



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337  
Blumenau, v. 13, n. 2, p. 65-88, abr./jun., 2017

doi:10.4270/ruc.2017209  
Disponível em [www.furb.br/universocontabil](http://www.furb.br/universocontabil)



## GERENCIAMENTO DO RESULTADO PRIMÁRIO BRASILEIRO: ANÁLISE DOS DIVIDENDOS PAGOS POR BNDES E CEF AO TESOIRO NACIONAL<sup>1</sup>

### EARNINGS MANAGEMENT ON BRAZILIAN PRIMARY SURPLUS: AN INVESTIGATION ABOUT DIVIDENDS PAID BY BNDES AND CEF TO NATIONAL TREASURY

### GESTIÓN DE RESULTADO PRIMARIO BRASILEÑO: EL ANÁLISIS DE LOS DIVIDENDOS PAGADOS POR EL BNDES Y CEF AL TESORO NACIONAL

#### **Juliane Fank Paganotto**

Mestre pela Universidade de Brasília  
Avenida Malaquita, nº 3409, Residencial Parque Alvorada  
CEP: 76.961-619. Cacoal/RO. Brasil  
E-mail: [juliane123456@hotmail.com](mailto:juliane123456@hotmail.com)  
Telefone: +55 (69) 99902-1223

#### **José Carlos de Oliveira**

Doutor pela George Washington University  
Professor da Universidade de Brasília  
Campus Darcy Ribeiro, Departamento de Economia, Asa Norte  
CEP: 70.000-000. Brasília/DF. Brasil  
E-mail: [jubiaba@terra.com.br](mailto:jubiaba@terra.com.br)  
Telefone: +55 (61) 99982-1171

#### **Gustavo Amorim Antunes**

Doutor pela Universidade de Brasília  
Avenida Malaquita, nº 3409, Residencial Parque Alvorada  
CEP: 76.961-619. Cacoal/RO. Brasil  
E-mail: [gaantunes@yahoo.com.br](mailto:gaantunes@yahoo.com.br)  
Telefone: +55 (61) 99867-8050

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é investigar se o governo brasileiro utiliza o dividendo das empresas estatais para gerenciar seu resultado primário. O resultado primário é indicador da política fiscal e é meta institucional pela Lei de Responsabilidade Fiscal desde 2000. Porém, esse indicador pode ser manipulado e a literatura não fornece metodologia para pesquisar seu gerenciamento com uso de dividendos. Assim, criou-se método próprio com raciocínio dedutivo, observação empírica e dados públicos, que está organizado em três etapas. Na primeira etapa, verificou-se que: a) a receita de dividendos se tornou relevante para o resultado primário a partir de 2008; e b) apenas duas estatais apresentaram potencial pleno para que seus dividendos contribuam

<sup>1</sup> Artigo recebido em 14.04.2016. Revisado por pares em 22.02.2017. Reformulado em 22.05.2017. Recomendado para publicação em 05.06.2017 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 30.06.2017. Organização responsável pelo periódico: FURB.

integralmente para o resultado primário consolidado. Na segunda etapa, constatou-se que essas duas estatais tiveram seus dividendos aumentados a partir de 2008, por decisão externa do controlador, sem aumento da eficiência interna e mediante compensação integral do Tesouro Nacional, via instrumento híbrido. Na terceira etapa, constatou-se que: a) esse cenário não ocorreu nas demais estatais, utilizadas como grupo de controle; b) algumas metas de resultado primário não seriam cumpridas sem o dividendo das duas estatais analisadas; e c) a dívida bruta federal aumentou a partir de 2008 e se dissociou da dívida líquida. Ao final, foram aplicados 17 testes empíricos que confirmaram simultaneamente todas as nove hipóteses de pesquisas deste trabalho. Assim, é possível concluir que os dividendos de duas estatais foram utilizados para gerenciar o resultado primário do governo federal a partir de 2008.

**Palavras-chaves:** Resultado Primário; Gerenciamento de Resultados; Política de Dividendos; Finanças Públicas; Transparência.

## ABSTRACT

This paper aims to investigate whether The Brazilian government uses the dividends paid by State Owned Enterprises – SOEs to manipulate primary surplus. Primary surplus is an important indicator of fiscal policy and became institutional target to Brazilian government in the year 2000. However, it may be manipulated and specialized literature does not provide useful methodology to investigate primary surplus manipulation through SOE's dividends. Thus, this paper developed and applied a new empirical method, organized in three stages and build by deduction, observation and public data. In the first stage, it was identified that: a) dividend revenue has become relevant to primary surplus only since 2008; and b) just two SOEs can fully affect primary surplus with their dividends. In the second stage, we noted that two SOEs had their dividends improved since 2008, by external decision and without internal efficiency increase, moreover National Treasury made up for SOEs burden by hybrid transfers. In the third stage, it was verified that: a) this scenario did not happen in other SOEs, used as control group; b) some primary surplus targets would not be achieved without dividends paid by these two SOEs; and c) gross debt has increased since 2008 and missed its association with net debt. In total, it was applied 17 empirical tests that simultaneously confirmed all nine hypothesis of this research. So, It can be affirmed that dividends have been used to manipulate primary surplus since 2008.

**Keywords:** Primary Surplus; Earning Management; Dividend Policy; Public Finance; Transparency.

## RESUMEN

El objetivo de este estudio es investigar si el gobierno brasileño utiliza los dividendos de las empresas estatales para gestionar su resultado primario. El resultado primario es un indicador de la política fiscal y meta institucional por la Ley de Responsabilidad Fiscal desde el año 2000. Sin embargo, este indicador puede ser manipulado y la literatura no proporciona ninguna metodología para investigar su gestión con el uso de los dividendos. Así se creó un método propio con razonamiento deductivo, observación empírica y datos públicos que se organiza en tres etapas. En la primera etapa, se encontró que: a) los ingresos por dividendos fueron relevante para el resultado primario a partir de 2008; y b) sólo dos empresas tienen todo el potencial de contribuir plenamente con sus dividendos para el resultado primario consolidado. En la segunda etapa, se encontró que estas dos empresas aumentaron sus dividendos a partir del año 2008, por decisión externa del controlador, sin incremento de la eficiencia interna y con compensación integral del Tesoro Nacional, a través del instrumento híbrido. En la tercera etapa, se encontró que: a) esta situación no se produjo en ninguna otra empresa, utilizadas como grupo de control; b) algunas metas de resultado primario no se cumplirían sin el dividendo de las empresas

analizadas; y c) la deuda federal bruta se incrementó a partir de 2008 y se disoció de la deuda neta. Al final, se aplicaron 17 pruebas empíricas y al mismo tiempo se confirmó las nueve hipótesis de investigación de este estudio. Por lo tanto, se ha llegado a la conclusión de que los dividendos de las estatales fueron utilizados para gestionar el resultado primario del gobierno federal a partir de 2008.

**Palabras-clave:** Resultado Primario; Gestión de Resultado; Política de Dividendos; Finanzas Públicas; Transparencia.

## 1 INTRODUÇÃO

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 (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009, p. 17). 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.

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”. 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; ii) risco inflacionário, pois o governo pode emitir moeda para se financiar; iii) aumento da taxa de juro, com inibição dos investimentos privados, consequente apreciação cambial e queda das exportações; 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.

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. 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.

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 sem *accruals* e no setor público, vertentes essas pouco estudadas pela literatura internacional (PAULO, 2007, p. 58, e FERREIRA; COSTA, 2011, p. 2). Os trabalhos acadêmicos sobre gerenciamento de resultado focam uso de regressões econométricas com dados agregados para inferir a existência genérica de gerenciamento em grupo de empresas. Por outro lado, o mercado privilegia os casos concretos de gerenciamento, em contas específicas de empresas individualizadas. Assim, apresenta-se contribuição relevante para a literatura internacional do ponto de vista teórico e empírico. Primeiro, ao aprofundar a transposição incipiente da abordagem de gerenciamento contábil para finanças públicas. Segundo, ao investigar intervenção direta sem *accruals*, sem uso de ferramentas estatísticas, com operações individualizadas e impacto mensurável sobre o efetivo cumprimento de metas. Além disso, por ser feito no Brasil, que usa regime de caixa nas estatísticas fiscais, ganha-se 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 – NFSF”. Por sua vez, o detalhamento dos dividendos da União está disponível no site do Tesouro Nacional, com série histórica desde 1997. Por fim, as informações específicas das estatais são extraídas de suas demonstrações contábeis disponíveis na *internet*.

## 2 GERENCIAMENTO DE RESULTADO PRIMÁRIO

O resultado primário é o excedente bruto do governo, dado pela diferença simples entre receitas e despesas primárias (fluxo de caixa não financeiro), a ser utilizado para pagar os juros da dívida pública e controlar o endividamento do Estado. Esse indicador evidencia o esforço fiscal do setor público, livre da “carga” dos déficits incorridos no passado, e permite avaliar a capacidade do governo de honrar compromissos.

Considerando a importância desse indicador para o equilíbrio das contas públicas, o Brasil implantou sistema de metas de resultado primário em duas etapas. Primeiro, alcançando apenas o Governo Federal e os anos de 1998, 1999 e 2000, conforme Decreto nº 2.773/98, art. 2º, Lei nº 9.789/99, art. 9º, e Lei nº 9.811/99, art. 18. Depois, a LRF generalizou o sistema de metas para todos os anos, todos os Entes Federativos e todos os Poderes. Frisa-se, porém, que os bancos públicos realizam intermediação financeira e administram recursos de terceiros e, portanto, o fluxo de caixa dessas empresas não pode, por definição, compor o cálculo do resultado primário. Assim, verifica-se que o resultado primário, calculado pelo BACEN, abrange todo o Setor Público Não Financeiro – SPNF, incluindo toda Administração Pública,

direta e indireta, exceto estatais financeiras, de todas as unidades da Federação. Estatal é a empresa cuja maioria do capital votante pertence, direta ou indiretamente, a Ente Federativo (LRF, art. 2-II).

O foco deste trabalho se restringe apenas ao “nível federal”, que contém o Governo Federal, o BACEN, o INSS e as estatais federais não financeiras (exceto Petrobras e Eletrobras). De forma excepcional, Petrobras e Eletrobras foram excluídas do cálculo do resultado primário brasileiro, a partir das LDOs de 2009 e 2010 (exclusão repetida anualmente nas LDOs subsequentes). Outra particularidade é que o Brasil apura o resultado primário pelo regime de caixa e ainda não aderiu à tendência internacional em direção ao regime de competência (WYNNE, 2008, p. 41, e FERREIRA; COSTA, 2011, p. 1).

Após a LRF, o descumprimento das metas de resultado primário passou a implicar não só em perda de credibilidade do Governo, com impacto negativo nas expectativas econômicas, como também pode gerar punição penal e administrativa para o Presidente da República. Isso pode gerar incentivos para que o Governo pratique gerenciamento de resultado que, segundo Jones (1991, p. 223), equivale a uma decisão contábil que visa alterar o resultado contábil em face de incentivo externo.

A literatura sobre gerenciamento de resultado surgiu na contabilidade empresarial e pode ser transposta para o campo das finanças públicas, apesar de pouco estudada (FERREIRA; COSTA, 2011, p. 2). As normas contábeis empresariais são flexíveis e permitem discricionariedade para o gestor realizar ajustes contábeis ao longo do tempo, que podem ser feitos da forma que convier aos gestores, inclusive em benefício próprio e sem amparo na realidade econômica (MARTINEZ, 2008, p. 8). O conceito de gerenciamento foca a manipulação enquanto distorção intencional e se diferencia de erro ou exercício legítimo da discricionariedade contábil.

Algumas referências internacionais sobre gerenciamento no setor público, ou contabilidade criativa, são Milesi-Ferretti (2004 e 2006), Hagen e Wolff (2006), Stalebrink (2007), Pilcher e Van der Zahn (2008), Benito, Montesinos e Bastida (2008) e Vinnari e Nasi (2008). No Brasil, foram encontrados sete trabalhos sobre o tema no período de 2000 a 2016: Dalmonech et al (2008), Santos Filho, Dias Filho e Fernandes (2009), Santos, Machado e Scarpin (2012), Costa e Gartner (2015), Gerardo (2010), Augustinho, Oliveira e Lima (2013) e Roarelli, Ornelas e Filho (2013). Porém, apenas os dois últimos analisaram o indicador de resultado primário e mesmo assim sem utilizarem o arcabouço teórico de gerenciamento de resultados e sem aplicarem testes para verificar se a manipulação efetivamente ocorreu e se foi decisiva para cumprir metas. Dessa forma, pode-se afirmar que a abordagem desta pesquisa é inédita no Brasil.

Os principais tipos de gerenciamento contábil são praticados com atividades reais ou com decisões contábeis, principalmente *accruals*. O gerenciamento com atividades reais ocorre quando o gestor posterga gastos, concede desconto anormal ou faz outra escolha que desvia da melhor prática para afetar o resultado (GUNNY, 2005, p. 1 e 5, e ROYCHOWDHURY, 2006, p. 336-337). O gerenciamento com decisões contábeis é mais sutil e modifica apenas a apresentação da realidade, sem intervir no evento econômico propriamente dito. Como as estatísticas fiscais brasileiras são baseadas no regime de caixa, não se aplica o uso de *accruals*, mas existem outras decisões contábeis passíveis de gerenciamento, conforme exposto a seguir.

## 2.1 Trabalhos anteriores sobre gerenciamento no setor público

Dalmonech et al (2008) verificaram que os Estados do Rio de Janeiro e do Espírito Santo usaram artifícios na classificação dos gastos em saúde e educação para cumprirem os percentuais mínimos exigidos pela legislação.

Santos Filho, Dias Filho e Fernandes (2009) demonstraram haver variação significativa das rubricas disponível e restos a pagar no último ano de mandato dos governadores,

sinalizando a ocorrência de gerenciamento orçamentário para preservar a relação imposta pelo art. 42 da LRF para essas duas contas.

Santos, Machado e Scarpin (2012) identificaram que os municípios de Santa Catarina utilizaram as rubricas genéricas de outras receitas correntes e outras despesas correntes para atingirem o equilíbrio orçamentário.

Costa e Gartner (2015) citaram dez evidências de que o gerenciamento de resultados também ocorre no setor público, entre as quais consta antecipação de dividendo por empresa estatal em 2012 e a divulgação por outra estatal de gráfico de crescimento com escala distorcida para que o crescimento pareça visualmente maior que o efetivo.

## 2.2 Trabalhos anteriores sobre gerenciamento do resultado primário

Augustinho, Oliveira e Lima (2013, p. 140) identificaram aumento no uso de “restos a pagar” após a criação do sistema de metas de resultado primário, sendo que o montante inscrito em restos a pagar cresceu em mais de 10 vezes entre 2002 e 2012. Essa prática empurra despesa primária do ano corrente para o seguinte, ajudando a cumprir a meta fiscal corrente, mas prejudica o atingimento da meta seguinte. Dessa forma, os autores afirmam que isso impeliu o governo a recorrer a outros artifícios para continuar cumprindo as sucessivas metas, em linha com as evidências aqui apuradas. 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 o gerenciamento de resultado.

Os resultados apresentados por esses dois trabalhos permitem construir análise e verificar que o uso de restos a pagar foi decisivo para o atingimento das metas de resultado primário. A Tabela 1 demonstra a evolução do volume de “restos a pagar” inscritos em cada ano, sendo que sua variação absoluta sugere a magnitude do gerenciamento. Os restos a pagar oneram o ano seguinte com despesas passadas, e o gestor público pode manter ou repetir o mesmo o valor de restos a pagar no ano seguinte, para anular esse efeito, ou aumentar o estoque para postergar despesas novamente. Observa-se aumento de restos a pagar após a introdução inicial do regime de metas, em 1998. Primeiro, o aumento era seguido de reversão no 1º ou no 2º ano seguinte. Mas, a partir de 2005, os aumentos não são mais revertidos e há acumulação progressiva dos restos a pagar. Os valores em negrito da Tabela 1 indicam que o uso de restos a pagar ajudou a cumprir a meta de resultado primário durante todo o período do regime de metas, exceto em quatro anos isolados.

**Tabela 1 - 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]
1996			5,5			- 1,4
1997			3,6			- 1,9
<b>1998</b>	5,0	5,4	21,3		<b>0,4</b>	<b>17,7</b>
1999	16,3	21,5	6,3		5,2	- 15,0
<b>2000</b>	30,5	30,6	21,2		<b>0,1</b>	<b>14,9</b>
2001	29,4	29,6	6,3		0,2	- 14,9
<b>2002</b>	36,7	38,2	14,5	9,4%	<b>1,5</b>	<b>8,2</b>
<b>2003</b>	42,4	48,3	23,7	15,1%	<b>5,9</b>	<b>9,2</b>
2004	55,7	61,3	17,3	9,3%	5,6	- 6,4
<b>2005</b>	60,1	68,9	33,9	16,0%	<b>8,8</b>	<b>16,6</b>
<b>2006</b>	62,3	64,9	38,7	16,1%	<b>2,6</b>	<b>4,8</b>
<b>2007</b>	66,0	71,3	55,1	20,0%	<b>5,3</b>	<b>16,4</b>

<b>2008</b>	74,9	85,3	67,9	15,9%	<b>10,4</b>	<b>12,8</b>
<b>2009</b>	32,3	40,6	92,1	25,8%	<b>8,3</b>	<b>24,2</b>
2010	54,2	78,1	103,2	22,7%	23,9	11,1
<b>2011</b>	81,7	93,6	116,9	25,8%	<b>11,9</b>	<b>13,7</b>
<b>2012</b>	57,7	85,0	150,0	30,3%	<b>27,3</b>	<b>33,1</b>
2013	42,9	70,7	-	-	27,8	-
2014	10,1	22,5	-	-	12,4	-

Fonte: Gerardo (2010, p. 29) e Augustinho, Oliveira e Lima (2013, p. 140). “-” denota valor não disponível.

Roarelli, Ornelas e Filho (2013) analisaram treze tipos de operações do Tesouro Nacional envolvendo Fundo Soberano e empresas estatais, e as identificou como contabilidade criativa para aumentar o resultado primário. Considerando os valores apontados pelos autores, é possível construir análise e verificar que essas operações foram decisivas para o cumprimento da meta de resultado primário em dois anos, conforme negrito na Tabela 2.

**Tabela 2 - Impacto das partes relacionadas nas metas de resultado primário – nível federal (R\$ bilhões)**

Ano	Operação com partes relacionadas	Impacto primário	Excesso de res. primário [A-B]	Meta final (efetiva) [A]	Res. primário Realizado [B]
2009	Ausência de registro do subsídio implícito nos instrumentos híbridos como despesa primária	1,4	8,3	32,3	40,6
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			
		<b>39,6</b>	<b>23,9</b>	54,2	78,1
<b>2011</b>	Ausência de registro do subsídio implícito nos instrumentos híbridos como despesa primária	<b>19,2</b>	<b>11,9</b>	81,7	93,6
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	27,3	57,7	85,0
2013	Emissão de título para comprar recebível de Itaipu	15,0	27,8	42,9	70,7

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

Dentre as operações analisadas por aqueles autores, verifica-se que o Fundo Soberano do Brasil foi usado para suavizar o resultado primário, transferindo valores de um ano para outro. O Fundo Soberano é o “veículo” da União para investir no Fundo Fiscal de Investimentos e Estabilização, ambos os fundos foram criados pela Lei nº 11.887/08 e possuem cotistas únicos (União e Fundo Soberano, respectivamente). O Fundo Soberano é um fundo público comum, incluído no orçamento público, e o Fundo Fiscal tem natureza privada e patrimônio próprio separado, excluído do cálculo do resultado primário. Assim, as transferências entre a União e o Fundo Soberano geram efeito nulo no resultado primário. Mas as movimentações entre os dois Fundos, Soberano e Fiscal, afetam o indicador fiscal e permitem transferir resultado primário de um exercício para outro, o que é compatível com a finalidade oficial do Fundo Soberano, declarada em sua lei: “formar poupança pública [e] mitigar os efeitos dos ciclos econômicos”. 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. Naquele ano o governo apurou o maior resultado primário da série histórica em valor absoluto (efetivo de R\$ 99,5 bi), e transferiu parte desses

recursos para o Fundo Fiscal (R\$ 14,2 bi), reduzindo o resultado oficial daquele ano para R\$ 85,3 bi. Quatro anos depois, quase todo o saldo do Fundo Fiscal foi resgatado de volta (R\$ 12,4 bilhões) e contribuiu para aumentar o resultado primário de 2012. 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. Além disso, seu uso parece ter sido ineficiente, pois o resultado primário de 2008 (R\$ 85,3 bi) ficou acima da meta efetiva de R\$ 74,9 bi e haveria espaço para aportar mais recurso no Fundo Fiscal. Além disso, o resultado primário de 2012 (R\$ 85,0 bi) terminou acima da meta efetiva de R\$ 57,7 bi e não era necessário resgatar saldo do Fundo Fiscal, cujos valores poderiam ser usados em outra ocasião.

De forma mais diretamente relacionada com esta presente pesquisa, o trabalho de Roarelli, Ornelas e Filho (2013, p. 2 e 13) indica o uso de instrumento híbrido e esclarece os benefícios dessa operação: para o banco, seu recebimento sensibiliza o patrimônio de referência, para o governo, seu repasse não está sendo registrado como despesa de capital/concessão de empréstimo no Orçamento Geral da União – OGU e isso evita atuação do Congresso Nacional (art. 166 da Constituição) e o lançamento de despesa primária adicional, que é o subsídio do Tesouro Nacional implícito na diferença de taxas, com captação pela selic e instrumento híbrido com juro menor. Outra consequência é que os indicadores de dívida bruta e líquida tendem a se dissociarem, por causa do efeito nulo do instrumento híbrido sobre a dívida líquida: o híbrido é considerado um haver do Tesouro Nacional e compensa a emissão de títulos públicos. Isso indica que a dívida líquida também pode estar sendo gerenciada, prejudicando seu uso como indicador de saúde das contas públicas.

### 2.3 Alterações no cálculo da meta fiscal

A leitura das LDOs, resumida na Tabela 3, revela duas interferências cumulativas na apuração da meta de resultado primário: a) introdução de regra para abater certas despesas a partir de 2005, coincidindo com a acumulação dos restos a pagar; e b) redução da meta, via abatimento ou diretamente, a partir de 2007. A segunda interferência só não ocorreu nos anos de 2008 e 2012, quando houve suavização do resultado com o Fundo Soberano.

**Tabela 3 - Redução de meta e 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

Se as mudanças de cálculo não fossem feitas, o cumprimento da meta seria prejudicado em seis anos, conforme destacado em negrito na Tabela 4. As interferências nas metas de 2005 a 2007 e 2011 foram feitas com antecedência e ocorreram antes do segundo semestre do respectivo ano. Porém, a meta de 2009 foi ajustada em outubro e as metas de 2010, 2013 e 2014 foram ajustadas em dezembro, a de 2010 inclusive no último dia do ano.

**Tabela 4 - 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
<b>2006</b>	<b>62,3</b>	<b>64,9</b>	<b>65,0</b>
2007	66,0	71,3	71,1
2008	74,9	85,3	82,7
<b>2009</b>	<b>32,3</b>	<b>40,6</b>	<b>50,3</b>
2010	54,2	78,1	76,3
2011	81,7	93,6	81,7
<b>2012</b>	<b>57,7</b>	<b>85,0</b>	<b>97,0</b>
<b>2013</b>	<b>42,9</b> <sup>(a)</sup>	<b>70,7</b>	<b>108,1</b>
<b>2014</b>	<b>10,1</b> <sup>(b)</sup>	<b>22,5</b>	<b>116,1</b>

Fonte: LDO, Anexo de Metas Anuais Fixadas nos Três Exercícios Anteriores. <sup>(a)</sup> Estimada pelo autor, com base na meta e no abatimento máximo previstos na LDO do ano. <sup>(b)</sup> Calculado pelo autor, considerando abatimento de R\$ 106 bi estimado pela imprensa<sup>2</sup>.

Não obstante, houve ainda uma terceira intervenção no cálculo das metas, pois as Leis nº 11.768/08 e 12.377/10 excluíram Petrobras e Eletrobras de seu cômputo, a partir de 2009 e 2010, respectivamente. A primeira foi excluída com antecedência, mas a segunda se deu no **último dia** do ano de apuração da meta. Nota-se coincidência ou proximidade com o período em que o resultado primário das respectivas empresas se inverteu (de positivo para negativo) e com a interrupção da transparência na divulgação dos seus dados individuais. O resultado primário da Eletrobras foi divulgado até 2009 e houve inversão do resultado naquele ano. Os dados da Petrobras foram divulgados até 2008 e, usando dados contábeis do ano seguinte, estima-se seu resultado também se inverteu em 2009. Devido à interrupção dos dados não foi possível estimar o impacto dessas exclusões sobre o resultado primário.

### 3 ESTATAIS COM DIVIDENDOS GERENCIÁVEL

As análises anteriores identificaram que a prática de gerenciamento do resultado primário vem sendo progressiva, com uso de formas cumulativas. Agora, pretende-se estudar

<sup>2</sup><http://g1.globo.com/economia/noticia/2014/11/governo-preve-superavit-primario-de-r-101-bilhoes-para-este-ano.html>

se o dividendo das estatais também foi utilizado para fins de gerenciamento. A hipótese de existir gerenciamento do resultado primário decorre do simples fato de existir imposição de meta para esse indicador, que é aprovada por órgão externo (Poder Legislativo) e cujo descumprimento pode trazer consequências administrativas e penais. O tipo de operação e os testes empíricos aqui estudados foram escolhidos a partir dos indicativos de Roarelli, Ornelas e Filho (2013, p. 2, 8 e 13) de como as transações eram delineadas para fins de gerenciamento, o que é determinante para investigar a manipulação (PAULO, 2007, p. 63). O estudo de outras operações, metodologias e motivações teóricas podem inspirar trabalhos futuros.

Atualmente existem 48 empresas estatais controladas diretamente pela União, conforme *site* do Ministério do Planejamento, que afetam o cálculo do resultado primário conforme segue. As subsidiárias não são relevantes para os fins desta pesquisa.

- 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 dependentes: 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, em rubrica própria, com base nos acordos celebrados pelo Brasil com o Fundo Monetário Internacional – FMI (PALATNIK e SILVEIRA, 2002).

Considerando que os propósitos deste trabalho, deve-se identificar qual empresa possui com maior potencial para afetar o resultado primário no nível federal. Para isso, valeu-se de observação empírica e raciocínio dedutivo para desenvolver premissas de análise.

### 3.1 Período temporal objeto deste estudo

Em tese, o gerenciamento com dividendo sempre pode existir e este trabalho pesquisou seu uso em todo o período pós-LRF, de 2000 a 2014. Porém, presume-se que seu uso tende a aumentar quando o volume de dividendo assume magnitude expressiva de fato. Afinal, não haveria benefício prático para o gerenciamento de rubrica irrelevante. De acordo com os procedimentos contábeis, os itens de receita que individualmente representam 10% da receita total são considerados relevantes. Assim, adotou-se esse percentual para identificar se a receita de dividendos é relevante para o 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 da equação (1) estão apresentados na Tabela 5, que compara o resultado primário do nível federal com o dividendo das empresas excluídas do cálculo (apenas), cuja contribuição é efetiva e não se anula.

**Tabela 5 - 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	<b>11,8%</b>
2009	21,3	40,6	<b>52,4%</b>
2010	21,5	78,1	<b>27,6%</b>
2011	17,3	93,6	<b>18,4%</b>
2012	26,3	85,0	<b>31,0%</b>
2013	16,0	74,7	<b>21,4%</b>
2014	18,2	22,5	<b>80,9%</b>
Média 2000-2007	2,3	51,7	4,0%
Média 2008-2014	18,7	68,6	34,8%

Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no *site* do Tesouro Nacional e do BACEN. “-” denota valor não disponível. \* Não inclui BASA e FINEP, cujos dividendos não são separados pelo Tesouro Nacional por serem 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 2000-2007, o dividendo era em média apenas 4% do resultado primário e esse valor saltou para 35% no período 2008-2014. Portanto, a primeira hipótese de pesquisa foi confirmada e é importante pesquisar se houve uso dos dividendos para gerenciar o resultado primário a partir de 2008.

### 3.2 Estatais a serem estudadas

Para uma empresa ter seu dividendo usado no gerenciamento do resultado primário é preciso que ela acumule quatro características para maximizar o impacto dos dividendos. Primeiro, a empresa deve estar excluída do cálculo do resultado primário, para que seu desembolso com dividendo não anule a receita da União no consolidado. Segundo, seu capital deve ser exclusivo da União, para o dividendo pago pela empresa gere impacto integral. Terceiro, seu *payout* (dividendo/lucro) deve ser maior que o mínimo obrigatório de 25%, para que haja valor discricionário a critério do controlador. Quarto, seu montante individual de dividendos deve ser relevante, para surtir efeito no 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 primário, e o subscrito ‘p’ denota a empresa com potencial de gerenciamento, identificada pelo teste (2).

Os resultados da equação (2) estão apresentados na Tabela 6. 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.

**Tabela 6 - 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	<b>100%</b>
BNDES	<b>100%</b>
FINEP	<b>100%</b>

Fonte: Demonstrações financeiras mais recentes disponíveis na *internet*

No teste da equação (3), observou-se que o payout se aproxima do mínimo obrigatório na FINEP (26% em 2013) e supera 50% na CEF e no BNDES (vide Gráfico 2). Continuando, os resultados da equação (4) são apresentados na Tabela 7, que analisa a relevância dos dividendos de BNDES e CEF. A análise da FINEP foi antecipada pela Tabela 5, cujo rodapé indica que seu valor absoluto é inexpressivo. Considerando o percentual de 10% como parâmetro crítico, 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 podem ser eventualmente usadas para gerenciamento. 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. Considerando que a Tabela 5 indica que o dividendo total das estatais não era relevante para União até 2007, infere-se que o uso potencial dessas duas empresas tende a ter aumentado a partir de 2008. A média apurada na Tabela 7 para 2008-2014 praticamente dobrou em relação a os períodos 2000-2007, corroborando esse corte temporal.

**Tabela 7 - 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	<b>19,4</b>	6,8
2001	3,2	0,6	0	<b>18,6</b>	0,0
2002	3,1	0,4	0	<b>14,0</b>	0,0
2003	3,8	0,6	1,0	<b>15,8</b>	<b>27,6</b>
2004	4,3	0,2	0,5	6,1	<b>12,4</b>
2005	4,8	1,4	0,5	<b>29,4</b>	<b>10,4</b>
2006	9,7	3,0	1,1	<b>31,2</b>	<b>11,3</b>
2007	6,9	0,9	1,0	<b>13,2</b>	<b>14,3</b>
2008	13,3	6,0	2,1	<b>45,0</b>	<b>15,9</b>
2009	26,6	10,9	2,5	<b>41,0</b>	9,6
2010	22,4	10,1	3,9	<b>45,2</b>	<b>17,6</b>
2011	19,9	6,9	3,6	<b>34,6</b>	<b>18,4</b>

2012	28,0	12,9	7,7	<b>46,2</b>	<b>27,5</b>
2013	17,1	7,0	4,0	<b>40,8</b>	<b>23,3</b>
2014	18,9	9,0	4,3	<b>47,9</b>	<b>23,0</b>
Média 2000-2007	4,7	1,0	0,5	18,5%	10,3%
Média 2008-2014	20,9	9,0	4,1	43,0%	19,3%

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

#### 4 EVIDÊNCIAS DE GERENCIAMENTO DOS DIVIDENDOS

Agora, deve-se verificar se o potencial de gerenciamento foi convertido em prática. Novamente, valeu-se de observação empírica e raciocínio dedutivo para construir testes.

##### 4.1 Aumento dos dividendos

Para caracterizar gerenciamento efetivo de dividendo, é preciso que o montante pago por BNDES e CEF tenha aumentado, especialmente a partir de 2008. Os dados revelaram que o dividendo total da União se tornou relevante para o resultado primário apenas a partir de 2008, coincidindo com a crise subprime. Assim, desenvolveu-se a terceira hipótese de pesquisa, a ser testada empiricamente por intermédio das equações (5), (6) e (7). Trabalhos futuros podem aprofundar as motivações para o gerenciamento ter ocorrido no período aqui identificado.

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

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

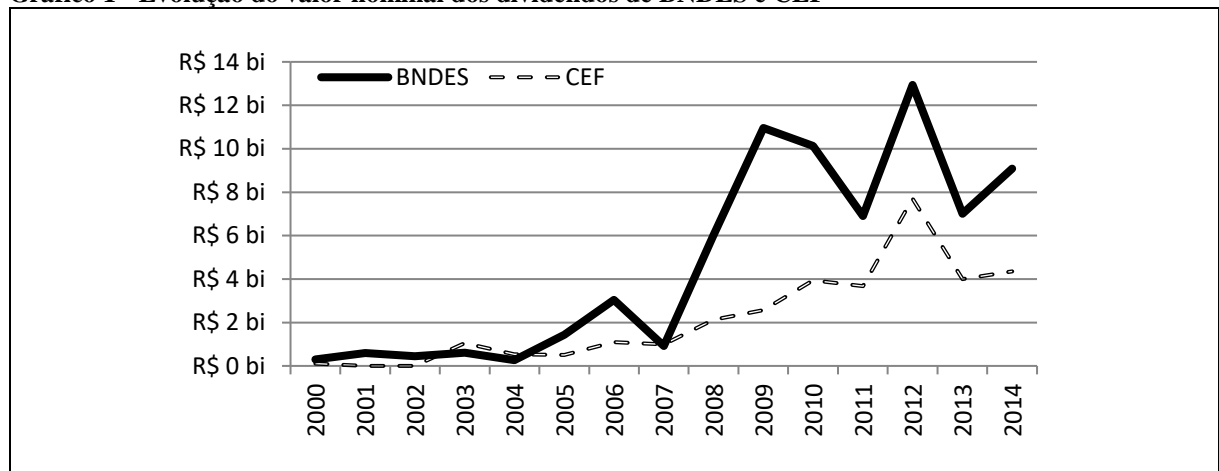
$$\Delta PO_{s,t} > 0 \quad (6)$$

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

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 da equação (5) está apresentado no Gráfico (1). Observa-se que o valor do dividendo de ambas as empresas aumentou a partir de 2008, com quedas temporárias em 2011 e 2013, fruto de dividendos extraordinários mediante payout maior que 100% nos anos imediatamente anteriores.

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

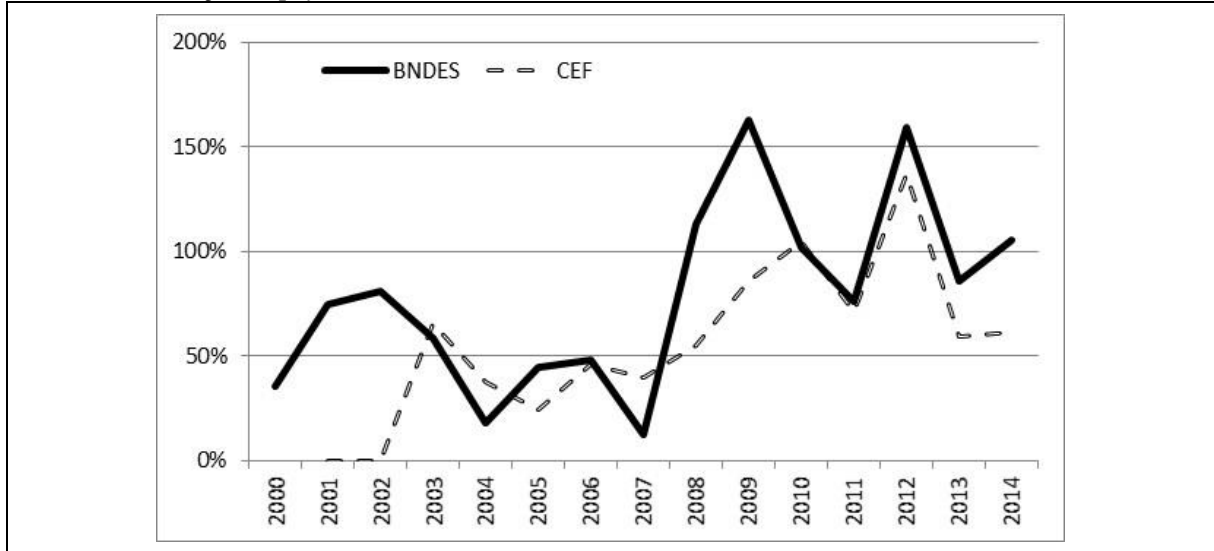


Fonte: Elaboração própria a partir de dados obtidos no site do Tesouro Nacional.

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% para ambas as empresas em 2010 e 2012, e em quase todo o período 2008-2014 para o BNDES. O valor acima de 100% indica dividendo extraordinário, que ultrapassou o lucro corrente com base em reservas de lucros passados.

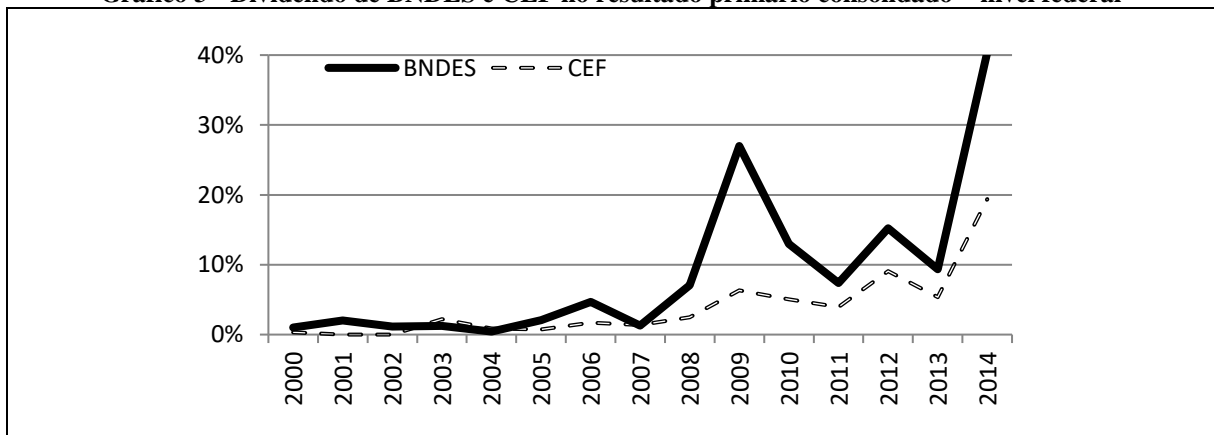
**Gráfico 2 - Evolução do *payout* de BNDES e CEF**



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

O resultado da equação (7) está apresentado no Gráfico (3). Observa-se que a relevância desses dividendos para compor o resultado primário aumentou a partir de 2008 e, juntas, representaram 60% do valor apurado no nível federal em 2014. 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 em que os dividendos das estatais passaram a ser relevantes na composição do resultado primário.

**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.

## 4.2 Decisão do Tesouro Nacional

O acionista controlador pode tomar duas decisões externas à empresa que aumentam seu dividendo, imediatamente com aumento do *payout*, ou em período futuro com aumento do capital investido. Por outro lado, o dividendo pode ser aumentado por eficiência interna (rentabilidade) da empresa. Nesse contexto, foram desenvolvidas as hipóteses de pesquisa H4 e H5, a serem testadas empiricamente pelas equações (8), (9), (10) e (11). A premissa é que a eficiência 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 integralmente 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, com *payout* próximo de 100% no período de gerenciamento.

$$\Delta \text{PO}_{s,t} > \Delta \text{RENT}_{s,t} \quad (9)$$

$$\text{PO}_{s,g} = 100\% \quad (10)$$

$$\Delta \text{IH}_{s,t} > \Delta \text{RENT}_{s,t} \quad (11)$$

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 8. Na média de 2000-2007 e 2008-2014, nota-se incremento da rentabilidade apenas no BNDES e de modo desprezível quando comparado com o aumento dos dividendos. Em complemento, verifica-se que a correlação entre dividendo e rentabilidade é baixa, em termos de RPL e RAT, pois os coeficientes apurados foram respectivamente 0,23 e 0,16 para o BNDES e 0,30 e -0,20 para a CEF. Assim, verifica-se que a eficiência interna não ampara o aumento do dividendo de BNDES e CEF.

**Tabela 8 - Variação do dividendo e da rentabilidade de BNDES e CEF**

Ano	BNDES			CEF		
	Dividendo (R\$ bilhões)	RPL <sup>(a)</sup>	RAT <sup>(b)</sup>	Dividendo (R\$ bilhões)	RPL <sup>(a)</sup>	RAT <sup>(b)</sup>
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	31,0%	1,1%

2013	7,0	15,6%	1,1%	4,0	26,8%	1,0%
2014	9,1	14,2%	1,1%	4,3	20,0%	0,8%
Média 2000-2007	0,9	17,6%	1,7%	0,5	29,3%	1,2%
Média 2008-2014	9,0	20,1%	1,9%	4,1	28,6%	1,1%
$\Delta$ percentual	<b>846%</b>	14,6%	10,7%	<b>655%</b>	-2,3%	-4,7%

Fonte: Elaboração própria. <sup>(a)</sup> Rentabilidade do Patrimônio Líquido. <sup>(b)</sup> Rentabilidade do Ativo Total.

O teste da equação (9) está apresentado na Tabela 9. Nota-se que o incremento da rentabilidade apenas no BNDES e em proporção desprezível quando comparado ao aumento do *payout*. Por outro lado, ambas as empresas apresentam aumento expressivo no *payout*, em termos absolutos e percentuais. Em complemento, verifica-se que a correlação entre *payout* e rentabilidade é baixa, em termos de RPL e RAT, pois os coeficientes foram respectivamente -0,05 e -0,07 para o BNDES e 0,44 e -0,06 para a CEF, Isso reforça a conclusão anterior.

**Tabela 9 - Variação do *payout* e da rentabilidade de BNDES e CEF**

Ano	BNDES			CEF		
	RPL <sup>(a)</sup>	RAT <sup>(b)</sup>	<i>Payout</i> <sup>(c)</sup>	RPL <sup>(a)</sup>	RAT <sup>(b)</sup>	<i>Payout</i> <sup>(c)</sup>
Média 2000-2007	17,6%	1,7%	46,5%	29,3%	1,2%	30,4%
Média 2008-2014	20,1%	1,9%	115,0%	28,6%	1,1%	81,9%
$\Delta$ absoluto	2,6p.p.	0,2p.p.	<b>68,5p.p.</b>	-0,7p.p.	-0,1p.p.	<b>51,5p.p.</b>
$\Delta$ percentual	14,4%	10,7%	<b>147,2%</b>	-2,3%	-4,7%	<b>169,1%</b>

Fonte: Elaboração própria. <sup>(a)</sup> Rentabilidade do Patrimônio Líquido. <sup>(b)</sup> Rentabilidade do Ativo Total. <sup>(c)</sup> Dividendo/lucro líquido.

O teste da equação (10) está apresentado na Tabela 10. Nota-se que o *payout* atingiu/ultrapassou o parâmetro de 100% apenas a partir de 2008, período suspeito de gerenciamento.

**Tabela 10 - Evolução do *payout* de BNDES e CEF**

Ano	<i>Payout</i> do BNDES	<i>Payout</i> da CEF
2000	35,2%	nd
2001	74,8%	-
2002	80,9%	-
2003	58,4%	65,3%
2004	17,7%	37,6%
2005	44,6%	24,3%
2006	48,0%	46,1%
2007	12,6%	39,7%
2008	<b>113,2%</b>	54,7%
2009	<b>162,6%</b>	85,5%
2010	<b>102,1%</b>	<b>104,7%</b>
2011	76,3%	71,7%
2012	<b>159,2%</b>	<b>136,5%</b>
2013	85,9%	59,5%
2014	<b>105,7%</b>	61,4%
Média 2000-2007	46,5%	30,4%



Média 2008-2014	115,0%	81,9%
-----------------	--------	-------

Fonte: Elaboração própria, utilizando o lucro das demonstrações contábeis das empresas e o dividendo informado no *site* do Tesouro Nacional.

O teste da equação (11) está apresentado na Tabela 11. Nota-se que o instrumento híbrido aumentou mais de 500% em ambos os bancos, muito acima da variação da rentabilidade.

**Tabela 11 - 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	35,5 (215.6)*	1,9%	57,9	1,1%
Δ percentual	528% (3707%)*	11%	984%	-5%

Fonte: Elaboração própria a partir das demonstrações contábeis das empresas. \* Valor ajustado, considerando empréstimo similar ao híbrido, de R\$ 180 bilhões, baseado na Lei nº 11.948/09

Todos os quatro testes deste tópico indicam que o aumento dos dividendos foi gerado por decisão do controlador, o que confirma a quarta e quinta hipóteses de pesquisa.

### 4.3 Compensação financeira de pagamento de dividendo

A última premissa para caracterizar o gerenciamento do resultado primário com uso do dividendo é que o valor pago pela empresa seja compensado por repasses do Tesouro Nacional, mediante empréstimo. Essa devolução não anula a receita primária gerada pelo dividendo no nível federal. Para as instituições financeiras, o empréstimo precisa adotar a forma especial de instrumento híbrido previsto na Resolução CMN nº 4.192/13, para que o banco possa usá-lo em seu índice de Basileia. O instrumento híbrido também é interessante para o Governo, pois evita atuação do Congresso Nacional e o lançamento de despesa primária adicional, que é o subsídio do Tesouro Nacional implícito na diferença de taxas entre a captação (selic) e o repasse do instrumento híbrido (juro menor). A compensação dos dividendos, tornada pública pelos Decretos 7.973/13 e 8.034/13, será avaliada pela hipótese de pesquisa H6 e pelas 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 convencional em dinheiro, denominado Adiantamento para Futuro Aumento de Capital, e o subscrito 'g' denota o período de gerenciamento.

O resultado da equação (12) está na Tabela 12. Observa-se que o dividendo da CEF foi integralmente compensado por instrumento híbrido. Isso também ocorreu no BNDES, pois a Nota Explicativa nº 16.1.c de 2013 revela empréstimo da União de R\$ 180 bilhões autorizado pela Lei nº 11.948/09. Conforme ementa da lei, trata-se de operação estruturada "para ampliação de limites operacionais do Banco" e, portanto, seu valor deve ser somado ao saldo de instrumento híbrido para os fins desta pesquisa.

**Tabela 12 - 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	35.5	4.3	57.9
Total 2008-2014	63.0	35.5 (215.6)*	28.3	57.9

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.

O uso do instrumento híbrido começou antes da crise *subprime* dos Estados Unidos, com as Medidas Provisórias 315/06 e 347/07, e se intensificou depois dela. O endividamento do Estado para estabilizar investimentos e serviços públicos pode ser justificado, mas isso não torna obrigatória a opção pelo instrumento híbrido, muito menos de forma simultânea à majoração dos dividendos. A alternativa mais transparente seria aportar capital em dinheiro e limitar o dividendo, de modo que a escolha que se afasta da melhor prática, aumentando o dividendo e transferindo instrumento híbrido, caracteriza gerenciamento fiscal.

Para o teste da equação (13), foi feita consulta às demonstrações contábeis das duas empresas. 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 (apenas), e isso confirma a sexta hipótese de pesquisa.

## 5 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 esses indícios.

### 5.1 Ausência de compensação do dividendo em outras estatais

Para reforçar a evidência de gerenciamento é importante que o pagamento de dividendo combinado com devolução via operação financeira seja observado apenas para BNDES e CEF e apenas a partir de 2008. A restrição temporal já foi confirmada anteriormente, e para avaliar a outra questão, desenvolveu-se a hipótese de pesquisa H7, a ser 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 2000 a 2014. O primeiro passo foi identificar quais estatais controladas diretamente pela União apresentaram lucro durante o período analisado. A partir das demonstrações contábeis disponíveis na internet, encontraram-se quinze estatais habilitadas a pagar dividendo para o Tesouro Nacional. Em seguida, apurou-se rubrica relevante de operação com o Tesouro Nacional apenas em quatro empresas: BASA, BNB, CODEBA e CODESA. As duas primeiras estão fora do resultado primário e receberam instrumento híbrido do Tesouro Nacional, mas apenas de forma pontual e sem aumento dos dividendos, seja em percentual ou em valor absoluto. CODEBA e CODESA estão incluídas no primário, receberam AFAC (apenas) de forma constante e reiterada e não pagaram dividendos acima do mínimo obrigatório. Logo, conclui-se que não houve gerenciamento com o dividendo dessas quatro empresas. Nota-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 apenas no BNDES e na 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%. Geralmente, quando há necessidade de aportes do acionista, o dividendo tende a ser reduzido. Porém, isso não ocorreu apenas no BNDES e CEF. Dessa forma, entende-se que o fluxo financeiro usual entre União e BNDES/CEF foi alterado intencionalmente para aumentar o resultado primário. Assim, a sétima hipótese de pesquisa foi confirmada e reforça a evidência de gerenciamento.

## 5.2 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 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 13. Nota-se que o cumprimento da meta ficaria prejudicado em dois anos sem os dividendos de BNDES e CEF, conforme destacado em negrito. Logo, a hipótese de pesquisa H8 restou confirmada.

**Tabela 13 - Importância do dividendo para cumprir a meta – nível federal (R\$ bilhões)**

Ano	Meta final (efetiva)	Resultado Primário Realizado	Resultado Primário Ajustado (sem dividendo de BNDES e CEF)
2008	74.9	85.3	77.2
<b>2009</b>	<b>32.3</b>	40.5	<b>27.0</b>
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
<b>2014</b>	<b>10.1</b>	22.4	<b>9.0</b>

Fonte: Elaboração própria.

## 5.3 Tendência do endividamento

Para não restar dúvidas sobre o 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 pela equação (17).

**H9:** A relação dívida/PIB aumentou no período de gerenciamento.

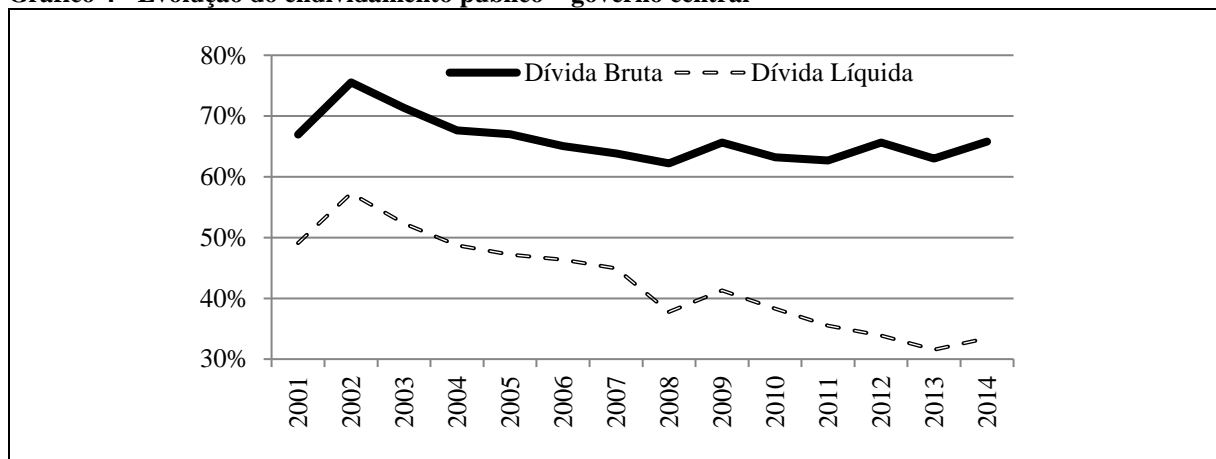
$$\Delta RDP_g > 0 \quad (17)$$

Onde: RDP denota a relação dívida/PIB.

Nesse cálculo, será utilizada a dívida bruta e a dívida líquida. 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.

Os resultados 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 os indicadores estavam associados até 2007 e perderam essa característica a partir de 2008. Isso é confirmado pelo coeficiente de correlação de 0,99 e 0,03 nos dois períodos.

**Gráfico 4 - Evolução do endividamento público – governo central**



Fonte: Elaboração própria, a partir de dados do site do BACEN.

Dessa forma, o início das práticas de gerenciamento com os dividendos de BNDES e CEF em 2008 coincide também com 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 vale lembrar a existência de outras formas de gerenciamento anteriores a 2008. O uso de restos a pagar ocorre desde a criação do sistema de metas, ainda em 1998, 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 e não gera dissociação dos 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. Por conseguinte, não só o indicador de resultado primário estaria distorcido, mas também a análise da dívida líquida, tendo sido identificada evidência de que esse outro indicador também está sendo alvo de gerenciamento. O aprofundamento da análise sobre o gerenciamento do indicador de dívida líquida extrapola o escopo deste trabalho.

## 6 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 do indicador de dívida líquida) e se afastou dos princípios da transparência fiscal.

Esta pesquisa 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. Isso indica que a ocorrência de manipulação em determinado ano influencia a prática no período subsequente. Trabalhos futuros podem aprofundar análise de dependência temporal do gerenciamento.

Foram aplicados 17 testes empíricos que confirmaram simultaneamente todas as nove hipóteses de pesquisa. Assim, foi possível afirmar com segurança que a União exigiu dividendo de BNDES e CEF e devolveu o recurso sob a forma de instrumento híbrido. Essa operação casada explicita prática de gerenciamento de resultado primário e foi tornada pública nos Decretos de estatuto social das empresas. 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, incluindo estratégica de gerenciamento também da dívida líquida. Os resultados 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 persiste, 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 no presente, pois gerenciamento não é fraude e atua dentro das normas, por definição. Assim, aqui não há elementos para denúncia administrativa ou judicial. Inobstante, 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 pode migrar suas estatísticas fiscais para o regime de competência, mas apenas isso não seria 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 os bancos. Uma medida possível seria proibir o uso do instrumento híbrido e exigir que todos os repasses de capital, ou equivalentes, se dessem apenas sob a forma de AFAC. Outra proposta seria institucionalizar o método de cálculo do resultado primário, fixando-o na LRF, dificultando abatimentos e exclusões oportunistas. Sobre as exclusões de Petrobras e Eletrobras do resultado primário, todas as demais empresas não dependentes poderiam também 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, sugere-se que o resultado primário das estatais 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 parece ter 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 juro (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

AUGUSTINHO, Sônia Maria; OLIVEIRA, Antônio Gonçalves de; e LIMA, Isaura Alberton de. 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, n. 4, p. 127-147, 2013.

BENITO, Bernardino; MONTESINOS, Vicente; e BASTIDA, Francisco. An example of creative accounting in public sector: The private financing of infrastructures in Spain. **Critical Perspectives on Accounting**, v. 19, n. 7, p. 963-986, 2008.

BRASS, Clinton T. **Shutdown of the Federal Government: Causes, Processes and Effects. Congressional Research Service**. 2011. Disponível em <http://www.washingtonpost.com/wp-srv/politics/documents/RL34680.pdf>. Acesso em 20 jun 2015.

COSTA, Giovanni Pacelli Carvalho Lustosa da; e GARTNER, Ivan Ricardo. Manipulação de informações contábeis no setor público brasileiro: evidências em dez casos pesquisados. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 12, n. 26, p. 141-162. 2016.

Dalmonech, Luiz Fernando; SANT'ANNA, José Mario Bispo; COIMBRA, Paulo Cesar; e TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo. Earnings Management e Administração Pública. In: **CONGRESSO ENANPAD**, 2008, Rio de Janeiro/RJ. Anais... ENANPAD, 2008. CD-ROM.

FERREIRA, Felipe Ramos; e COSTA, Fábio Moraes da. Gerenciamento de resultados e nova gestão pública: evidências nos departamentos governamentais australianos. In: **CONGRESSO ANPCONT**, 2011, Vitória/ES. Anais... ANPCONT, 2011. CD-ROM.

GERARDO, José Carlos. Receitas Atípicas e Restos a Pagar: implicações sobre o Resultado Primário do Governo Central. XV Prêmio Tesouro Nacional, Brasília. 2010. Disponível em: [http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio\\_TN/XVPremio/divida/2afdpXVPTN/Tema\\_1\\_2Lugar.pdf](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/XVPremio/divida/2afdpXVPTN/Tema_1_2Lugar.pdf). Acesso em 20 jun 2015.

Giambiagi, Fabio; e ALÉM, Ana Cláudia. **Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil**. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GUNNY, Katherine. What are the consequences of real earning management? **Working paper**. 2005. Disponível em: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). Acesso em 20 jun 2012.

HAGEN, Jurgen Von; WOLFF, Guntram 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, p. 3259-3279. 2006.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, Oxford, v. 29, n. 2, p. 193-228. 1991.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Detectando *earnings management* no Brasil: estimando os *accruals* discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17. 2008.

MILESI-FERRETTI, Gian Maria. Good, bad or ugly? On the effects of fiscal rules with creative accounting. **Journal of Public Economics**, v. 88, n. 1-2, p. 377-394. 2004.

MILESI-FERRETTI, Gian Maria; e MORIYAMA, Kenji. Fiscal adjustment in EU countries: a balance sheet approach. **Journal of Banking & Finance**, v. 30, n. 12, p. 3281-3298. 2006.

Palatnik, Beny; e Silveira, Ricardo Figueiró. Tratamento das empresas estatais na apuração do resultado e das dívidas públicas. **Informe-se BNDES nº 37**, Rio de Janeiro. 2002. Disponível em: [http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes\\_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/informesf/Inf\\_37.pdf](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/informesf/Inf_37.pdf). Acesso em 20 jun 2015.

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. 269 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Curso de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PILCHER, Robyn; e VAN DER ZAHN, J-L. W. Earnings management and income distribution around a breakeven or near breakeven surplus benchmark with the public sector. In: **CONGRESSO AFAANZ**, 2008, Sydney. AFAANZ, 2008. CD-ROM.

Roarelli, Maria Liz de Medeiros; ORNELAS, Joaquim Ornelas; e FILHO, Renato Brown. 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. **Orçamento Público em Discussão nº 011, Brasília**. 2013. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/503082>. Acesso em 20 jun 2015.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Earnings management through real activities manipulation. **Journal of Accounting and Economics**, New York, v. 42, n. 3, p. 335-370. 2006.

Santos, Paulo Sérgio Almeida dos; Machado, Débora Gomes; e Scarpin, Jorge Eduardo. 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**, Belo Horizonte, v. 23, n. 4, p. 15-43. 2012.

SANTOS FILHO, Manuel Roque dos; DIAS FILHO, José Maria; e FERNANDES, Gilênio Borges. Evidenciação e Passivos no setor público: o problema dos restos a pagar e das despesas de exercícios anteriores. In: **Congresso Brasileiro de Custos**, 2009, Fortaleza. CBC, 2009. CD-ROM.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; e MEDEIROS, Otavio Ladeira de. **Dívida Pública: a experiência brasileira**. 1. Ed. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2009.

STALEBRINK, Odd J. An investigation of discretionary accruals and surplus-deficit management: evidence from swedish municipalities. **Financial Accountability & Management**, Oxford, v. 23, n. 4, p. 441-458. 2007.

VINNARI, Elja M.; e NASI, Salme. Creative accrual accounting in the public sector: "milking" water utilities to balance municipal budgets and accounts. **Financial Accountability & Management**, Oxford, v. 24, n. 2, p. 97-116. 2008.

WYNNE, Andy. Is accrual accounting for the public sector - a fad that has had its day? **International Journal of Financial Management**, v. 8, n. 2, p. 117-132. 2008.