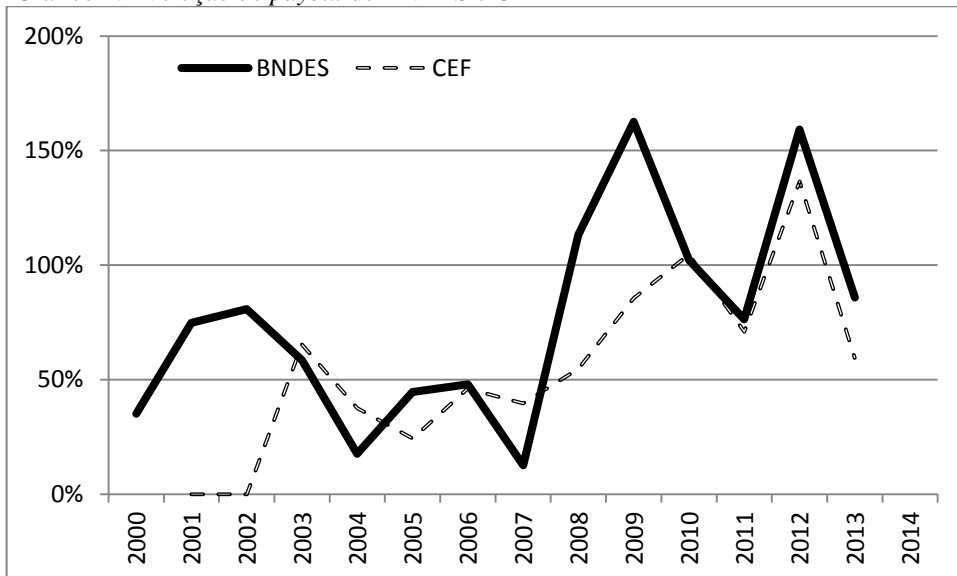
O resultado para o teste da equação (5) está apresentado no Gráfico (1). Observa-se que o valor absoluto (nominal) do dividendo de ambas as empresas aumentou consideravelmente a partir de 2008, com quedas temporárias em 2011 e 2013.

Gráfico 1: Evolução do valor nominal dos dividendos de BNDES e CEF



Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no *site* do Tesouro Nacional.

O resultado para o teste da equação (6) está apresentado no Gráfico (2). Observa-se que o *payout* de ambas as empresas aumentou consideravelmente a partir de 2008, chegando a ultrapassar o patamar de 100% em 2008 e 2009 no BNDES, e ainda em 2010 e 2012 em ambas as empresas. O valor acima de 100% significa que essas empresas pagaram dividendo não só com base no lucro corrente, mas também utilizaram reservas de lucros passados para viabilizar o pagamento extraordinário de dividendo, nos termos da Lei nº 6.404, art. 201.

Gráfico 2: Evolução do *payout* de BNDES e CEF

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações contábeis das empresas.

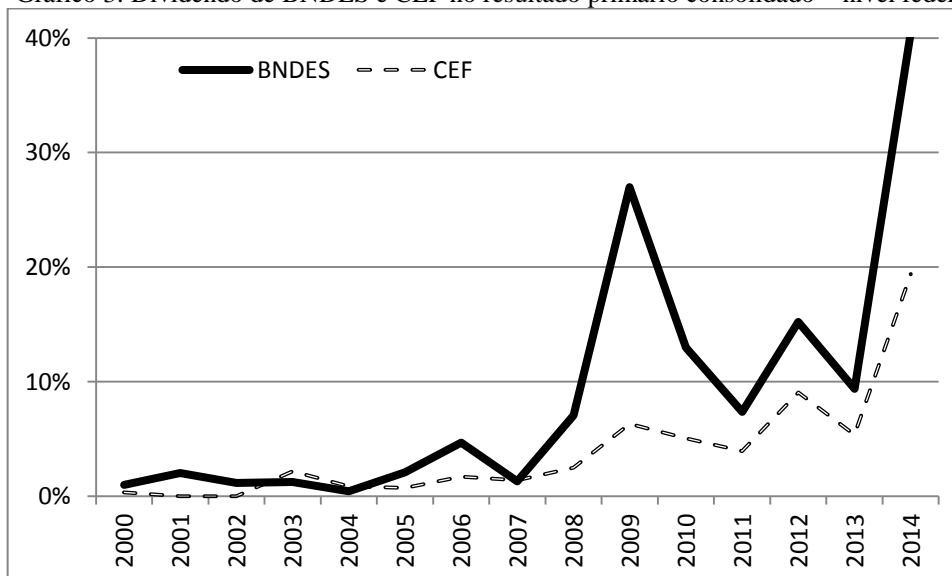
Essa análise do *payout* revela que o aumento do valor absoluto do dividendo é consequência direta da decisão discricionária do acionista controlador de aumentar o percentual de distribuição dos dividendos. Interessante associar o aumento do dividendo de BNDES e CEF a partir de 2008 com a Tabela 8, que mostra que os dividendos das estatais passaram a ser relevantes para compor o resultado primário exatamente a partir daquele exercício.

Destaca-se que o dividendo extraordinário de 2010 e 2012 explica a queda de 2011 e 2013 no valor absoluto dos dividendos e no *payout*: ambas as empresas “rasparam” o lucro e as reservas passadas, o que gerou dividendo extraordinário no ano e reduziu a base para o dividendo do ano seguinte.

O resultado para o teste da equação (7) está apresentado no Gráfico (3). Observa-se que a representatividade sobre o resultado primário do dividendo dessas duas empresas aumentou consideravelmente a partir de 2008 e, juntas, representaram 60% de todo o resultado primário do nível federal em 2014.

Destaca-se que houve queda na representatividade em 2011 e 2013, mas isso deve aos dividendos extraordinários pagos nos anos imediatamente anteriores, conforme já esclarecido.

Gráfico 3: Dividendo de BNDES e CEF no resultado primário consolidado – nível federal



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Tesouro Nacional e do BACEN.

Portanto, a terceira hipótese de pesquisa foi confirmada e as empresas suspeitas de gerenciamento (BNDES e CEF) aumentaram o pagamento de dividendo, justamente no

período exato em que os dividendos das estatais passaram a ser relevantes na composição do resultado primário.

6.2 *Decisão do Tesouro Nacional*

O acionista controlador pode tomar duas decisões externas à empresa que aumentam seu dividendo: aumento do *payout* ou aumento do capital investido. Por outro lado, o dividendo pode aumentar por eficiência interna da empresa, que pode ser mensurada por sua rentabilidade.

Nesse contexto, para avaliar se o aumento do dividendo ocorrido no BNDES e CEF reflete decisão externa do Tesouro Nacional, foram desenvolvidas as hipóteses de pesquisa H4 e H5, que serão testadas empiricamente por intermédio das equações (8), (9), (10) e (11). A premissa é que a eficiência/rentabilidade interna da empresa não pode ser o fator majoritário para o aumento do dividendo, explicando menos da metade de sua variação, e que a decisão externa do acionista controlador (*payout* ou capital investido) é mais relevante.

H4: Eventual aumento na rentabilidade da empresa suspeita de gerenciamento é menor que 50% do aumento nos dividendos pagos.

$$\Delta \text{RENT}_{s,t} < 50\% \Delta \text{DP}_{s,t} \quad (8)$$

onde RENT denota a Rentabilidade, a ser mensurada pela Rentabilidade do Patrimônio Líquido – RPL e pela Rentabilidade do Ativo – RAT, indicadores esses calculados pelas razões “lucro líquido / patrimônio líquido” e “lucro líquido / ativo total”, respectivamente.

A rentabilidade convencional é calculada pelo indicador de RPL, mas seu denominador não é afetado pelos empréstimos do Tesouro Nacional feitos sob a forma de instrumento híbrido. Assim, será calculada também a RAT.

H5: Houve aumento no payout da empresa suspeita de gerenciamento e/ou do capital investido nela, superior ao aumento na rentabilidade, sendo que o payout é próximo de 100% durante o período de gerenciamento.

$$\Delta PO_{s,t} > \Delta RENT_{s,t} \quad (9)$$

$$PO_{s,g} = 100\% \quad (10)$$

$$\Delta IH_{s,t} > \Delta RENT_{s,t} \quad (11)$$

onde PO denota o *Payout*, e IH é o capital investido pelo Tesouro Nacional, sob a forma de Instrumento Híbrido, que não afeta o resultado primário e permite enquadramento do recurso nos limites operacionais dos bancos.

O teste da equação (8) está apresentado na Tabela 12. Nota-se que o incremento da rentabilidade é sempre desprezível quando comparado com o aumento dos dividendos. Outra comparação importante é com a variação do lucro líquido. No BNDES, o lucro se manteve estável (R\$ 8,1 bi em 2013 e R\$ 7,3 bi em 2007) e na CEF, o fator de aumento foi de apenas 3 vezes (R\$ 6,7 bi em 2013 e R\$ 2,5 bi em 2007), muito inferior à multiplicação dos dividendos. Assim, pode-se afirmar, com segurança, que a eficiência interna não é efeito majoritário para a evolução dos dividendos de BNDES e CEF.

Tabela 12: Variação do dividendo e da rentabilidade de BNDES e CEF

Ano	BNDES			CEF		
	Dividendo (R\$ bilhões)	RPL ^(a)	RAT ^(b)	Dividendo (R\$ bilhões)	RPL ^(a)	RAT ^(b)
2000	0,3	7,8%	1,0%	0,1		
2001	0,6	6,8%	0,8%	0		
2002	0,4	4,5%	0,5%	0	27,8%	1,1%
2003	0,6	8,4%	0,7%	1,1	34,9%	1,3%
2004	0,3	11,6%	1,0%	0,5	24,6%	0,9%
2005	1,4	22,7%	1,9%	0,5	31,1%	1,4%
2006	3,0	40,3%	3,6%	1,1	30,0%	1,3%
2007	0,9	38,3%	3,9%	1,0	27,3%	1,2%
2008	6,0	21,3%	2,6%	2,1	36,7%	1,6%
2009	11,0	26,6%	2,4%	2,6	23,6%	1,0%
2010	10,1	35,9%	2,6%	3,9	28,6%	1,1%
2011	6,9	13,7%	1,6%	3,7	33,6%	1,3%
2012	12,9	13,3%	1,3%	7,7	28,8%	1,1%
2013	7,0	16,3%	1,1%	4,0	28,0%	1,0%
Média antes de 2008	0,6	17,6%	1,7%	0,4	29,3%	1,2%
Média a partir de 2008	7,2	21,2%	1,9%	3,3	29,9%	1,2%
Δ percentual	1090%	20,7%	16,4%	790%	2,0%	-1,5%

Fonte: Elaboração própria a partir da Tabela 10 e das demonstrações contábeis das empresas.

^(a) Rentabilidade do Patrimônio Líquido. ^(b) Rentabilidade do Ativo Total.

O teste da equação (9) está apresentado na Tabela 13. Na CEF, o incremento da rentabilidade é praticamente nulo, em ambos os indicadores (RPL e RAT) e em termos absolutos e percentuais. No BNDES, o incremento absoluto da rentabilidade também é praticamente nulo, especialmente usando a RAT, e o aumento percentual está inflado e distorcido porque: a) na RPL o numerador é afetado pelos sucessivos e expressivos empréstimos do Tesouro Nacional feitos ao banco, que aumentam os recursos disponíveis para operações de crédito (e a receita da empresa), mas não o denominador do patrimônio líquido; e b) o valor inicial de comparação da RAT é pequeno, de apenas 1,7%, de modo que o aumento de apenas 0,3 pontos percentuais representou incremento de 16,4%.

Por outro lado, observa-se aumento relevante no *payout*, em termos absolutos e percentuais. Logo, percebe-se que o aumento de rentabilidade em ambas as empresas é desprezível também em comparação ao aumento do *payout*. No BNDES, reitera-se que a RPL e a variação percentual da RAT estão inflados, conforme discutido anteriormente, mas mesmo assim o aumento do *payout* (35,85%) supera o aumento de ambas as rentabilidades (20,75% e 16,37%, respectivamente).

Tabela 13: Variação do *payout* e da rentabilidade de BNDES e CEF

Ano	BNDES			CEF		
	RPL ^(a)	RAT ^(b)	<i>Payout</i> ^(c)	RPL ^(a)	RAT ^(b)	<i>Payout</i> ^(c)
Média antes de 2008	17,6%	1,7%	55,9%	29,3%	1,2%	41,9%
Média a partir de 2008	21,2%	1,9%	76,0%	29,9%	1,2%	69,9%
Δ absoluto	3,6 p.p.	0,3 p.p.	20,0 p.p.	0,6 p.p.	-0,0 p.p.	28,0 p.p.
Δ percentual	20,7%	16,4%	35,8%	2,0%	-1,5%	66,8%

Fonte: Elaboração própria a partir da Tabela 12 e 14.

^(a) Rentabilidade do Patrimônio Líquido. ^(b) Rentabilidade do Ativo Total. ^(c) Dividendo/lucro líquido.

O teste da equação (10) está apresentado na Tabela 14. Verifica-se que o *payout* dos dois bancos atingiu/ultrapassou o parâmetro de 100% apenas a partir de 2008, período suspeito de gerenciamento, sendo 2009 para o BNDES e 2012 para a CEF, conforme destacado em negrito na Tabela 13.

Tabela 14: Evolução do *payout* de BNDES e CEF

Ano	<i>Payout</i> do BNDES	<i>Payout</i> da CEF
2000	60,6%	-
2001	58,6%	-
2002	95,0%	20,5%
2003	23,7%	54,1%
2004	85,0%	36,9%
2005	23,7%	35,5%
2006	62,7%	60,0%
2007	38,3%	44,3%
2008	24,8%	40,5%
2009	129,4%	86,4%
2010	83,2%	45,1%
2011	75,5%	53,4%
2012	57,2%	132,9%
2013	85,9%	60,9%

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações contábeis das empresas.

O teste da equação (11) está apresentado na Tabela 15. Nota-se que o saldo total de instrumento híbrido aumentou 424% e 808% no BNDES e CEF, respectivamente, o que supera bastante o aumento da rentabilidade.

Tabela 15: Variação do instrumento híbrido e da rentabilidade de BNDES e CEF

Ano	BNDES		CEF	
	Saldo de híbrido (R\$ bilhões)	RAT	Saldo de híbrido (R\$ bilhões)	RAT
Antes de 2008	5.6	1,7%	5.3	1,2%
Depois de 2008	29.6	1,9%	48.5	1,2%
Δ percentual	424%	16%	808%	-2%

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações contábeis das empresas.

Assim, conclui-se que o aumento dos dividendos não foi gerado por eficiência interna e sim por decisão externa do Tesouro Nacional. Isso confirma a quarta e quinta hipóteses de pesquisa.

6.3 *Compensação financeira de pagamento de dividendo*

A última premissa para caracterizar o gerenciamento do dividendo é que o valor pago pela empresa seja compensado por repasses do Tesouro Nacional, mediante empréstimo, para preservar a saúde financeira da estatal sem anular a receita primária da União no consolidado.

Isso evidenciaria a seguinte estratégia para “fabricar” resultado primário: receber como receita primária (dividendo) e devolver como operação financeira (empréstimo). No caso específico das instituições financeiras, para haver efetiva compensação, é preciso também preservar seus limites operacionais. Como o empréstimo tradicional não integra o índice de Basileia, mas alguns tipos específicos de empréstimos sim, infere-se que a compensação financeira do Tesouro Nacional será feita como o instrumento híbrido previsto na Resolução CMN nº 4.192/13.

Para avaliar isso, foi desenvolvida a hipótese de pesquisa H6, que será testada empiricamente por intermédio das equações (12) e (13).

H6: A empresa suspeita de gerenciamento recebeu compensação integral do Tesouro Nacional, apenas mediante empréstimo, que permite enquadramento nos limites operacionais nos bancos.

$$IH_{s,g} \geq DP_{s,g} \quad (12)$$

$$AFAC_{s,g} = 0 \quad (13)$$

onde AFAC é o aporte de capital convencional, em dinheiro, e o subscrito ‘g’ denota o período de gerenciamento.

O teste da equação (12) está apresentado na Tabela 16. Observa-se que o dividendo da CEF foi integralmente compensado por instrumento híbrido, mas não no caso do BNDES, o que exige analisar se essa empresa recebeu outros empréstimos similares da União.

Tabela 16: Compensação do dividendo com instrumento híbrido (R\$ bilhões)

Ano	BNDES		CEF	
	Dividendo pago	Saldo de híbrido	Dividendo pago	Saldo de híbrido
2005	1.4	0	0.5	0
2006	3.0	5.4	1.1	0
2007	0.9	5.6	1.0	5.3
2008	6.0	6.0	2.1	5.6
2009	10.9	12.3	2.5	7.9
2010	10.1	12.2	3.9	13.0
2011	6.9	13.7	3.6	13.8
2012	12.9	14.1	7.7	40.6
2013	7.0	29.6	4.0	48.5
2014	9.0	-	4.3	-
Total 2008-2014	63.0	29.6 (243.0)*	28.3	48.5

Fonte: Dividendos informados pelo Tesouro Nacional e saldo do híbrido registrado no balanço da empresa. * Valor ajustado, considerando empréstimo similar ao híbrido, de R\$ 180 bilhões, baseado na Lei nº 11.948/09.

Em consulta às demonstrações financeiras do BNDES, verifica-se a existência de rubrica intitulada “repasso do Tesouro Nacional”, que é antiga e já existia antes da criação das metas de resultado primário. Porém, seu uso aumentou a partir de 2008. Em 1999, seu saldo era R\$ 7,4 bilhões e chegou a apenas R\$ 8,2 bilhões em 2007. Em 2008 esse valor subiu para R\$ 37,2 bilhões, alcançou R\$ 131,8 bilhões em 2009 e chegou a R\$ 398,5 bilhões em 2013.

De acordo com a Nota Explicativa nº 16.1.c de 2013, os repasses do Tesouro Nacional efetuados a partir de 2009 são empréstimos amparados nas Leis nº 11.948/09, 12.397/11, 12.453/11 e 12.712/12.

O art. 1ª da Lei nº 11.948/09 autoriza empréstimo de até R\$ 180 bilhões, cujas condições serão definidas pelo governo, sendo que a ementa da lei explicita que o objetivo é fornecer “recursos para *ampliação de limites operacionais* do Banco”³¹. Ou seja, trata-se de operação com os mesmos efeitos do instrumento híbrido: é empréstimo, que não afeta o resultado primário, e é estruturado de modo específico que permite sua composição nos limites operacionais. As outras três leis, de 2011 e 2012, autorizam empréstimos idênticos, com valores menores, mas suas ementas não explicitam tratar-se de recurso para compor os limites operacionais do banco. De toda forma, os valores da Lei nº 11.948/09 já são suficientes para a análise aqui empreendida.

³¹ A Lei também define que o custo do BNDES será baseado na Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP, o que configuraria subsídio, pois a fonte desses recursos é a emissão de títulos públicos pelo Tesouro, cujo custo de captação é baseado na SELIC, que é sempre maior que a TJLP.

Assim, para efeitos desta pesquisa, o empréstimo de R\$ 180 bilhões feito com base na Lei nº 11.948/09 pode ser somado ao instrumento híbrido, de modo que o BNDES foi sim integralmente compensado pelos dividendos pagos ao Tesouro Nacional, em termos financeiros e regulatórios.

Isso é confirmado e cristalizado pelo Decreto nº 7.973/13, que altera o estatuto social do BNDES para exigir que o pagamento de dividendos seja necessariamente compensado por empréstimo que componha seus limites operacionais.

Decreto nº 7.973/13

“Art. 1º O Estatuto Social do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES, aprovado pelo Decreto nº 4.418, de 11 de outubro de 2002, passa a vigorar com as seguintes alterações:

Art. 25 (...) § 10. As reservas de que tratam os incisos IV e V do caput poderão deixar de ser constituídas e seus saldos distribuídos a título de **dividendos, desde que sejam compensados por instrumentos que possam ser utilizados como capital** para fins de apuração das normas bancárias, conforme regulamentação do Conselho Monetário Nacional ou do Banco Central do Brasil”.

Para o teste da equação (13), foi feita consulta às demonstrações contábeis das duas empresas, relativas ao período de 1999 a 2013. Verificou-se que a rubrica de capital social teve aumento em praticamente todos os anos, mas nunca mediante AFAC.

Assim, restou comprovado que os dividendos pagos por BNDES e CEF foram integralmente compensados por instrumento híbrido (ou similar), apenas, e isso confirma a sexta hipótese de pesquisa.

Em complemento, fez-se análise do balanço patrimonial mais recente, de 2013, de ambas as empresas, em busca de eventuais rubricas de passivo que pudessem identificar outras transferências financeiras do Tesouro Nacional. Ao todo, foram identificadas quatro rubricas relevantes: FAT/FGTS, repasses do Tesouro, instrumento híbrido e capital social. Os três últimos itens já foram discutidos anteriormente, sendo que o FAT/FGTS é *funding* operacional intrínseco à atuação de BNDES e CEF e sua análise extrapola o escopo desta pesquisa.

Sobre a rubrica “repasses do Tesouro”, destaca-se que a avaliação anterior se restringiu ao caso do BNDES. Para fins desta pesquisa, a análise dos repasses para a CEF não é necessária, pois o valor isolado dos instrumentos híbridos já superou os dividendos pagos e é suficiente para comprovar a compensação integral, em termos financeiros e regulatórios.

Análise da rubrica de capital social

Até 2008 os aumentos da conta de capital social de BNDES e CEF se deram única e exclusivamente pela incorporação de reservas de lucros passados, com base no art. 169 da Lei nº 6.404/76, o que não representa transferência do Tesouro Nacional e não é relevante para os fins desta pesquisa.

A partir de 2009, BNDES e CEF foram capitalizados com ações de outras estatais, detidas pela União, com base nos Decretos nº 6.951/09, 7.361/10, 7.404/10, s/n de 26.8.2010, 7.439/11, 7.653/11 e 7.880/12, conforme citado em suas demonstrações contábeis. Esse tipo de capitalização em bens costuma ser rara, pois exige que a União tenha ativo específico de interesse operacional da empresa, faça laudo de avaliação e convoque Assembleia geral. Porém, nesse caso específico, verifica-se que: a) BNDES e CEF são empresas públicas sem Assembleia Geral; b) as ações utilizadas foram de estatais listadas em bolsa (Petrobras e Eletrobras), o que dispensa o laudo formal de avaliação pela existência da cotação de mercado; e c) o ativo utilizado é sempre útil para os bancos cuja gestão de caixa inclui investir temporariamente no mercado acionário. Assim, observa-se existência de circunstâncias específicas favoráveis para que o uso do instrumento híbrido fosse substituído por outro tipo de aporte neutro, que também não reduz o resultado primário. Essa escolha também indica estratégia de gerenciamento.

Isso é confirmado pelos decretos que autorizam a operação, que impedem a venda dessas ações pela empresa, sem autorização prévia do Presidente da República, conforme transcrito a seguir. Nota-se que a propriedade formal das ações foi transferida, mas seu controle efetivo não, de modo que é possível inferir tratar-se de desenho planejado e estruturado para evitar o impacto no primário.

Decreto nº 7.439/11: “Art. 2º. **Competirá ao Presidente da República**, por proposta dos Conselhos de Administração do BNDES e da CEF, **autorizar a alienação das ações** ordinárias de emissão da PETROBRAS em poder das respectivas instituições financeiras, a qual ficará, ainda, condicionada ao cumprimento das formalidades estabelecidas neste artigo”.

Esse tipo específico de gerenciamento extrapola o escopo desta pesquisa. De toda forma, fica caracterizada a inexistência de AFAC para esses dois bancos.

7 FATOS QUE CORROBORAM A PRÁTICA DO GERENCIAMENTO

A análise anterior constatou evidências de gerenciamento com os dividendos de BNDES e CEF a partir de 2008. Inobstante, para garantir inferência mais robusta e conclusiva, buscou-se deduzir requisitos que reforçam e consolidam o indício de gerenciamento, quais sejam: i) os repasses do Tesouro Nacional para BNDES e CEF aumentaram mais que suas rentabilidades; ii) a compensação financeira do dividendo não ocorreu em nenhuma outra estatal; iii) o dividendo de BNDES e CEF foi crucial para o atingimento das metas de resultado primário; e i) a despeito do atingimento das metas, o endividamento público aumentou.

7.1 *Ausência de compensação do dividendo em outras estatais*

Para confirmar a prática de gerenciamento, a estratégia de dividendo alto compensada por repasse do Tesouro Nacional deve estar restrita a BNDES e CEF e ao período a partir de 2008.

A restrição temporal já foi confirmada anteriormente, e para avaliar a não ocorrência de compensação em outras empresas, desenvolveu-se a hipótese de pesquisa H7, que será investigada empiricamente pelas equações (14) e (15).

H7: As estatais não suspeitas de gerenciamento não receberam compensação do Tesouro Nacional para pagar dividendo.

$$IH_{d,t} = 0 \quad (14)$$

$$AFAC_{d,t} = 0 \text{ ou } PO_{d,t} = 25\% \quad (15)$$

onde o subscrito 'd' denota as demais estatais sem suspeita de gerenciamento.

Para o teste das equações (14) e (15), foi feita consulta às demonstrações contábeis de todas as estatais controladas diretamente pela União, relativas ao período de 2008 a 2013. O primeiro passo foi identificar quais estatais controladas diretamente pela União apresentaram lucro durante o período de gerenciamento, a partir de 2008. A partir da lista de

estatais do DEST, coletaram-se as respectivas demonstrações contábeis na *internet*. Ao final, encontraram-se quinze estatais habilitadas a pagar dividendo para o Tesouro Nacional³².

Em seguida, consultou-se o balanço patrimonial de cada empresa e encontrou-se rubrica relevante de operação com o Tesouro Nacional apenas em quatro delas, quais sejam: BASA, BNB, CODEBA e CODESA.

BASA e BNB estão fora do resultado primário e receberam instrumento híbrido do Tesouro Nacional. Porém, o repasse de híbrido em ambas as empresas se deu de forma pontual e sem aumento dos dividendos, seja em percentual ou em valor absoluto. Ou seja, não se praticou gerenciamento com o dividendo dessas empresas³³. Além disso, ambas possuem acionistas minoritários e seus dividendos não assumem valor relevante para a União: em 2013, por exemplo, o dividendo total da União foi de R\$ 17 bilhões e o dividendo declarado por esses dois bancos, juntos, foi de apenas R\$ 543 milhões, sendo que o valor da União seria de aproximadamente R\$ 467 milhões.

CODEBA e CODESA estão incluídas no primário e receberam AFAC, sendo que o *payout* da primeira se restringiu ao mínimo obrigatório e a segunda não distribuiu dividendo devido a prejuízos acumulados. Essas empresas também receberam recursos públicos de forma constante e reiterada, para cobrir seus investimentos. Porém, de modo contrário, os recursos foram sempre repassados como AFAC, em dinheiro, inclusive porque essa operação tem efeito nulo no resultado primário consolidado: a despesa primária do Tesouro Nacional é anulada pela receita primária na empresa. Também de forma contrária, o *payout* dessas empresas foi zero ou restrito ao mínimo legal, inclusive porque seus dividendos têm efeito nulo no resultado primário consolidado: a receita primária do Tesouro Nacional é anulada pela despesa primária na empresa.

Geralmente, quando há necessidade de aportes do acionista, o dividendo tende a ser reduzido. Porém, no BNDES e CEF, isso não ocorreu: o *payout* aumentou e a União devolveu o recurso em operação que não afeta o resultado primário. Dessa forma, entende-se que o fluxo financeiro usual entre União e BNDES/CEF foi alterado para aumentar a métrica de resultado primário, o que caracteriza a ocorrência de gerenciamento.

Conclui-se então que o AFAC foi usado apenas nas empresas não financeiras que estão incluídas no primário e que o instrumento híbrido foi utilizado de forma recorrente

³² Dez incluídas no primário (CDP, Ceasaminas, CMB, CODEBA, CODESA, CODESP, EMGEA, DATAPREV, ECT e EMGEPRON) e cinco que estão excluídas do seu cálculo (BASA, BB, BNB, FINEP, PETROBRÁS).

³³ O uso do híbrido, por si só, mesmo pontual e sem dividendo, revela outro tipo de gerenciamento, pois a alternativa mais transparente seria o governo emitir dívida e repassar para BNDES e CEF na forma de AFAC.

apenas no BNDES e CEF. Além disso, as empresas que receberam AFAC restringiram seu *payout* ao mínimo obrigatório, enquanto aquelas que receberam híbrido recorrente aumentaram o *payout*, inclusive acima do patamar de 100%.

Assim, a sétima hipótese de pesquisa foi confirmada e reforça a evidência sobre gerenciamento de resultado primário com os dividendos de BNDES e CEF.

7.2 *Dividendo decisivo para cumprimento da meta*

Para reforçar a existência do gerenciamento é importante que o dividendo de BNDES e CEF tenha sido decisivo para o cumprimento da meta de resultado primário. Isso gera a hipótese de pesquisa H8, a ser investigada empiricamente pela equação (16).

H8: Existe ano em que a meta não seria cumprida sem o gerenciamento do dividendo.

$$RP_t - DP_{s,t} < M_t \quad (16)$$

onde M denota a meta de resultado primário para o ano 't'.

Os resultados para esse teste estão apresentados na Tabela 17, que revela o impacto dos dividendos sobre o cumprimento das metas de resultado primário. Nota-se que o cumprimento da meta ficaria comprometido em dois anos se os dividendos não tivessem sido pagos, conforme destacado em negrito. Os dividendos dos outros anos também contribuíram para o resultado primário, mas não foram, sozinhos, decisivos para o cumprimento das metas finais.

Tabela 17: Importância do dividendo para cumprimento da meta – nível federal (R\$ bilhões)

Ano	Meta final (efetiva)	Resultado Primário Realizado	Resultado Primário Ajustado (sem dividendo BNDES e CEF)
2008	74.9	85.3	77.2
2009	32.3	40.5	27.0
2010	54.2	78.1	64.0
2011	81.7	93.6	83.0
2012	57.7	85.0	64.3
2013	42.9	74.7	63.7
2014	10.1	22.4	9.0

Fonte: Elaboração própria.

Logo, pode-se concluir que a hipótese de pesquisa H8 foi confirmada, sendo que os dividendos de BNDES e CEF foram decisivos para o cumprimento da meta de resultado primário nos anos de 2009 e 2014.

A rigor, o dividendo dessas empresas foi sempre relevante, especialmente considerando que as metas de resultado primário sofreram diversos abatimentos ao longo do tempo, conforme discutido anteriormente.

7.3 *Tendência do endividamento*

Para sacramentar a existência do gerenciamento é importante que o endividamento do governo tenha aumentado a despeito do cumprimento das metas. Para tanto, pode-se analisar a evolução da dívida pública em relação ao PIB. Isso gera a hipótese de pesquisa H9, a ser testada empiricamente pela equação (17).

H9: A relação dívida/PIB aumentou no período de gerenciamento do resultado primário.

$$\Delta RDP_g > 0 \quad (17)$$

onde RDP denota a relação dívida/PIB.

Nesse cálculo, será utilizada a dívida bruta e a dívida líquida. Segundo o glossário do BACEN, a dívida bruta é o “total dos débitos (...) junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo” e a dívida líquida é o total dos débitos, menos o total de créditos, que incluem o saldo de caixa, as aplicações financeiras e direitos a receber. A comparação dos dois indicadores é importante porque o instrumento híbrido é financiado pela emissão de título público pelo Tesouro Nacional, que eleva a dívida bruta, e é computado como direito a receber do Tesouro, que abate a dívida líquida. Isso é gerenciamento porque o instrumento híbrido é computado na estatística fiscal como direito a receber, mas o instrumento não possui prazo de vencimento, conforme Nota Explicativa das demonstrações contábeis 2013 de BNDES e CEF nº 26 e 18-d-2, respectivamente. O divórcio dos indicadores

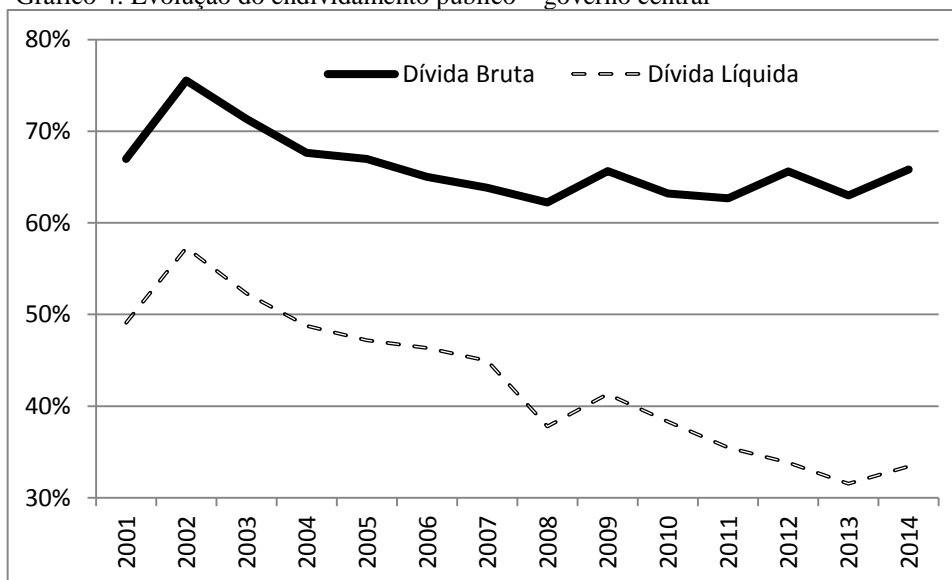
de dívida bruta e líquida foi apontado por Roarelli, Ornelas e Filho (2013, p. 13), sem precisar a data desse fenômeno.

Os resultados para o teste da equação (17) estão apresentados no Gráfico 4. Observa-se que a dívida bruta e a líquida apresentam queda até 2007, mas a dívida bruta inverte essa trajetória e inicia ciclo de elevação a partir de 2008, enquanto a dívida líquida continua em queda.

Isso revela que ambos os indicadores estavam associados entre si até 2007 e perderam essa associação a partir de 2008. Isso é confirmado pelo coeficiente de correlação de 0,99 e de 0,03 nesses dois períodos. Ressaltando-se que correlação igual a 1,00 significa associação perfeita e correlação igual a zero significa ausência total de associação.

Numericamente, a separação desses indicadores é mais acentuada em dois anos. Em 2008, a dívida líquida cai 7,2 pontos percentuais (de 44,9% para 37,8%), mas a dívida bruta cai apenas 1,6 pontos percentuais (de 63,8% para 62,2%). Em 2012, a oscilação desses dois indicadores ocorre em direção oposta pela primeira (e única): a dívida líquida cai e a dívida bruta sobe.

Gráfico 4: Evolução do endividamento público – governo central



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do *site* do BACEN, que não disponibiliza o endividamento bruto das estatais. Essa limitação tende a não comprometer a análise, pois o endividamento líquido das estatais representou, no máximo, 5,6% do respectivo endividamento do governo central, e apresenta tendência similar, com correlação de 70%.

Dessa forma, tem-se que o ano de 2008 marca não só o início do gerenciamento do resultado primário com dividendo de BNDES e CEF, como também o início da dissociação

entre os indicadores de dívida líquida e bruta e do aumento do endividamento bruto. Assim, a última hipótese de pesquisa também foi confirmada.

Nesse ponto é interessante retomar a Tabela 7, que informa a existência de outras formas de gerenciamento anteriores a 2008. O uso de restos a pagar ocorreu pela primeira vez em 2000 e o abatimento de despesas do cálculo do resultado primário começou em 2005. Porém, no primeiro caso, o atraso no pagamento também posterga a geração da dívida, de forma que essa estratégia não tende a divorciar os indicadores de dívida líquida e bruta. No segundo caso, os abatimentos são computados apenas para o fim exclusivo de verificação do cumprimento da meta fiscal e não altera a associação entre dívida líquida e bruta.

Assim, há evidências de que o gerenciamento do resultado primário foi efetivamente intensificado a partir de 2008, no contexto da crise internacional dos *subprime*. Por conseguinte, não só o indicador de resultado primário estaria distorcido, mas também a análise da dívida líquida. Isso corrobora a afirmação de Roarelli, Ornelas e Filho (2013, p. 13) de que “variação da dívida líquida, tal como é medida hoje, não tem sido um bom indicador da ‘saúde’ das contas públicas”.

Dessa forma, infere-se a existência de gerenciamento também do indicador de dívida líquida, especialmente pela sistemática de empréstimos aos bancos públicos financiados diretamente com a emissão de títulos do Tesouro Nacional, já que “os créditos junto ao BNDES são considerados haver e compensam o aumento da emissão de títulos mobiliários correspondentes” (ROARELLI, ORNELAS e FILHO, 2013, p. 17). Porém, o estudo do gerenciamento desse outro indicador, a dívida líquida, extrapola o escopo deste trabalho.

8 CONCLUSÃO

O esforço Brasileiro em prol da transparência fiscal, consolidado com a edição da LRF, pode ter sido prejudicado com as recentes práticas de gerenciamento do resultado primário. O Tesouro Nacional deveria ser o principal guardião da LRF, porém, foi ele próprio quem praticou diversas formas de gerenciamento do resultado primário e se afastou dos princípios da transparência fiscal.

Esta dissertação revela que a prática de gerenciamento de resultado primário é crescente, em volume e em sofisticação. O uso de restos a pagar sempre existiu, mas de forma apenas pontual até 2004. Em 2005, o uso de restos a pagar se tornou contínuo e crescente e, além disso, surgiu também a sistemática de abatimento das metas. Em 2008, o dividendo de BNDES e CEF começou a ser manipulado e outras operações com partes relacionadas foram desenvolvidas a partir de 2010.

Esta dissertação aplicou 17 testes empíricos que confirmaram simultaneamente todas as nove hipóteses de pesquisa. Assim, foi possível afirmar com segurança que a União transferiu recurso financeiro para BNDES e CEF na forma de instrumento híbrido e, simultaneamente, cobrou a devolução do recurso sob a forma de dividendo. Essa operação casada explicita prática de gerenciamento de resultado primário.

Coincidindo com o início do gerenciamento dos dividendos, identificou-se que o gerenciamento total do resultado primário se tornou mais acentuado a partir de 2008, no âmbito da crise internacional dos *subprime* dos Estados Unidos. Em linha, a relação “Dívida Bruta/PIB” vem aumentando desde então, a despeito do cumprimento das metas fiscais. Infere-se que o indicador de dívida líquida também foi enviesado e seu aumento foi percebido apenas em 2014.

Os resultados desta dissertação permitem concluir, portanto, que a LRF não foi suficiente para garantir a transparência e controle dos gastos públicos. Nesse sentido, a mazela fiscal de aumento dos gastos no final do governo continua a ocorrer, tendo sido verificada especialmente no ano eleitoral de 2014, quando a relação Dívida/PIB cresceu em termos brutos e líquidos.

Frisa-se, porém, que a responsabilização inclusive penal pelo descumprimento das metas não se aplica, pois estas foram cumpridas em sua formalidade. O gerenciamento age dentro das normas e, portanto, este trabalho não apresenta elementos para denúncia administrativa ou judicial.

Nesse contexto, sugere-se que os formuladores de políticas públicas discutam formas de aperfeiçoar a LRF e evitar subterfúgios como as manipulações aqui identificadas, todas baseadas no regime de caixa. O Brasil está migrando suas estatísticas fiscais para o regime de competência, mas apenas isso não é suficiente, pois outras estratégias podem surgir a partir da manipulação dos *accruals*.

Independentemente do regime de apuração do resultado primário (caixa ou competência), entende-se que é fundamental aumentar a transparência do Tesouro Nacional em relação às suas partes relacionadas, com destaque para a política de dividendo e para as formas de transferir recursos para compor o capital regulatório dos bancos. Uma medida possível nesse sentido seria proibir o uso do instrumento híbrido e exigir que todos os repasses de capital, ou equivalentes, se dessem sob a forma de AFAC.

Outra proposta seria institucionalizar o método de cálculo do resultado primário, fixando-o na LRF, para dificultar abatimentos e exclusões oportunistas. Sobre as exclusões, nota-se que o Brasil considera todas as estatais não financeiras, exceto Petrobras e Eletrobras, no cálculo do resultado primário. Aqui nesta dissertação, sugere-se que todas as empresas não dependentes deveriam ser excluídas, em linha com diretrizes do FMI e da União Europeia.

Por oportuno, vale destacar que o gerenciamento não evitou que o governo federal incorresse em custo político significativo. A devida autorização legislativa foi solicitada em diversas ocasiões, seja para converter em lei as Medidas Provisórias dos instrumentos híbridos, seja para promover as sucessivas alterações nas LDOs para excluir itens do cálculo do resultado primário. Dessa forma, presume-se que poderia ter sido mais eficiente negociar a redução efetiva da meta de resultado primário, de forma democrática e transparente, ao invés de manter a meta alta e obter autorizações legislativas pontuais e sucessivas para amparar o gerenciamento. Se fosse negociada uma meta menor e realista, o resultado primário poderia ter sido cumprido sem subterfúgios. Espera-se que esse apontamento possa nortear melhor os direcionamentos da política fiscal brasileira.

De modo secundário, identificou-se que o resultado primário das estatais federais não é divulgado de forma individualizada e que os dados de Petrobras e Eletrobras foram omitidos a partir de suas exclusões da meta fiscal. Em prol da transparência, e considerando que os números são disponíveis para o DEST, sugere-se que o resultado primário (NEFIL) dessas empresas seja apresentado individualmente, inclusive os dados de Petrobras e Eletrobras, entre outros, para permitir análise da série temporal em bases iguais.

Também em paralelo, observou-se que apenas o governo federal tem meta de resultado primário fixada pelo Legislativo. Entende-se que cada Estado e cada Município

deveriam fixar sua meta específica para cumprir a LRF e, talvez, caberia denúncia aos órgãos de controle regionais sobre esse aspecto.

Em relação às possíveis consequências do endividamento público, nota-se que as predições teóricas parecem ter sido confirmadas em 2015. Os benefícios sociais precisaram sofrer ajustes para se manter no longo prazo, a exemplo da Medida Provisória nº 664/14, da redução feita pela CEF no valor máximo para financiar imóveis usados - de 80% para 50%, e contenção das verbas para novos contratos do Fundo de Financiamento Estudantil – Fies. Além disso, o descontrole das finanças públicas parecer ter gerado também: risco inflacionário, com estouro da meta em 2015 previsto pelo próprio BACEN; aumento da taxa de juros (selic), inibição dos investimentos privados, apreciação cambial, queda das exportações, perda de credibilidade do governo, deterioração das expectativas dos agentes econômicos e desestabilização do ambiente econômico. Ou seja, o cenário de crise econômica vivenciado em 2015 era previsível por questões internas.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, G. A. “*The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”. *The Quarterly Journal of Economics*. v. 84, n. 3. 1970

ALMEIDA, P. R. “**Relações internacionais e política externa do Brasil: a diplomacia brasileira no contexto da globalização**”. Rio de Janeiro. Editora LTC. 2012.

ANTUNES, G. A. “Qualidade contábil: análise de fatores endógenos e exógenos”. **Tese**. Doutorado em Ciências Contábeis. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Brasília/DF. 2014.

AUGUSTINHO, S.; OLIVEIRA, A. e LIMA, I. A. “Contabilidade Criativa e a inscrição de restos a pagar como expediente para alcançar o superávit Primário”. **REUNIR: Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade**. Campina Grande. v. 3, nº 4. 2013.

AVELAR, E. A.; BOINA, T. M.; RIBEIRO, L. M. P.; e SANTOS, T. S. “Análise dos Artigos Publicados nos Principais Periódicos Brasileiros de Contabilidade no Século XXI”. **Anais**. In: Congresso Nacional de Administração e Ciências Contábeis – AdCont. Rio de Janeiro/RJ. 2014.

BACEN – Banco Central do Brasil. “**Indicadores Fiscais**”. Série Perguntas Mais Frequentes. Brasília/DF. 2014. Disponível em <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/faq.asp>.

BENITO, B.; MONTESINOS, V. e BASTIDA, F. “*An example of creative accounting in public sector: The private financing of infrastructures in Spain*”. **Critical Perspectives on Accounting**. v. 19. 2008.

BLANCHARD, O. “**Macroeconomia: Teoria e Política Econômica**”. Rio de Janeiro: Editora Campus. 2001.

BRASS, C. T. "Shutdown of the Federal Government: Causes, Processes, and Effects". *Congressional Research Service*. 2011.

DALMONECH, L. F.; SANT'ANNA, J. M. B.; COIMBRA, P. C.; e TEIXEIRA, A. J. C. "Earnings Management e Administração Pública". **Anais**. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração – ENANPAD. Rio de Janeiro/RJ. 2008.

DECHOW, P. M. e DICHEV, I. D. "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors". *The Accounting Review*. v. 77, n. 4, p. 35-59, 2002.

DEST – Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais. "**Relatório Anual**". Anos diversos. Brasília/DF. Disponível em: www.planejamento.gov.br.

_____. "**Manual Técnico de Orçamento: empresas do Setor Produtivo Estatal – SPE**". 2013. Brasília/DF. Disponível em: www.planejamento.gov.br.

DUCHIN, R.; OZBAS, O.E SENSORY, B. A. "Costly External Finance, Corporate Investment, and the Subprime". *Journal of Financial Economics*. v. 97. n. 3. 2010.

FERREIRA, F. R. e COSTA, F. M. "Gerenciamento de resultados e nova gestão pública: evidências nos departamentos governamentais australianos". **Anais**. In: Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – ANPCONT. Vitória/ES. 2011.

FMI – *International Monetary Fund*. "**Manual on Fiscal Transparency**". 2007. Disponível em: www.imf.org/external/np/fad/trans/manual/index.htm.

GARCIA, R. V. e CASAGRANDE, E. E. "Dívida pública, déficit público e arrecadação no Brasil: uma análise da tensão institucional (1995 a 2007)". **Revista Análise Econômica**. Porto Alegre. v. 27. n. 51. 2009.

GERARDO, J. C. "Receitas Atípicas e Restos a Pagar: implicações sobre o Resultado Primário do Governo Central". **Monografia**. XV Prêmio Tesouro Nacional. Brasília. 2010.

GIAMBIAGI, F. e ALÉM, A. C. “**Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**”. 4ª edição. Rio de Janeiro: Elsevier. 2011.

_____ e MOREIRA, M.M. “**A Economia Brasileira nos Anos 90**”. Rio de Janeiro: BNDES. 1999.

GOBETTI, S. W. “Estatais e ajuste fiscal: uma análise da contribuição das empresas federais para o equilíbrio macroeconômico”. **Economia e Sociedade**. v. 19. n. 1. 2010.

GRAHAM, J. R., HARVEY, C. R., RAJGOPAL, S. “*The economic implications of corporate financial reporting*”. **Journal of Accounting and Economics**. v. 40. 2005.

GUNNY, K. “*What are the consequences of real earning management?*”. **Working paper**. 2005. Disponível em: www.ssrn.com.

HAGEN, J. V.; WOLFF, G. B. “*What do deficits tell us about debt? Empirical evidence on creative accounting with fiscal rules in the EU*”. **Journal of Banking & Finance**. v. 30. n. 12. 2006.

HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. “*A review of the earnings management literature and its implications for standard setting*”. **Accounting Horizons**. v. 13. n. 4. 1999.

HERBEST, F. G. “Regime de competência no setor público: a experiência de implementação em diversos países”. **Dissertação**. Mestrado em Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE). Vitória/ES. 2010.

IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil. “**Norma e Procedimento de Contabilidade nº 23: transações entre partes relacionadas**”. Disponível em: www.portaldecontabilidade.com.br/ibracon/npc23.htm.

JONES, J. “*Earnings management during import relief investigations*”. **Journal of Accounting Research**, v. 29, pp. 193–228, 1991.

JÚNIOR, A. C. C. D. C. “Motivos para excluir as empresas estatais de mercado das estatísticas fiscais”. **Monografia**. Curso de especialização em Orçamento Público. Tribunal de Contas da União e Câmara dos Deputados. Brasília/DF. 2007.

LONGSTAFF, F. A. “*The subprime credit crisis and contagion in financial markets*”. *Journal of Financial Economics*. v. 97. 2010.

LOPES, A. B. e MARTINS, E. “**Teoria da contabilidade**”. São Paulo: Atlas. 2005.

MANKIW, N. G. “**Introdução à Economia**”. 2ª edição. Rio de Janeiro: Campus. 1999

MARTINEZ, A. L. “Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras”. **Tese**. Doutorado em Ciências Contábeis. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP). 2001.

_____. “Detectando *earnings management* no Brasil: estimando os *accruals* discricionários”. **Revista Contabilidade e Finanças**. v. 19. n. 46. 2008.

_____ e CARDOSO, R. L. “Gerenciamento da informação contábil no Brasil mediante decisões operacionais”. **Revista Eletrônica de Administração**. v. 15, n. 3. 2013.

MARTINS, G. A. “**Manual para elaboração de monografias e dissertações**”. 2ª edição. São Paulo: Atlas. 2000.

MEDEIROS, A. K.; CRANTSCHANINOV, T. I. e SILVA, F. C. “Estudos sobre *accountability* no Brasil: meta-análise de periódicos brasileiros das áreas de administração, administração pública, ciência política e ciências sociais”. **Revista de Administração Pública**. v. 47. n. 3. 2013.

MEDEIROS, O. R. e PANDINI, E.J. “Índice de Basileia no Brasil: bancos públicos x privados”. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v.1. n. 2. 2007.

MILESI-FERRETTI, G. M. M. “*Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting*”. *Journal of Public Economics*. n. 88. 2003.

_____ e MORIYAMA, K. “*Fiscal adjustment in EU countries: a balance sheet approach*”. *Journal of Banking & Finance*. n. 30. 2006.

MUSSI, C. “Responsabilidade fiscal: indicadores fiscais em cinco países da América Latina”. Publicação do BNDES. **Informe-se**. nº 16. 2000.

NARDI, P. C. C. e NAKAO, S. H.. “Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas”. **Revista Contabilidade e Finanças**. v. 20. n. 50. 2009.

NASCIMENTO, E. R., DEBUS, I.. “**Lei complementar 101 de 2000: entendendo a lei de responsabilidade fiscal**”. Tesouro Nacional. 2ª edição. Brasília/DF. 2001. Disponível em: <http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/EntendendoLRF.pdf>.

PALATNIK, B. e SILVEIRA, R. F. “Tratamento das empresas estatais na apuração do resultado e das dívidas públicas”. Publicação do BNDES. **Informe-se**. nº 37. 2002.

PAULO, E. “Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados”. **Tese**. Doutorado em Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. 2007.

PILCHER, R e ZAHN, J. W. M. V. “*Earnings management and income distribution around a breakeven or near breakeven surplus benchmark with the public sector*”. **Anais**. In: *AFAANZ Annual Conference*. Sydney. 2008.

RAMOS, A. P. “A política fiscal do Plano Real e o ajuste fiscal para 1999/2001”. **Revista de Economia Política**. v. 21. n. 4. 2001.

RENTE, A.; LEÃO, S; e LEITE, S. P. “Levantamento de periódicos em economia”. **Texto não publicado**. Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro. 2009. Disponível em: http://r1.ufrj.br/cpda/cinais/arquivos/relatorio_economia.pdf.

ROARELLI, M. L. M.; ORNELAS, N. J. e FILHO, R. B. “Análise das recentes operações entre o Tesouro, o BNDES, a CEF e o Fundo Soberano e seu impacto sobre as contas públicas: a contabilidade criativa”. Senado Federal, Consultoria de Orçamentos, Fiscalização e Controle. **Orçamento Público em Discussão**. n. 11. 2013. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/503082>.

RODRIGUES, L. F. “Evidência de gerenciamento de resultados em oferta pública de aquisição de ações de companhias abertas: análise empírica das operações realizadas no Brasil no período de 2007 a 2012”. **Dissertação**. Mestrado em Ciências Contábeis. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba e Universidade Federal do Rio Grande do Norte. Brasília/DF. 2013.

ROYCHOWDHURY, S. “*Earnings management through real activities manipulation*”. **Journal of Accounting and Economics**. v. 42. 2006.

SACHS, J. D. e LARRAIN, F. B. “**Macroeconomia**”. São Paulo: Pearson Makron Books. 2006.

SANTOS, P. S. A.; MACHADO, D. G. e SCARPIN, J. E. “Gerenciamento de resultados no setor público: análise por meio das contas orçamentárias outras receitas e despesas correntes dos Municípios de Santa Catarina”. **Revista Contabilidade Vista & Revista**. v. 23. n. 4. 2012.

SCHIPPER, K. “*Commentary: Earnings Management*”. **Accounting Horizons**. v. 3. 1989.

SCOTT, W. R. “**Financial accounting theory**”. 3ª edição. Toronto: Prentice Hall. 2003.

SILVA, A.C.; CARVALHO, L.O. e MEDEIROS, O.L. “**Dívida Pública: a experiência brasileira**”. Secretaria do Tesouro Nacional. Brasília. 2009. Disponível em: www.tesouro.gov.br.

STALEBRINK, O. “*An investigation of discretionary accruals and surplus-deficit management: evidence from swedish municipalities*”. *Financial Accountability & Management*. v. 23. n. 4. 2007.

STN – Secretaria do Tesouro Nacional. “**SIAFI - MANUAL WEB**”. 2008. Brasília/DF. Disponível em: <http://manuaisiafi.tesouro.fazenda.gov.br>.

_____. “**Relatório de Avaliação do Cumprimento das Metas Fiscais: 2º Quadrimestre de 2013**”. 2013. Disponível em www.tesouro.fazenda.gov.br/documents/10180/200113/2013_II_Quadrimestral.pdf.

VASCONCELLOS, M. A. S. “**Economia: Micro e Macro**”. 5ª edição. São Paulo: Atlas. 2011.

VELLOSO, J. P. R. “**O Brasil e o mundo: no limiar do novo século**”. 2ª edição. Rio de Janeiro: José Olympio. 1998.

WERNECK, R. L. F. “Poupança estatal, dívida externa e crise financeira do setor público”. *Pesquisa e Planejamento Econômico*. v. 16, n. 3. 1986.

WYNNE, A. “*Is accrual accounting for the public sector - a fad that has had its day?*” *International Journal Financial Management*. v. 8. n. 2. 2008.

ANEXO I – LISTA DE PERIÓDICOS PESQUISADOS

Administração

1. RAP-Revista de administração Pública

Contabilidade

1. Contabilidade Vista & Revista
2. Contabilidade, Gestão e Governança
3. Enfoque: Reflexão Contábil
4. Revista de Contabilidade e Controladoria
5. Pensar Contábil
6. Registro Contábil
7. Revista Ambiente Contábil
8. Revista Catarinense da Ciência Contábil
9. Revista Contabilidade & Finanças
10. Revista Contemporânea de Contabilidade
11. Revista de Contabilidade da UFBA
12. Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis
13. Revista de Contabilidade e Organizações
14. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade
15. Revista de Informação Contábil
16. Revista Universo Contábil
17. Sociedade, Contabilidade e Gestão

Economia

1. Revista Análise Econômica
2. Revista de Economia Aplicada
3. Revista Economia e Sociedade
4. Ensaios FEE (Fundação de Economia e Estatística)
5. Estudos Econômicos
6. Nova Economia
7. Pesquisa e Planejamento Econômico
8. Planejamento e Políticas Públicas
9. Revista Brasileira de Economia
10. Revista de Economia Contemporânea
11. Revista de Economia Política
12. Texto para Discussão IPEA

ANEXO II – LISTA NOMINAL DAS ESTATAIS FEDERAIS

(Fonte: DEST, posição de 08.09.2014)

Empresas controladas diretamente (48)

- 1 Agência Brasileira Gestora de Fundos Garantidores e Garantias S.A. - ABGF
- 2 Amazônia Azul Tecnologias de Defesa S.A. - AMAZUL
- 3 Banco da Amazônia S.A. - BASA
- 4 Banco do Brasil S.A. - BB
- 5 Banco do Nordeste do Brasil S.A. - BNB
- 6 Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES
- 7 Caixa Econômica Federal - CAIXA
- 8 Casa da Moeda do Brasil - CMB
- 9 Centrais de Abastecimento de Minas Gerais S.A. - CEASAMINAS
- 10 Centrais Elétricas Brasileiras S.A. - ELETROBRAS
- 11 Centro Nacional de Tecnologia Eletrônica Avançada - S.A. - CEITEC
- 12 Companhia Brasileira de Trens Urbanos - CBTU
- 13 Companhia das Docas do Estado da Bahia - CODEBA
- 14 Companhia de Armazéns e Silos do Estado de Minas Gerais - CASEMG
- 15 Companhia de Desenvolvimento dos Vales do São Francisco e do Parnaíba - CODEVASF
- 16 Companhia de Entrepostos e Armazéns Gerais de São Paulo - CEAGESP
- 17 Companhia de Pesquisa de Recursos Minerais - CPRM
- 18 Companhia Docas do Ceará - CDC
- 19 Companhia Docas do Espírito Santo - CODESA
- 20 Companhia Docas do Estado de São Paulo - CODESP
- 21 Companhia Docas do Maranhão - CODOMAR
- 22 Companhia Docas do Pará - CDP
- 23 Companhia Docas do Rio de Janeiro - CDRJ
- 24 Companhia Docas do Rio Grande do Norte - CODERN
- 25 Companhia Nacional de Abastecimento - CONAB
- 26 Empresa Brasil de Comunicação S.A. - EBC
- 27 Empresa Brasileira de Administração de Petróleo e Gás Natural S.A. - Pré-Sal Petróleo S.A. - PPSA
- 28 Empresa Brasileira de Correios e Telégrafos - ECT
- 29 Empresa Brasileira de Hemoderivados e Biotecnologia - HEMOBRÁS
- 30 Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária - INFRAERO
- 31 Empresa Brasileira de Pesquisa Agropecuária - EMBRAPA
- 32 Empresa Brasileira de Serviços Hospitalares - EBSERH
- 33 Empresa de Pesquisa Energética - EPE
- 34 Empresa de Planejamento e Logística S.A. - EPL
- 35 Empresa de Tecnologia e Informações da Previdência Social - DATAPREV
- 36 Empresa de Trens Urbanos de Porto Alegre S.A. - TRENSURB
- 37 Empresa Gerencial de Projetos Navais - EMGEPRON
- 38 Empresa Gestora de Ativos - EMGEA
- 39 Financiadora de Estudos e Projetos - FINEP
- 40 Hospital de Clínicas de Porto Alegre - HCPA
- 41 Hospital Nossa Senhora da Conceição S.A. - CONCEIÇÃO
- 42 Indústria de Material Bélico do Brasil - IMBEL
- 43 Indústrias Nucleares do Brasil S.A. - INB

- 44 Nuclebrás Equipamentos Pesados S.A. - NUCLEP
- 45 Petróleo Brasileiro S.A. - PETROBRAS
- 46 Serviço Federal de Processamento de Dados - SERPRO
- 47 Telecomunicações Brasileiras S.A. - TELEBRÁS
- 48 VALEC Engenharia, Construções e Ferrovias S.A. – VALEC

Subsidiárias da Petrobras (55)

- 1 5283 Participações Ltda.
- 2 Araucária Nitrogenados S.A. - ARAUCÁRIA
- 3 Arembepe Energia S.A. - AREMBEPE
- 4 Baixada Santista Energia Ltda. - BSE
- 5 Bear Insurance Company Limited - BEAR
- 6 Brasoil Oil Services Company Nigeria Limited - BRASOIL NIGERIA
- 7 Braspetro Oil Services Company - BRASOIL
- 8 Breitener Energética S.A. - BREITENER
- 9 Breitener Jaraqui S.A. - BREITENER JARAQUI
- 10 Breitener Tambaqui S.A. - BREITENER TAMBAQUI
- 11 Companhia de Recuperação Secundária - CRSEC
- 12 Companhia Integrada Têxtil de Pernambuco - CITEPE
- 13 Companhia Locadora de Equipamentos Petrolíferos - CLEP
- 14 Companhia Petroquímica de Pernambuco - PETROQUÍMICASUAPE
- 15 Cordoba Financial Services GmbH - CFS
- 16 Downstream Participações Ltda. - DOWNSTREAM
- 17 Energética Camaçari Muricy I S.A. - ECM 1
- 18 Eólica Mangue Seco 2 - Geradora e Comercializadora de Energia Elétrica S.A. - MANGUE SECO 2
- 19 Fronape International Company - FIC
- 20 Gás Brasileiro Distribuidora S.A. - GBD
- 21 Indústria Carboquímica Catarinense S.A. - ICC (Em Liquidação)
- 22 Innova S.A. INNOVA
- 23 Liquigás Distribuidora S.A. - LIQUIGÁS
- 24 Petrobras America Inc. - PAI
- 25 Petrobras Biocombustível S.A. - PBIO
- 26 Petrobras Bolivia Inversiones y Servicios S.A. - PEBIS
- 27 Petrobras Colombia Limited - PEC
- 28 Petrobras Comercializadora de Energia Ltda. - PCEL
- 29 Petrobras Distribuidora S.A. - BR
- 30 Petrobras Europe Limited - PEL
- 31 Petrobras Finance Limited - PFL
- 32 Petrobras Gás S.A. - GASPETRO
- 33 Petrobras International Braspetro B.V. - PIB BV
- 34 Petrobras International Braspetro B.V. - Sucursal Angola - PIB ANG
- 35 Petrobras International Braspetro B.V. - Sucursal Colombia - PIB COL
- 36 Petrobras International Finance Company - PIFCo
- 37 Petrobras Logística de Exploração e Produção S.A. - PB-LOG
- 38 Petrobras México, S. DE R.L. DE C.V. - PM
- 39 Petrobras Middle East B.V. - PEMID
- 40 Petrobras Negócios Eletrônicos S.A. - e-PETRO
- 41 Petrobras Netherlands B.V. - PNBV

- 42 Petrobras Participaciones, S.L. - PPSL
- 43 Petrobras Singapore Private Limited - PSPL
- 44 Petrobras Tanzânia LTD. - PETAN
- 45 Petrobras Transporte S.A. - TRANSPETRO
- 46 Petroleo Brasileiro Nigeria Limited - PBN
- 47 Stratura Asfaltos S.A. - STRATURA
- 48 Termoaçu S.A. - TERMOAÇU
- 49 Termobahia S.A. TERMOBAHIA
- 50 Termoceará Ltda. - TERMOCEARÁ
- 51 Termomacaé Comercializadora de Energia Ltda. - TERMOMACAÉ
COMERCIALIZADORA
- 52 Termomacaé Ltda. - TERMOMACAÉ
- 53 Transpetro International B.V. - TI B.V.
- 54 Transportadora Associada de Gás S.A. - TAG
- 55 Transportadora Brasileira Gasoduto Bolívia-Brasil S.A. - TBG

Subsidiárias da Eletrobras (20)

- 1 Amazonas Distribuidora de Energia S.A. - AmE
- 2 Amazonas Geração e Transmissão de Energia S.A. - AmGT
- 3 Boa Vista Energia S.A. - BVENERGIA
- 4 Centrais Elétricas de Rondônia S.A. - CERON
- 5 Centrais Elétricas do Norte do Brasil S.A. - ELETRONORTE
- 6 Centro de Pesquisas de Energia Elétrica - CEPEL
- 7 Companhia de Eletricidade do Acre - ELETROACRE
- 8 Companhia de Geração Térmica de Energia Elétrica - CGTEE
- 9 Companhia Energética de Alagoas - CEAL
- 10 Companhia Energética do Piauí - CEPISA
- 11 Companhia Hidro Elétrica do São Francisco - CHESF
- 12 Eletrobras Participações S.A. - ELETROPAR
- 13 Eletrobras Termonuclear S.A. - ELETRONUCLEAR
- 14 ELETROSUL Centrais Elétricas S.A. - ELETROSUL
- 15 Estação Transmissora de Energia S.A. - ETE
- 16 FURNAS - Centrais Elétricas S.A. - FURNAS
- 17 Rio Branco Transmissora de Energia S.A. - RBTE
- 18 Transmissora Sul Brasileira de Energia S.A. - TSBE
- 19 Transmissora Sul Litorânea de Energia S.A. - TSLE
- 20 Uirapuru Transmissora de Energia S.A. - UIRAPURU

Subsidiárias do Banco do Brasil (18)

- 1 BB Administradora de Cartões de Crédito S.A. - BB CARTÕES
- 2 BB Administradora de Consórcios S.A. - BB CONSÓRCIOS
- 3 BB Banco de Investimento S.A. - BB BI
- 4 BB COR Participações S.A. - BB COR
- 5 BB Corretora de Seguros e Administradora de Bens S.A. - BB CORRETORA
- 6 BB ELO CARTÕES Participações S.A. - BB ELO CARTÕES
- 7 BB Gestão de Recursos - Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. - BB
DTVM
- 8 BB Leasing Company Limited - BB LEASING

- 9 BB Leasing S.A. - Arrendamento Mercantil - BB LAM
- 10 BB Securitizadora de Créditos Financeiros - BB ATIVOS S.A.
- 11 BB Seguridade Participações S.A. - BB SEGURIDADE
- 12 BB Seguros Participações S.A. - BB SEGUROS
- 13 BB Tecnologia S.A. - BBTS
- 14 BB Viagens e Turismo Ltda. - BB TUR
- 15 BESC Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. - BESCVAL
- 16 Nossa Caixa Capitalização S.A. - BNC CAPITALIZAÇÃO
- 17 Brazilian American Merchant Bank - BAMB
- 18 Banco do Brasil Ag Viena - BB AG

Subsidiárias do BNDES (3)

- 1 Agência Especial de Financiamento Industrial - FINAME
- 2 BNDES Limited
- 3 BNDES Participações S.A. - BNDESPAR

Subsidiária da CAIXA (1)

- 1 Caixa Participações S.A. - CAIXAPAR

Subsidiária da Telebrás (1)

- 1 Telebras Copa S.A. - TELEBRÁS COPA

ANEXO III – LISTA DE HIPÓTESES

Estatais com dividendo gerenciável

H1: Existe período em que a receita de dividendo representa mais de 10% do resultado primário.

H2: Existe estatal que está fora do resultado primário, tem acionista único e paga dividendo acima do percentual mínimo obrigatório e em montante relevante.

Evidências de gerenciamento dos dividendos

H3: Houve aumento do dividendo pago por empresa suspeita de gerenciamento, em termos absolutos, em proporção do lucro e do resultado primário da União.

H4: Eventual aumento na rentabilidade da empresa suspeita de gerenciamento é menor que 50% do aumento nos dividendos pagos.

H5: Houve aumento no payout da empresa suspeita de gerenciamento e/ou do capital investido nela, superior ao aumento na rentabilidade, sendo que o payout é próximo de 100% durante o período de gerenciamento.

H6: A empresa suspeita de gerenciamento recebeu compensação integral do Tesouro Nacional, apenas mediante empréstimo, que permite enquadramento nos limites operacionais nos bancos.

Fatos que corroboram a prática do gerenciamento

H7: As estatais não suspeitas de gerenciamento não receberam compensação do Tesouro Nacional para pagar dividendo.

H8: Existe ano em que a meta não seria cumprida sem o gerenciamento do dividendo.

H9: A relação dívida/PIB aumentou no período de gerenciamento do resultado primário.

ANEXO IV – LISTA DE EQUAÇÕES

Estatais com dividendo gerenciável

$$(1) DT_t > 10\% RP_t$$

$$(2) PUC_{e,t} = 100\%$$

$$(3) DP_{p,t} > 10\% .DT_t$$

$$(4) PO_{p,t} > 25\%$$

onde DT denota o Dividendo Total pago pelas estatais e RP é o Resultado Primário da União, PUC é a Participação da União no Capital, PO é o *Payout*, e DP é o Dividendo Pago, todos relativos ao ano ‘t’ e à empresa ‘e’ que está excluída do resultado primário, e o subscrito ‘p’ denota a empresa com potencial de gerenciamento, identificada pelo teste (2).

Evidências de gerenciamento dos dividendos

$$(5) \Delta DP_{s,t} > 0$$

$$(6) \Delta PO_{s,t} > 0$$

$$(7) \Delta DP_{s,t} / RP_t > 0$$

$$(8) \Delta RENT_{s,t} < 50\% \Delta DP_{s,t}$$

$$(9) \Delta PO_{s,t} > \Delta RENT_{s,t}$$

$$(10) PO_{s,g} = 100\%$$

$$(11) \Delta IH_{s,t} > \Delta RENT_{s,t}$$

$$(12) IH_{s,g} \geq DP_{s,g}$$

$$(13) AFAC_{s,g} = 0$$

onde o subscrito ‘s’ denota a empresa suspeita de gerenciamento, identificada pelos testes (3) e (4). RENT denota a Rentabilidade, a ser mensurada pela Rentabilidade do Patrimônio Líquido – RPL e pela Rentabilidade do Ativo – RAT, indicadores esses calculados pelas razões “lucro líquido / patrimônio líquido” e “lucro líquido / ativo total”, respectivamente. onde PO denota o *Payout*, e IH é o capital investido pelo Tesouro Nacional, sob a forma de Instrumento Híbrido, que não afeta o resultado primário e permite enquadramento do recurso nos limites operacionais dos bancos. AFAC é o aporte de capital convencional, em dinheiro, e o subscrito ‘g’ denota o período de gerenciamento.

Fatos que corroboram a prática do gerenciamento

$$(14) IH_{d,t} = 0$$

$$(15) AFAC_{d,t} = 0 \text{ ou } PO_{d,t} = 25\%$$

$$(16) RP_t - DP_{s,t} < M_t$$

$$(17) \Delta RDP_g > 0$$

onde o subscrito 'd' denota as demais estatais sem suspeita de gerenciamento e M denota a meta de resultado primário para o ano 't'.

ANEXO V – GLOSSÁRIO

AFAC – Adiantamento para Futuro Aumento de Capital: aporte de capital mediante transferência direta de recursos financeiros, do acionista para a empresa.

Abaixo da linha: método de cálculo do resultado fiscal pela variação da dívida líquida.

Accountability: termo associado à responsabilização e prestação de contas.

Accruals: termo contábil que denota a diferença entre o valor apurado pelos regimes de caixa e de competência

Acima da linha: método de cálculo do resultado fiscal pela soma das receitas e dedução das despesas.

BACEN – Banco Central do Brasil: Autarquia federal que integra o Sistema Financeiro Nacional, criada pela Lei nº 4.595/64.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social: Instituição financeira federal.

CEF – Caixa Econômica Federal: Instituição financeira federal.

CMN – Conselho Monetário Nacional: órgão superior do Sistema Financeiro Nacional, criado pela Lei nº 4.595/64.

DEST – Departamento de Coordenação e Governança das Empresas Estatais: órgão federal criado pelo Decreto nº 84.128/79.

Despesa primária: saída de caixa não financeira.

Demais empresas controladas pela União: empresas federalizadas que não se enquadram nos conceitos de empresa pública, sociedade de economia mista ou subsidiária.

Dívida bruta: total dos débitos junto ao setor privado, ao setor público financeiro e ao resto do mundo.

Dívida líquida: total dos débitos, menos total dos créditos, que incluem o saldo de caixa, aplicações financeiras e direitos a receber.

Empresa estatal: aquela cuja maioria do capital social com direito a voto pertence, direta ou indiretamente, à União, Estados e Municípios (LRF, art. 2-II).

Empresa estatal dependente: empresa estatal que recebe recursos financeiros do ente controlador para pagamento de despesas com pessoal ou de custeio em geral ou de capital, excluídos, no último caso, aqueles provenientes de aumento de participação acionária (LRF, art. 2-III).

Empresa estatal federal: aquela cuja maioria do capital social com direito a voto pertence, direta ou indiretamente, à União.

Empresa pública: empresa estatal federal criada por lei com capital exclusivamente público (Decreto-lei nº 200/67, art. 5-II).

FMI – Fundo Monetário Internacional: organização internacional criada em 1944 cujo objetivo básico é zelar pela estabilidade do sistema monetário internacional.

Gerenciamento de resultados: exercício de discricionariedade contábil com intenção proposital alterar artificialmente algum indicador econômico-financeiro.

Governo Central: termo que inclui o governo federal, o sistema de previdência social e o Banco Central do Brasil.

Índice de Basileia: exigência mínima de capital para suportar riscos bancários.

Instrumento híbrido: modalidade de empréstimo prevista na Resolução CMN nº 4.192/13, que mistura características de capital e dívida.

LDO – Lei de Diretrizes Orçamentárias.

LOA – Lei Orçamentária Anual.

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal.

MCASP – Manual de Contabilidade Aplicado ao Setor Público.

NEFIL – Necessidade de Financiamento Líquido: termo usado pelo DEST como sinônimo de resultado primário para as estatais federais.

Nível federal: termo que inclui o governo central e as empresas estatais federais.

NFSP – Necessidade de Financiamento do Setor Público: termo usado pelo BACEN como sinônimo de resultado fiscal, nominal ou primário.

OGU – Orçamento Geral da União.

OI – Orçamento de Investimentos: peça orçamentária com o detalhamento dos investimentos realizados pelas estatais federais não dependentes em ativos imobilizados, prevista na Constituição Federal, art. 165, §5º, inciso II, e na LDO, art. 54.

ONU – Organização das Nações Unidas: organização internacional criada em 1945 cujo objetivo básico é zelar pela paz mundial.

PAC – Programa de Aceleração do Crescimento.

Paper company: empresa sem quadro funcional próprio, constituída legalmente geralmente para segregar atividade econômica.

Partes relacionadas: entidades com as quais se possa contratar sem a condição de independência que caracteriza as transações com terceiros (IBRACON, NPC 23, item 4).

Payout: indicador calculado pela razão entre dividendo e lucro líquido.

PDG – Programa de Dispêndios Globais: peça orçamentária com todas as receitas e despesas das empresas estatais não dependentes, prevista nos Decretos nº 3.735/01, art. 3-I, e nº 8.189/14, Anexo I, art. 8-I.

PIB – Produto Interno Bruto.

PL – Patrimônio Líquido.

PPI – Projeto Piloto de Investimentos Públicos.

PUC – Participação da União no Capital.

RAT – Rentabilidade do Ativo, calculada pela razão “lucro líquido / ativo total”.

Receita primária: ingresso de caixa não financeiro, registrado no momento da arrecadação.

Restos a pagar: despesas empenhadas, mas não pagas até o dia 31 de dezembro de cada ano.

Resultado nominal: variação da dívida líquida, ou resultado primário menos juros líquidos.

Resultado primário: diferença entre receitas e despesas primárias (ingressos e saídas de caixa não financeiros).

RPL – Rentabilidade do Patrimônio Líquido, calculada pela razão “lucro líquido / patrimônio líquido”.

Securitização: prática financeira que agrupa créditos recebíveis (faturas a receber, por exemplo) e converte-os em títulos padronizados negociáveis no mercado de capitais, no país ou no exterior.

SIAFI - Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal.

Sociedade de Economia Mista: empresa estatal federal criada por lei com participação minoritária de capital privado (Decreto-lei nº 200/67, art. 5-III).

SPE – Sociedade de Propósito Específico: empresa cujo objeto social é restrito a uma atividade específica e restrita.

SPNF – Setor Público Não Financeiro.

Subsidiária: empresa controlada por outra.

Tesouro Nacional: órgão federal criado pelo Decreto nº 92.452/86.

TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo.