

TRIBUNAL DE CONTAS DA UNIÃO **CÂMARA DOS DEPUTADOS**
INSTITUTO SERZEDELLO CORRÊA **CENTRO DE FORMAÇÃO, TREINAMENTO**
E APERFEIÇOAMENTO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO

Antônio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior

MOTIVOS PARA EXCLUIR AS “EMPRESAS ESTATAIS DE MERCADO” DAS ESTATÍSTICAS FISCAIS.

Brasília
2007

Antônio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior

**MOTIVOS PARA EXCLUIR AS “EMPRESAS ESTATAIS DE
MERCADO” DAS ESTATÍSTICAS FISCAIS.**

**Monografia apresentada para aprovação no curso de
Especialização em Orçamento Público da Câmara dos
Deputados.**

Orientador: Edilberto Carlos Pontes Lima

**Brasília
2007**

Autorização

Autorizo a divulgação do texto completo no sítio da Câmara dos Deputados e a reprodução total ou parcial, exclusivamente, para fins acadêmicos e científicos.

Assinatura: _____

Data: ____/____/____

Júnior, Antonio Carlos Costa d'Ávila Carvalho

Motivos para excluir as “Empresas Estatais de Mercado” das estatísticas fiscais. / Antonio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior. Brasília : s.ed. 2007. 57 f.

Orientador: Edilberto Carlos Pontes Lima

Monografia – Curso de Especialização em Orçamento Público – Tribunal de Contas da União e Câmara dos Deputados, 2007.

1.Finanças Públicas. 2.Estatísticas Fiscais. 3.Dívida Pública e Resultado Fiscal. 4.Empresas Estatais 5. Monografia. I.Brasil. Congresso. Tribunal de Contas da União. II. Existiriam motivos para excluir as “Empresas Estatais de Mercado” das estatísticas fiscais oficiais?

**EMOTIVOS PARA EXCLUIR AS “EMPRESAS ESTATAIS DE MERCADO” DAS
ESTATÍSTICAS FISCAIS.**

**Monografia – Curso de Especialização em Orçamento
Público do Tribunal de Contas da União e da Câmara dos
Deputados – 1º Semestre de 2007.**

Aluno: Antônio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior.

Banca Examinadora:

Edilberto Carlos Pontes Lima

Francisco das Chagas Pereira

Brasília, julho de 2007.

Aos meu pais, Antonio e Lucinéia, exemplos de honestidade. À Adriane, esposa e companheira inseparável, e ao nosso filho Pedro Henrique, espelho de nossas almas.

RESUMO

As estatísticas fiscais geram importantes informações para que se possa avaliar como as ações do governo impactam a economia, além de servirem para mensurar a solvência e o tamanho do setor público. É preciso ser cauteloso quando da incorporação, às estatísticas fiscais, dos dados referentes às empresas estatais.

No caso das estatísticas fiscais da União, podem ser observados aspectos que podem impedir que os objetivos das estatísticas sejam alcançados. O primeiro diz respeito às distorções que podem ser verificadas nas estatísticas de endividamento líquido e de resultado primário, em função da incorporação dos dados referentes ao endividamento das “Empresas Estatais de Mercado” sem os necessários ajustes relacionados ao percentual de participação acionária da União no capital das referidas empresas.

O segundo aspecto diz respeito ao regime de caixa para o registro das operações do governo geral e, em especial, das empresas estatais, que impedem que sejam avaliados, da melhor forma, a solvência das esferas envolvidas e o impacto de suas operações sobre a demanda agregada. Desse modo, o presente trabalho apresenta a idéia de que o melhor indicador de solvência a ser adotado, tanto para as “Empresas Estatais de Mercado” quanto para o governo geral, seria o valor de mercado dessas empresas.

O terceiro aspecto está relacionado à obrigatoriedade de obtenção de resultados primários superavitários por parte das “Empresas Estatais de Mercado”. De um lado, via mecanismo de compensação de metas, que permite o uso de recursos de origem privada para evitar contingenciamento de despesas dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social; de outro, o constrangimento de despesas primárias importantes, o que influencia sobremaneira a formação do valor de mercado das empresas estatais e, conseqüentemente, a percepção de solvência da própria União.

Por fim, o trabalho apresenta possíveis soluções para os efeitos apresentados e conclui que a única solução possível seria a exclusão das “Empresas Estatais de Mercado” da abrangência das estatísticas fiscais oficiais

PALAVRAS-CHAVE

Empresa estatal de mercado. Setor público produtivo. Setor público financeiro. Petrobrás. Eletrobrás. Participação acionária. Estatísticas fiscais. Tamanho do setor público. Demanda agregada. Solvência. Fundo Monetário Internacional. Government Finance Statistics Manual. Banco Central do Brasil. Políticas fiscais. Finanças públicas. Dívida Líquida. Necessidades de Financiamento. Abaixo da linha. Acima da linha. Lei de Diretrizes Orçamentárias. Abrangência. Governo central. Governos regionais. Empresas estatais. Setor público consolidado. Endividamento. Ativos Financeiros. Obrigações. Operações caixa. Competência. Resultado nominal. Resultado com juros nominais. Resultado primário. Crédito líquido. Resultado fiscal. Operação primária. Setor governo. Setor privado. Governo geral. Estatais não-financeiras. Estatais financeiras. Consolidação de informações. Empresas estatais dependentes. Empresas estatais independentes. Acionista controlador. Valor de mercado. Distorções. Espaço de privatização. Índice de distorção. Regime de competência. Regime caixa. Demonstrações financeiras. Metas fiscais. Lei de Responsabilidade Fiscal. Recursos públicos. Metas de resultado primário. Compensação de metas fiscais. Mensagem Presidencial. Lei Orçamentária Anual. Orçamento Fiscal. Seguridade Social. Contingenciamento de dispêndios. Investimentos. Dividendos. Valor presente. Impacto primário. Déficit. Superávit. Retenção de lucros.

LISTA DE TABELAS

Tabela 01 – Participação da União no capital total das EEM.

Tabela 02 – Demonstrações Financeiras – “Empresa 123”.

Tabela 03 – Demonstrações Financeiras – “Empresa WXZ”.

Tabela 04 – Estatísticas Fiscais “Empresa 123”.

Tabela 05 – Estatísticas Fiscais “Empresa WXZ”.

Tabela 06 – Valor de mercado da participação acionária da União na Petrobrás e Crédito Líquido das Empresas Estatais Federais nas Estatísticas Fiscais Oficiais

Tabela 07 – Impacto primário do pagamento de dividendos no setor público consolidado

Tabela 08 – Percentual de dividendos distribuídos em % do Lucro Líquido Ajustado

Tabela 09 – Evolução da conta Reserva de Retenção de Lucros - Petrobrás

LISTA DE SIGLAS

EEM – Empresas Estatais de Mercado.

GFSM 1986 – Government Finance Statistics Manual – versão do ano de 1986.

GFSM 2001 – Government Finance Statistics Manual – versão do ano de 2001.

DLSP – Dívida Líquida do Setor Público.

NFSP – Necessidades de Financiamento do Setor Público.

DEST – Departamento de Coordenação das Empresas Estatais Federais

Bacen – Banco Central do Brasil.

FMI – Fundo Monetário Internacional.

LDO – Lei de Diretrizes Orçamentárias

LRF – Lei de Responsabilidade Fiscal

OF – Orçamento Fiscal

OSS – Orçamento da Seguridade Social

PIB – Produto Interno Bruto.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	10
2. O CONCEITO DE EMPRESA ESTATAL DE MERCADO	12
2.1 PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DA UNIÃO NAS (EEM)	12
3. OBJETIVO DAS ESTATÍSTICAS FISCAIS.....	14
4. A DISCUSSÃO SOBRE A PRESENÇA DE EMPRESAS ESTATAIS NA ABRANGÊNCIA DAS ESTATÍSTICAS FISCAIS	15
4.1 O SETOR PÚBLICO E SEUS SEGMENTOS	15
4.2 RAZÕES PARA A INCLUSÃO DAS EMPRESAS ESTATAIS NAS ESTATÍSTICAS FISCAIS	16
4.3 CUIDADOS PARA A CONSOLIDAÇÃO DE INFORMAÇÕES DE GOVERNO GERAL E DE EMPRESAS ESTATAIS	17
4.4 AS EMPRESAS ESTATAIS TAMBÉM SÃO DIFERENTES ENTRE SI	17
5. AS ESTATÍSTICAS FISCAIS OFICIAIS DA UNIÃO.....	20
5.1 ABRANGÊNCIA DAS ESTATÍSTICAS FISCAIS	20
5.2 FORMA DE DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES	21
5.3 CONCEITOS RELACIONADOS AO ENDIVIDAMENTO	22
5.4 CRITÉRIOS PARA REGISTRO DE ATIVOS FINANCEIROS E DE OBRIGAÇÕES	22
5.5 CRITÉRIOS CONTÁBEIS PARA O REGISTRO DAS OPERAÇÕES.....	23
5.6 CONCEITOS RELACIONADOS ÀS NECESSIDADES DE FINANCIAMENTO OU AO RESULTADO FISCAL.....	23
5.7 CONCEITO DE OPERAÇÕES PRIMÁRIAS SUPERA VITÁRIAS E DEFICITÁRIAS	25
6. CUSTOS E BENEFÍCIOS ADVINDOS DA PRESENÇA DAS ESTATAIS DE MERCADO NAS ESTATÍSTICAS FISCAIS DA UNIÃO	26
6.1 RELACIONADOS À AUSÊNCIA DE AJUSTE PELA PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA DA UNIÃO NO CAPITAL DA EMPRESA	26
6.1.1. <i>Distorções no montante do endividamento líquido</i>	27
6.1.2. <i>Distorções no montante do resultado primário</i>	30
6.1.3. <i>Criação de espaço de privatização</i>	33
6.2 RELACIONADOS À ANÁLISE DO IMPACTO SOBRE A DEMANDA AGREGADA E DA SOLVÊNCIA	33
6.2.1. <i>Crítério caixa não mensura o impacto das EEMs sobre a demanda agregada...</i>	35
6.2.2. <i>Estatísticas em base caixa restringem o universo das informações utilizadas para avaliar a solvência das EEMs.</i>	36
6.2.3. <i>Valor da participação acionária da União como indicador de solvência</i>	39
6.3 RELACIONADOS AO COMPROMETIMENTO COM A OBTENÇÃO DE METAS FISCAIS	41
6.3.1. <i>Quanto à possibilidade de utilizar recursos de origem privada para compensar metas dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social</i>	41
6.3.2. <i>Quanto aos efeitos sobre o valor de mercado das empresas</i>	45
7. CONCLUSÃO.....	54
8. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA	57

1. INTRODUÇÃO

Quando o governo de determinado país compila e faz publicar informações relacionadas ao endividamento público e ao desempenho fiscal, tem por objetivo evidenciar como suas operações impactam a demanda agregada e a sua solvência.

Governos, no entanto, também executam políticas por intermédio de suas empresas, de tal forma que só é possível avaliar corretamente os efeitos advindos das políticas governamentais se as estatísticas fiscais também estiverem evidenciando dados relativos às empresas estatais.

É preciso, contudo, adotar certa cautela quando da incorporação e da consolidação das informações das estatais às estatísticas fiscais, vez que o setor governo e o setor empresarial do governo possuem características distintas quanto à estrutura de financiamento de suas operações, quanto aos custos envolvidos, entre outros aspectos.

As estatísticas fiscais oficiais no Brasil são apuradas e publicadas pelo Banco Central do Brasil, mediante o uso de metodologia conhecida como “abaixo da linha”. Tais estatísticas abrangem dados referentes ao governo geral e às empresas estatais não-financeiras das três esferas de governo: federal, estadual e municipal.

Dentro desse contexto, o presente trabalho tem por objetivo principal evidenciar que os custos advindos da inclusão das chamadas “Empresas Estatais de Mercado (EEM)” no âmbito das estatísticas fiscais oficiais são maiores que os benefícios proporcionados. Secundariamente, o texto que agora se apresenta tem por objetivo identificar quais seriam tais custos e benefícios, para que seja possível avaliar se existem justificativas suficientes para excluir tais empresas da abrangência das estatísticas fiscais oficiais.

Para tanto, o trabalho introduz, em primeiro lugar, o conceito de “Empresa Estatal de Mercado”, evidenciando suas características e diferenças em relação às demais empresas estatais. Após, na segunda, terceira e quarta seções, o trabalho apresentará questões relacionadas às estatísticas fiscais. A segunda apresentará os objetivos das estatísticas fiscais, seus propósitos e utilidade. Na terceira, será apresentada discussão sobre a presença das empresas estatais na abrangência de estatísticas fiscais, evidenciando as justificativas, os

objetivos e os aspectos que devem ser levados em consideração para a inclusão e a consolidação de informações fiscais referentes às empresas estatais. A quarta seção enumerará os conceitos e princípios relacionados à metodologia utilizada para a compilação das estatísticas fiscais oficiais da União, conhecida como “abaixo da linha”. Uma quinta seção identificará os custos e benefícios advindos da inclusão das empresas estatais nas estatísticas fiscais oficiais da União. Por fim, a sexta seção tratará de resumir as principais conclusões e de evidenciar as justificativas que levam à sugestão de exclusão das “Empresas Estatais de Mercado” das estatísticas fiscais oficiais da União.

2. O CONCEITO DE EMPRESA ESTATAL DE MERCADO

Para os efeitos deste trabalho, entende-se por Empresa Estatal de Mercado (EEM) a empresa controlada pela União, que seja de capital aberto, e que não pertença ao setor público financeiro. Ou seja, é a empresa estatal federal, de capital aberto, pertencente ao Setor Público Produtivo¹.

Estão compreendidas nesse grupo as seguintes empresas:

- a) Petróleo Brasileiro S.A. – PETROBRÁS; e
- b) Centrais Elétricas Brasileiras S.A. – ELETROBRÁS

2.1 Participação acionária da União nas (EEM)

A Eletrobrás é uma empresa de economia mista e de capital aberto, com ações listadas nas Bolsas de Valores de São Paulo (BOVESPA), de Madri (na Espanha) e de Nova York (nos Estados Unidos). A participação da União no capital da Eletrobrás, ao final do ano de 2006, era de 54% das ações Ordinárias e de 15,3% das Preferenciais, totalizando uma participação de 46,4% no capital total da empresa.

A Petrobrás é uma sociedade anônima de capital aberto, que atua na indústria de óleo, gás e energia. Criada em 1953, é hoje a 14ª maior companhia de petróleo do mundo. Suas ações são listadas nas Bolsas de Valores de São Paulo (BOVESPA) e de Madrid (na Espanha), e na Bolsa de Comércio de Buenos Aires na Argentina. A participação da União no capital da Petrobrás, ao final do ano de 2006, era de 55,7% das ações Ordinárias e de 0% das Preferenciais, totalizando uma participação de 32,2% no capital total da empresa.

¹ O Departamento de Coordenação das Empresas Estatais Federais – DEST, do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão divide as empresas estatais da União em dois grupos: as empresas do Setor Financeiro, composto pelas instituições financeiras, e as empresas do Setor Público Produtivo. Em 2005, as empresas do Setor Financeiro correspondiam a 20,5% do total das empresas estatais federais, enquanto as empresas do Setor Público Produtivo correspondiam a 79,5% do universo das estatais federais.

A tabela abaixo mostra o percentual de participação da União no capital das EEM entre os anos de 1997 a 2006.

Tabela 01 – Participação da União no capital total das EEM.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Eletróbrás	48,2%	48,2%	52,4%	52,4%	52,4%	52,4%	52,4%	52,4%	46,4%	46,4%
Petrobrás	54,5%	52,8%	49,0%	32,4%	32,5%	32,5%	32,5%	32,2%	32,2%	32,2%

Fonte: DEST – Departamento de Coordenação das Empresas Estatais Federais – Perfil das Estatais

3. OBJETIVO DAS ESTATÍSTICAS FISCAIS

A produção e a compilação de estatísticas fiscais têm por objetivo gerar informações que possam ser utilizadas para mensurar o tamanho do setor público e o impacto de suas operações sobre a demanda agregada.

O FMI - Fundo Monetário Internacional já elaborou e fez publicar dois Manuais que tratam de compilação de estatísticas fiscais. De acordo com o GFSM 1986 - Government Finance Statistics Manual (FMI, 1986, p. 1), o objetivo do Manual é a sumarização e a organização de estatísticas apropriadas para análise, planejamento e determinação de políticas; enquanto que o GFSM 2001 - Government Finance Statistics Manual (FMI, 2001, p.1) informa que o propósito principal do Manual é fornecer um conjunto de conceitos e de aspectos contábeis que possam ser utilizados para análise e avaliação de políticas fiscais, especialmente o desempenho do setor de governo geral e do setor público de qualquer país.

O Banco Central do Brasil (Bacen), órgão responsável pela compilação e publicação das estatísticas fiscais do setor público brasileiro, informa que “as estatísticas fiscais são tradicionalmente utilizadas para avaliar o tamanho do setor público, o impacto da política fiscal no produto e a sua contribuição para o nível de investimento e poupança agregados”.

Cada vez mais os números referentes ao desempenho fiscal do setor público, seja em relação ao montante de endividamento ou em relação aos resultados fiscais obtidos, são demandados pelos analistas de finanças públicas. O GFSM 2001 informa que os analistas têm demonstrado cada vez mais interesse na efetividade do gasto do governo para redução da pobreza; na sustentabilidade das políticas fiscais e na dívida líquida.

As estatísticas fiscais servem não só para mensurar a dimensão do setor público, mas, também, para servir como alicerce para a formulação de políticas públicas. De acordo com Blejer e Cheasty (1993, p. 3), a mensuração correta das necessidades de recursos demandada pelo setor público é requisito importante para gerenciar a macroeconomia. Tanzi (1993, p. 15) informa que “antes de se desenhar uma política fiscal ideal para um país que deseja alcançar estabilidade com crescimento e justiça social, é preciso entender uma questão fundamental: como é possível medir a demanda excedente que se origina do setor público”.

4. A DISCUSSÃO SOBRE A PRESENÇA DE EMPRESAS ESTATAIS NA ABRANGÊNCIA DAS ESTATÍSTICAS FISCAIS

4.1 O setor público e seus segmentos

O setor governo deve ser avaliado de forma separada do setor privado da economia. Os manuais relacionados à compilação de estatísticas fiscais separam o setor governo, basicamente, em três segmentos: o governo geral, as empresas estatais não-financeiras e as empresas estatais financeiras. Por fim, dois desses segmentos, o governo geral e as empresas estatais não-financeiras, são consolidados para formar o setor público não-financeiro².

Os manuais do FMI, GFSM 1986 e GFSM 2001, definem governo geral³ como o conjunto das entidades que cuidam da implementação de políticas públicas, através do fornecimento de bens e serviços que, primariamente, não são de mercado, e da transferência de renda, mantidos, principalmente, por arrecadações compulsórias em outros setores da economia.

Definem, também, as empresas estatais não-financeiras⁴ como sendo entidades controladas pelo governo que vendem produtos ou serviços industriais para o público em larga escala; e as empresas estatais financeiras como sendo aquelas entidades que estão engajadas no fornecimento de produtos financeiros ao mercado.

² The public sector consists of the general government sector plus government-controlled entities, known as public corporations, whose primary activity is to engage in commercial activities. (GFSM 2001)

³ In short, the general government sector consists of entities that implement public policy through the provision of primarily nonmarket services and the redistribution of income and wealth, with both activities supported mainly by compulsory levies on other sectors. (GFSM 2001)

⁴ Nonfinancial public enterprises are government-owned and/or government-controlled units which sell industrial or commercial goods and services to the public on a large scale or are corporate. (GFSM 1986)

4.2 Razões para a inclusão das empresas estatais nas estatísticas fiscais

As estatísticas fiscais, em sua maioria, evidenciam informações apenas sobre o governo geral. Porém, os próprios manuais e analistas de políticas públicas informam que é importante introduzir nas estatísticas fiscais informações sobre as empresas estatais, pois estas servem de instrumento do governo para a execução de políticas governamentais.

Stella (1993, p. 253) informa que isso se fundamenta principalmente na crença de que a influência do governo e o impacto sobre a economia operam também através de empresas de sua propriedade e/ou controle, as quais ele pode usar como instrumento para a execução de políticas governamentais significativas. O GFSM 1986 (FMI, 1986, p. 274) informa que governos têm escolhido alcançar os objetivos das políticas públicas de outras formas, por exemplo, através da detenção do controle de empresas engajadas na produção e venda de bens e serviços de mercado.

Os manuais e os analistas informam, ainda, que apenas com a avaliação de informações referentes a todo o setor público – governo geral mais estatais não-financeiras – é que se torna possível efetuar análises consistentes sobre o impacto das políticas governamentais sobre a economia. O foco das análises, portanto, deveria ser expandido para todas as operações do setor público, incluindo as empresas estatais. O GFSM 1986 (FMI, 1986, p. 274) informa que a condução de empresas estatais não-financeiras envolve questões que devem ser consideradas no contexto das políticas econômicas nacionais do governo, pois afetam o crescimento, formação de capital, emprego, estabilidade de preços que podem efetivamente taxar ou subsidiar determinados grupos ou atividades.

Mais recentemente, adotando argumento semelhante, o GFSM 2001 (FMI, 2001, p. 1) informa que para que seja possível efetuar as análises necessárias, sempre é preciso estender o uso das estatísticas fiscais para o setor público como um todo, não apenas para o governo geral. Empresas públicas, financeiras ou não, podem executar políticas públicas de inúmeras maneiras. A análise de suas atividades fiscais frequentemente requer estatísticas de todas as suas atividades, não apenas de aspectos isolados. As estatísticas deveriam ser compiladas para o setor público como um todo, não apenas para o governo geral.

4.3 Cuidados para a consolidação de informações de governo geral e de empresas estatais

Contudo, é preciso adotar certa cautela ao se consolidar informações referentes às empresas estatais com aquelas referentes ao governo geral, para não confundir os dados relativos às empresas estatais com aqueles do governo geral. De acordo com o GFSM 1986 (FMI, 1986, p. 2), é preciso cuidado especial ao se agregar informações a respeito das operações do governo e das empresas estatais, de tal forma que apenas aquelas cujo significado seja semelhante possam ser consolidadas.

Tal cuidado é necessário pelo fato das empresas estatais estarem engajadas em operações que são de natureza distinta daquelas executadas pelo governo geral. Além disso, enfrentam problemas de produção, custo e financiamento que envolvem considerações não governamentais. Por fim, como informa o GFSM 1986 (FMI 1986, p. 274) as medições das funções de uma empresa requerem princípios de compilação e classificação que não são aplicáveis ao governo geral. Sendo assim, é preferível apresentar de forma separada, em vez de em conjunto, as informações sobre as operações correntes do governo geral e das empresas estatais.

Nas estatísticas fiscais oficiais da União, por exemplo, tal preocupação faz com que as empresas estatais dependentes tenham suas informações publicadas em conjunto com o governo geral, ao passo que as estatais independentes, que possuem características de financiamento⁵ distintas das dependentes, têm suas informações evidenciadas de forma separada daquelas referentes ao governo geral.

4.4 As empresas estatais também são diferentes entre si

Além das empresas estatais apresentarem características que as diferenciam do governo geral, determinados fatores fazem com que seja possível diferenciá-las entre si, tais

⁵ As empresas estatais dependentes utilizam recursos de origem pública para o seu financiamento, enquanto que as empresas estatais independentes, no desenvolvimento de suas atividades, geram os recursos próprios para o financiamento de todos os seus dispêndios. Portanto, não utilizam recursos de origem pública para funcionar.

como: composição do capital, estrutura de financiamento, atuação em mercados altamente competitivos, entre outros. A apresentação de algumas dessas características pode fazer com que a empresa estatal, ainda que sofra influência de seu acionista controlador estatal⁶, seja mais parecida com empresas do setor privado.

Stella (1993, p. 255) alerta para o fato de que o que é relevante na análise do impacto fiscal das empresas é que estas – sejam de propriedade do governo ou do setor privado – podem estar dentro da mesma categoria comportamental se operarem da mesma forma. Informa, ainda, que algumas corporações estatais – notadamente as companhias de petróleo que são ativas em mercados internacionais – comportam-se de forma muito parecida com seus concorrentes privados.

Sendo diferentes das demais empresas estatais, tais entidades, as empresas estatais de mercado, deveriam receber tratamento diferenciado, como ocorre com as empresas estatais financeiras⁷, em virtude das especificidades de suas operações.

Tal tratamento diferenciado, possibilitaria a evidenciação de informações precisas sobre tais empresas, facilitando a análise dos efeitos fiscais advindos de sua operação. O GFSM 1986 (FMI, 1986, p. 2) informa que a utilidade analítica das informações fiscais referentes às empresas estatais, em cada país, depende da efetiva utilização de tais instituições como instrumentos para a execução de políticas públicas. Quando este é o caso, continua, a publicação de informações sobre as empresas que são utilizadas para esses fins pode ser muito útil na compreensão da magnitude das operações do governo geral, bem como pode servir para avaliar como as ações do governo, através dessas empresas, estão influenciando a formação de poupança e de capital fixo.

Consolidar informações sobre as empresas estatais de mercado com as informações das demais empresas estatais e, posteriormente, com as informações do governo

⁶ Riscos Relacionados ao Relacionamento entre a Petrobras e o governo brasileiro: o governo brasileiro, na qualidade de nosso acionista controlador, tem buscado, e pode buscar no futuro, alguns de seus objetivos macroeconômicos e sociais através da Petrobras. As leis brasileiras exigem que o governo brasileiro detenha a maioria de nossas ações com direito a voto, e enquanto ele detiver essa maioria, o governo brasileiro terá o poder de eleger a maioria dos membros de nosso Conselho de Administração e, através dele, uma maioria dos diretores executivos que são responsáveis por nossa administração do dia a dia. Como resultado, podemos nos dedicar a atividades que dão preferência aos objetivos do governo brasileiro ao invés de nossos próprios objetivos econômicos e comerciais. (Disponível em <<http://www.petrobras.com.br>> – acesso em 15/06/2006.)

⁷ Considerando o objetivo principal das informações apuradas, que é medir, pela ótica do financiamento, o impacto das operações do setor público sobre a demanda agregada, justifica-se a exclusão das instituições financeiras, ainda que controladas pelo setor público, dadas as especificidades de suas operações, centradas na intermediação financeira. (Disponível <<http://www.bcb.gov.br/?RED1-MANFINPUB>> – acesso em 15/06/2006.)

geral, para formar o setor público como um todo, pode gerar dificuldades relacionadas à mensuração do tamanho do setor público; à avaliação do impacto das ações do setor público sobre a demanda agregada; à avaliação da solvência da própria empresa e do seu respectivo ente controlador; e pode influenciar negativamente no valor de mercado dessas empresas estatais.

5. AS ESTATÍSTICAS FISCAIS OFICIAIS DA UNIÃO

As estatísticas fiscais utilizadas oficialmente no Brasil são produzidas pelo Banco Central do Brasil. Mensalmente, desde o ano de 1.991, o Bacen apura e publica informações sobre o saldo da Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) e sobre as Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP). Para tanto, utiliza metodologia conhecida como “abaixo da linha”⁸.

Tal metodologia de apuração, que segue muito das bases conceituais implantadas pelo GFSM 1986, é reconhecida internacionalmente e aceita por diversos países e pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), sendo utilizada como fonte oficial de informação para o cumprimento de metas estabelecidas em acordos internacionais e pelas Leis de Diretrizes Orçamentárias da União (LDO).

5.1 Abrangência das estatísticas fiscais

As estatísticas fiscais oficiais englobam informações sobre o setor público não-financeiro⁹ mais o Banco Central do Brasil. Fazem parte do setor público não-financeiro as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas, o sistema público de previdência social e as empresas estatais não-financeiras federais, estaduais e municipais, além da empresa Itaipu Binacional.

⁸ As informações sobre NFSP são calculadas a partir da variação da dívida líquida, utilizando o critério conhecido como “abaixo da linha”. Por esse critério, o resultado fiscal do setor público é medido pela variação do estoque do endividamento líquido do setor público não financeiro, ou seja, pelo financiamento concedido pelo setor financeiro e pelos setores privado e externo ao setor público não financeiro. (Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?RED1-MANFINPUB>> – acesso em 15/06/2006)

⁹ As empresas estatais de mercado fazem partes das estatísticas fiscais oficiais, dentro do segmento das empresas estatais federais.

5.2 Forma de divulgação das informações

As informações sobre a DLSP e a NFSP são divulgadas por segmento e de forma consolidada, como mostrado a seguir:

Setor Público Consolidado
Governo Central
 Governo Federal
 Banco Central do Brasil
Governos Regionais
 Governos Estaduais
 Governos Municipais
Empresas Estatais
 Empresas Estatais Federais
 Empresas Estatais Estaduais
 Empresas Estatais Municipais

As empresas estatais federais, estaduais e municipais, consolidadas no item Empresas Estatais, compreendem as informações referentes às estatais não-financeiras independentes¹⁰ de cada uma das respectivas esferas.

Os governos estaduais e municipais compreendem a administração direta, a indireta e as empresas estatais dependentes¹¹ de cada uma das esferas envolvidas. Os dados referentes aos governos estaduais e municipais são consolidados no item Governos Regionais.

Por sua vez, o Governo Central compreende os dados referentes ao Banco Central do Brasil e ao Governo Federal, sendo que este último engloba, entre outras entidades, as empresas estatais dependentes da União. Por fim, todos os segmentos – Governo Central, Governos Regionais e Empresas Estatais – são reunidos no Setor Público Consolidado.

As empresas estatais de mercado estão inseridas nas Empresas Estatais Federais, e seus dados são apresentados de forma consolidada, em conjunto com as demais empresas estatais independentes federais.

¹⁰ São as empresas estatais que geram recursos próprios suficientes para o financiamento de seus dispêndios.

¹¹ Empresas estatais dependentes são aquelas que dependem de recursos públicos para financiamento de parte ou da totalidade de seus dispêndios.

5.3 Conceitos relacionados ao endividamento

A Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) corresponde ao balanceamento entre os Ativos Financeiros e as Obrigações do setor público não-financeiro e do Banco Central do Brasil.

Uma entidade apresentará dívida líquida se o montante de suas obrigações for maior que o montante de seus ativos financeiros. Porém, se o montante de ativos financeiros dessa entidade for maior que o montante de suas obrigações, então ela apresentará crédito líquido.

Pode-se definir ativo financeiro como sendo os direitos de cada segmento do setor público consolidado junto aos demais segmentos do próprio setor público consolidado, ao setor público financeiro, ao setor privado e ao resto do mundo.

De outro lado, uma obrigação representa os direitos que o setor público financeiro, o setor privado, o resto do mundo e os demais segmentos do setor público têm registrado junto a cada segmento do setor público consolidado.

Assim, em outras palavras, um ativo financeiro é a contrapartida de uma obrigação; ou seja, corresponde a uma obrigação registrada em outra entidade, e uma obrigação corresponde a um ativo financeiro registrado em outra entidade.

5.4 Critérios para registro de Ativos Financeiros e de Obrigações

De acordo com a metodologia oficial adotada, para que possam compor o montante da Dívida Líquida de cada uma das esferas envolvidas, os ativos financeiros e as obrigações precisam apresentar as seguintes características:

a) devem se originar de operações sancionadas ou intermediadas por instituições do sistema financeiro;

- b) devem representar contas cuja variação de saldo ocorram em função de operações caixa; e
- c) devem estar registradas no ativo ou no passivo das entidades credoras ou devedoras.

5.5 Critérios contábeis para o registro das operações

As estatísticas fiscais são compiladas para cada um dos meses que compõem o exercício fiscal, que corresponde ao ano civil. Os saldos dos ativos financeiros e das obrigações são levantados no último dia de cada mês. As NFSP nominais são apuradas em critério misto, uma vez que os juros nominais são apurados com base no critério competência e as operações primárias são captadas apenas no momento caixa.

De acordo com o GFSM 1986 (FMI, 1986, p. 311), que traz as bases conceituais para o levantamento das estatísticas fiscais oficiais no Brasil, apurar as necessidades de financiamento pelo critério caixa significa registrar as operações no momento em que os recursos são efetivamente pagos ou recebidos. Já o GFSM 2001 (FMI, 2001, p. 4), ainda não implementado no País, ao determinar que as operações sejam registradas em base competência, informa que apurar estatísticas fiscais tendo como critério o regime de competência significa registrar as operações no momento em que o valor econômico é criado, transformado, trocado, transferido ou extinguido.

5.6 Conceitos relacionados às Necessidades de Financiamento ou ao Resultado Fiscal

Para fins do presente trabalho, os conceitos de ajustes patrimoniais, metodológicos e de privatização não serão levados em consideração, pois em nada contribuirão para o atendimento dos objetivos propostos. Assim, os conceitos de resultado fiscal, a seguir delineados, irão considerar que os ajustes mencionados não existem.

Os conceitos de resultado fiscal ou de necessidades de financiamento podem ser divididos em três conjuntos: o resultado nominal¹², o resultado com juros nominais¹³ e o resultado primário.

O resultado nominal representa a variação da Dívida Líquida do Setor Público entre dois instantes, de tal forma que aumentos do endividamento líquido, via aumento da dívida líquida ou redução do crédito líquido, representam déficit fiscal nominal; e redução do endividamento líquido, via aumento de crédito líquido ou redução da dívida líquida, representam superávit fiscal nominal.

O resultado fiscal nominal, ou necessidades de financiamento nominais, pode ser dividido em dois componentes: o resultado com juros nominais e o resultado primário.

O resultado com juros nominais representa a variação ocorrida no saldo do endividamento líquido, em função da apropriação de juros nominais, por competência, aos saldos do endividamento líquido. Quando os juros nominais apropriados contribuem para o aumento do endividamento líquido, o resultado com juros nominais é deficitário. No entanto, o resultado com juros nominais será superavitário quando contribuir para a redução do endividamento líquido da respectiva entidade.

O resultado primário, por sua vez, representa a variação do endividamento líquido ocorrida em função de operações que não estão relacionadas à apropriação de juros nominais aos saldos do endividamento líquido. Ou seja, representa a parcela de variação da dívida líquida ou do crédito líquido que ocorre em função de operações “não-juros”¹⁴.

A separação do resultado nominal em resultado com juros nominais e resultado primário tem por objetivo mensurar quanto da variação do endividamento líquido ocorreu em

¹² As NFSP no conceito nominal correspondem à variação nominal dos saldos da dívida líquida, deduzidos os ajustes patrimoniais efetuados no período (privatizações e reconhecimento de dívidas). Excluem, ainda, o impacto da variação cambial sobre a dívida externa. Abrangem o componente de atualização monetária da dívida, os juros reais e o resultado fiscal primário. (Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?RED1-MANFINPUB>> – acesso em 15/06/2006)

¹³ Já os juros nominais referem-se ao fluxo de juros, apropriados por competência, incidentes sobre a dívida interna e externa. Englobam os juros reais e o componente de atualização monetária da dívida. Correspondem ao componente financeiro do resultado fiscal. Os juros incidentes sobre a dívida do setor público são determinados pelo nível da taxa de juros nominal interna e externa e pela dimensão dos déficits anteriores (dívida atual). (Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?RED1-MANFINPUB>> – acesso em 15/06/2006)

¹⁴ Operações “não-juros” são operações que não estão relacionadas com a apropriação de despesas ou receitas de juros, pelo critério competência, aos saldos de ativos financeiros ou de obrigações. São também conhecidas como operações primárias.

função do custo incorrido pelo próprio saldo do endividamento líquido e quanto ocorreu em função de novas operações primárias¹⁵.

5.7 Conceito de operações primárias superavitárias e deficitárias

A metodologia “abaixo da linha” mensura as necessidades de financiamento, ou o resultado fiscal, a partir da variação do endividamento líquido. Dado que o resultado primário é a parcela da variação do endividamento líquido ocorrida em função de operações “não-juros”, é possível deduzir as definições de operações primárias superavitárias e operações primárias deficitárias.

Operação primária superavitária, também conhecida na metodologia “acima da linha”¹⁶ como receita primaria, é toda operação realizada pelas entidades integrantes da abrangência das estatísticas fiscais que possui as seguintes características:

- a) reduz o saldo do endividamento líquido, via aumento de ativos financeiros ou redução de obrigações; e
- b) não está relacionada à apropriação de juros nominais.

Operação primária deficitária, também conhecida na metodologia “acima da linha” como despesa primaria, é toda operação realizada pelas entidades integrantes da abrangência das estatísticas fiscais que possui as seguintes características:

- a) aumenta o saldo do endividamento líquido, via redução de ativos financeiros ou aumento de obrigações; e
- b) não está relacionada à apropriação de juros nominais.

¹⁵ O resultado primário corresponde ao resultado nominal menos os juros nominais incidentes sobre a dívida líquida interna e externa. A inclusão dos juros no cálculo do déficit dificulta a mensuração do efeito da política fiscal implementada pelo governo. (Disponível em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub> – acesso em 15/06/2006.

¹⁶ “acima da linha” é o nome que se dá à metodologia que utiliza fluxos de receitas e despesas para a apuração do resultado fiscal de um determinado ente.

6. CUSTOS E BENEFÍCIOS ADVINDOS DA PRESENÇA DAS ESTATAIS DE MERCADO NAS ESTATÍSTICAS FISCAIS DA UNIÃO

A presença das empresas estatais de mercado nas estatísticas fiscais da União provoca efeitos que podem causar distorções importantes nas análises e avaliações que são efetuadas sobre a situação fiscal do setor público. Tais efeitos estão relacionados aos seguintes aspectos:

- a) ausência de ajuste no valor dos ativos financeiros e obrigações, de tal forma que representassem o percentual de participação acionária da União no capital da empresa;
- b) à evidenciação dessas informações, em base caixa, para análise da solvência e do impacto em demanda agregada; e
- c) à obrigatoriedade da obtenção de metas de resultado primário superavitárias por parte das empresas estatais de mercado.

6.1 Relacionados à ausência de ajuste pela participação acionária da União no capital da empresa

De acordo com a metodologia oficial de apuração das estatísticas fiscais adotada pelo Banco Central do Brasil, alguns requisitos devem ser atendidos para que ativos financeiros e obrigações possam ser registrados no saldo da dívida líquida das empresas estatais: sejam contas de ativos ou passivos cujas variações de saldo ocorram em função de operações caixa; sejam contas que tenham se originado de operações sancionadas ou intermediadas por instituições do sistema financeiro; e sejam contas que estejam registradas no Ativo ou Passivo das respectivas empresas estatais.

No entanto, a metodologia oficial, ao incorporar tais ativos financeiros e obrigações aos saldos do endividamento líquido das empresas estatais, não efetua qualquer tipo de ajuste ou correção de acordo com o percentual de participação da União nas referidas empresas. A metodologia oficial considera, assim, que a totalidade do saldo de tais contas

pertence ao setor público ou é de responsabilidade do setor público, mesmo para aquelas empresas nas quais a participação da União seja inferior a cem por cento.

Considerando que as EEM são aquelas que possuem ações negociadas em bolsas de valores e que, pois, grande parte do capital não pertence à União, é possível afirmar que a ausência do referido ajuste provoca os seguintes efeitos sobre as estatísticas fiscais:

- a) distorções no montante do endividamento líquido;
- b) distorções no montante do resultado primário; e
- c) criação do chamado espaço de privatização.

6.1.1. Distorções no montante do endividamento líquido

Quando o saldo da dívida líquida ou do crédito líquido da EEM é incorporado ao saldo da Dívida Líquida das Empresas Estatais Federais, sem o ajuste da participação acionária, as estatísticas fiscais referentes ao endividamento líquido dessas empresas ficam distorcidas. Essa distorção se manifesta de duas formas distintas, de acordo com a situação de endividamento da empresa: se de crédito líquido ou de dívida líquida.

A situação de crédito líquido é aquela na qual o montante dos ativos financeiros é maior do que o montante das suas obrigações. Nesse caso, o crédito líquido que é incorporado às estatísticas fiscais é maior do que o crédito líquido que seria incorporado na hipótese de ter sido previamente ajustado pelo percentual de participação. Assim, o montante da Dívida Líquida das Empresas Estatais Federais e da Dívida Líquida do Setor Público seria apresentado em situação mais favorável do que a realidade.

De outro lado, a situação de dívida líquida é aquela na qual o montante das obrigações é maior do que o montante do crédito líquido. Assim, a dívida líquida que é somada às estatísticas fiscais é maior do que aquela que seria somada na hipótese de ter sido previamente ajustada pelo percentual de participação. Nessa situação, o montante da Dívida Líquida das Empresas Estatais Federais e da Dívida Líquida do Setor Público seria apresentado em situação mais desfavorável do que a realidade.

A distorção causada no montante do endividamento líquido pode ser obtida pela diferença entre o montante do endividamento incorporado às estatísticas fiscais e o montante do endividamento ajustado pela participação acionária da União na empresa estatal, como segue:

$$(1) \quad D_d = (S_i - S_a)$$

Onde,

D_d – distorção no montante da dívida líquida.

S_i – saldo do endividamento da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

S_a – saldo do endividamento da EEM ajustado pelo percentual de participação.

O saldo do endividamento da EEM ajustado pelo percentual de participação é dado pelo produto do saldo do endividamento da EEM incorporado às estatísticas pelo percentual de participação da União na EEM:

$$(2) \quad S_a = (S_i \times p)$$

Onde,

S_a – saldo do endividamento da EEM ajustado pelo percentual de participação.

S_i – saldo do endividamento da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

p – percentual de participação da União na EEM.

Substituindo (2) em (1):

$$(3) \quad D_d = S_i - (S_i \times p)$$

Resolvendo:

$$(4) \quad D_d = S_i \times (1 - p)$$

Onde,

D_d – distorção no montante da dívida líquida.

S_i – saldo do endividamento da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

$(1 - p)$ – é o índice de distorção.

Como o saldo do endividamento líquido da EEM incorporado às estatísticas fiscais corresponde à diferença entre o montante das obrigações da EEM e dos ativos financeiros da EEM, que foram incorporados, como segue:

$$(5) \quad S_i = (O_i - A_i)$$

Onde,

S_i – saldo do endividamento da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

O_i – montante das obrigações da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

A_i – montante dos ativos financeiros da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

Substituindo (5) em (4):

$$(6) \quad D_d = (O_i - A_i) \times (1 - p)$$

Onde,

D_d – distorção no montante da dívida líquida.

O_i – montante das obrigações da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

A_i – montante dos ativos financeiros da EEM incorporado às estatísticas fiscais.

$(1 - p)$ – é o índice de distorção.

Assim, é possível dizer que, quanto maior for a dívida líquida ou o crédito líquido da empresa estatal de mercado e quanto menor for a participação acionária da União no capital da empresa, maior será a distorção causada sobre o montante da dívida líquida das empresas estatais e do setor público.

Em dezembro de 2007, o saldo do crédito líquido das empresas estatais federais publicado pelo Bacen era de R\$ 71,5 bilhões. Considerando que a Petrobrás é responsável por cerca de 90% desse saldo, é possível afirmar que, de acordo com as estatísticas fiscais oficiais, a contribuição da Petrobrás para a formação do referido saldo é de um crédito líquido no valor de R\$ 64,3 bilhões. Aplicando-se o índice de distorção relativo à Petrobrás¹⁷ é

¹⁷ O índice de distorção relativo à Petrobrás é de 0,678; e o índice de distorção relativo à Eletrobrás é de 0,536. Considerando que Petrobrás e Eletrobrás contribuem fortemente para a formação do Crédito Líquido das Empresas Estatais Federais e, conseqüentemente, para o Setor Público consolidado, a distorção causada nas estatísticas fiscais pode ser muito representativa.

possível calcular a distorção causada pela ausência do ajuste de participação: R\$ 64,3 bilhões x 0,678 = R\$ 43,6 bilhões.

Esse valor representa, na verdade, crédito líquido pertencente ao setor privado e não à União. Assim, o saldo da Dívida Líquida do Setor Público consolidado estaria R\$ 43,6 bilhões abaixo do que deveria estar. Se considerado em relação ao montante do Produto Interno Bruto¹⁸ publicado pelo próprio Bacen, tal valor representaria a evidenciação de uma Dívida Líquida do Setor Público em 1,62 ponto percentual abaixo daquele que seria publicado, caso fosse considerado apenas o endividamento de responsabilidade do setor público.

6.1.2. Distorções no montante do resultado primário

O resultado primário calculado pela metodologia oficial corresponde à parcela de variação da Dívida Líquida que ocorreu em função de operações não associadas à apropriação, pelo critério competência, de juros nominais aos saldos da Dívida Líquida. Em outras palavras, o resultado primário das Empresas Estatais Federais é igual à variação da Dívida Líquida das Empresas Estatais Federais, nelas incluídas as EEMs, menos o montante dos juros nominais apropriados no período.

Assim, é possível calcular o resultado primário das EEMs da seguinte forma:

$$(7) \quad P_t = (\Delta S - J_t)$$

Onde,

P_t – resultado primário das EEMs no período t.

Δ – variação

S – saldo da dívida líquida das EEMs.

J_t – juros nominais apropriados ao saldo da dívida líquida das EEM no período t.

Como:

¹⁸ R\$ 2.686.052 milhões. PIB dos últimos 12 meses a preços do mês assinalado. Deflator IGP-DI centrado (média geométrica das variações do IGP-DI no mês e no mês seguinte).

$$(8) \quad \Delta S = (S_t - S_{t-1})$$

Onde,

Δ – variação

S – saldo da dívida líquida das EEMs.

S_t – Saldo da dívida líquida das EEMs ao final do período t .

S_{t-1} – Saldo da dívida líquida das EEMs ao final do período $t-1$.

E que:

$$(9) \quad S = (O - A)$$

Onde,

S – saldo da dívida líquida das EEMs.

O – saldo das obrigações das EEMs.

A – saldos dos ativos financeiros das EEMs.

E, ainda, que:

$$(10) \quad J = (S_d \times j_t)$$

Onde,

J – juros nominais apropriados no período

S_d – Saldo da dívida líquida das EEMs durante o período t .

j_t – taxa de juros incidente sobre a dívida líquida das EEMs durante o ano t .

Substituindo (8), (9) e (10) em (7):

$$(11) \quad P = [(O_t - A_t) - (O_{t-1} - A_{t-1})] - (S_d \times j_t)$$

Onde,

O_t – saldo das Obrigações das EEMs no instante t .

O_{t-1} – saldo das Obrigações das EEMs no instante $t-1$.

A_t – saldo dos Ativos Financeiros das EEMs no instante t .

A_{t-1} – saldo dos Ativos Financeiros das EEMs no instante $t-1$.

S_d – Saldo da dívida líquida das EEMs durante o período t .

j_t – taxa de juros incidente sobre a dívida líquida das EEMs durante o ano t .

Como o resultado primário se obtém a partir da variação dos saldos do endividamento líquido, excluindo-se os juros nominais; e como os juros nominais são calculados a partir do saldo existente de endividamento líquido; e, por fim, como o saldo do endividamento líquido foi incorporado às estatísticas fiscais sem o ajuste de participação da União na empresa estatal de mercado, então é possível afirmar que o valor do resultado primário também sofre distorção. Distorção essa que pode ser calculada multiplicando-se o resultado primário das EEMs pelo índice de distorção.

$$(12) \quad D_p = P \times (1 - p)$$

Onde,

D_p – distorção no resultado primário das EEMs.

P – resultado primário das EEMs

$(1 - p)$ – índice de distorção.

Assim, quanto maior o montante do resultado primário, deficitário ou superavitário, e quanto menor for a participação da União na empresa estatal de mercado, maior será a distorção causada sobre o resultado primário.

O resultado primário das EEMs publicado pelo Bacen para o ano de 2007 foi de R\$ 11,9 bilhões. Considerando que a Petrobrás é responsável por cerca de 90% desse resultado, é possível afirmar que, de acordo com as estatísticas fiscais oficiais, a contribuição da Petrobrás para a formação do superávit primário é de R\$ 10,7 bilhões. Aplicando-se o índice de distorção relativo à Petrobrás, é possível calcular a distorção causada no montante do resultado primário: R\$ 11,9 bilhões \times 0,678 = R\$ 7,3 bilhões.

Ou seja, dos R\$ 11,9 bilhões publicados pelo Bacen como superávit primário das empresas estatais federais, cerca de R\$ 7,3 bilhões estariam, na verdade, sendo representados por recursos de origem privada. Se considerado em relação ao montante do Produto Interno Bruto¹⁹ publicado pelo próprio Bacen, tal valor representaria a evidenciação de um superávit 0,28 ponto percentual acima daquele que seria publicado, caso fosse considerado apenas o superávit gerado com recursos de responsabilidade do setor público.

6.1.3. Criação de espaço de privatização

Uma vez que a metodologia oficial de apuração das estatísticas fiscais determina que sejam incorporados ao saldo do endividamento líquido o valor total dos ativos financeiros e das obrigações das empresas estatais controladas pela União, independentemente do percentual de participação desta nas referidas empresas, e diante do fato de que o controle de uma empresa pode ocorrer mesmo se o ente público possuir pequena parcela do capital total da empresa, cria-se, então, “espaço” para que o ente controlador, no caso a União, efetue alienação de participação acionária.

Este espaço pode ser entendido como a diferença entre a participação atual do ente controlador e a participação mínima necessária para continuar a ser o ente controlador da empresa.

$$(13) \quad E = (p - c)$$

Onde,

E – espaço de privatização

p – Participação acionária da União na EEM.

c – Participação mínima para deter o controle da EEM.

Caso a União tome a decisão de alienar o excesso de participação acionária na empresa estatal de mercado, os recursos obtidos com a conversão, em espécie, desse espaço de privatização irão reduzir o montante da dívida líquida da própria União, em função do aumento de seus ativos financeiros; sem, no entanto, modificar a posição de endividamento líquido registrado nas estatísticas fiscais das empresas estatais federais.

6.2 Relacionados à análise do impacto sobre a demanda agregada e da solvência

¹⁹ R\$ 2.552.510 milhões. PIB acumulado no ano.

As estatísticas fiscais produzidas pelo Banco Central do Brasil têm como principal objetivo medir, pela ótica do financiamento, o impacto das operações do setor público sobre a demanda agregada, bem como buscam evidenciar a solvência deste setor público, ou seja, a capacidade do governo de honrar seus compromissos.

A inclusão das “Empresas Estatais de Mercado” nas estatísticas fiscais, de acordo com os critérios estabelecidos pela metodologia oficial, pode sugerir análises distorcidas por parte dos analistas de política fiscal, principalmente no que se refere à avaliação do impacto das ações dessas empresas na demanda agregada e à avaliação da solvência dessas empresas e do próprio governo geral.

A metodologia oficial utilizada para levantamento das estatísticas fiscais ainda está baseada, grande parte, no GFSM 1986. Um dos pontos mais importantes dessa metodologia é que todas as operações, exceto a apropriação de juros nominais aos saldos do endividamento líquido, são registradas com base no critério caixa. Stella (1993, p. 274), ao comentar sobre a apuração de estatísticas fiscais utilizando o critério caixa, informa que a principal motivação para construir contas de governo neste regime é o interesse nas necessidades de financiamento líquido, e complementa, alertando que deve ser reconhecido que há obstáculos práticos para derivar contas governamentais em regime de competência.

Embora sejam mais simples de serem registradas, principalmente em relação às operações do governo geral²⁰, as estatísticas fiscais em base caixa são objeto de duras críticas quando se prestam à avaliação do impacto das ações do próprio governo geral sobre a demanda agregada, uma vez que o momento em que o regime caixa registra tais operações pode divergir significativamente do momento em que os efeitos econômicos advindos dessas operações são percebidos na economia.

O próprio GFSM 2001 (FMI, 2001, p. 29) reconhece tal dificuldade²¹, ao informar que o regime de competência fornece uma melhor estimativa dos impactos macroeconômicos

²⁰ Isto se deve ao fato de que muitas das obrigações e dos haveres gerados para o governo nascem de operações em que este não é um dos participantes diretos ou sobre as quais não possui conhecimento, o que dificulta, na prática, o acompanhamento das informações com base no critério competência.

²¹ O GFSM 2001, apesar de reconhecer as dificuldades que serão enfrentadas para sua implementação no ambiente do governo geral, determina que as estatísticas fiscais sejam registradas de acordo com os princípios exarados do regime de competência. A mudança para o critério competência imposta pelo GFSM 2001 baseia-se, principalmente, nas limitações do critério caixa no que tange à análise do impacto das operações fiscais realizadas pelo governo geral e pelas empresas estatais na demanda agregada e nos estudos que tentam estimar a solvência do setor público como um todo.

advindos da execução das políticas fiscais governamentais, uma vez que permite captar os efeitos econômicos no mesmo momento em que estes ocorrem. Esta também é a opinião de Diamond e Schiller (1993, p. 156) ao informarem que “as compras de bens e serviços do governo muito provavelmente terão um impacto sobre a renda e o crédito doméstico, mesmo quando o pagamento não for feito”.

6.2.1. Critério caixa não mensura o impacto das EEMs sobre a demanda agregada

A questão do critério caixa de apuração das estatísticas fiscais torna-se mais problemática quando se trata de avaliar o impacto das operações efetuadas pelas empresas estatais. De acordo com Stella (1993, p. 273) “a contabilidade caixa pode ser um guia duvidoso para o desempenho operacional das empresas que produzem e vendem bens e serviços de mercado”.

Para essas empresas, que possuem formas de financiamento completamente distintas daquelas utilizadas pelo governo geral, o momento em que as operações são realizadas pode divergir, de maneira muito significativa, daquele em que os pagamentos e recebimentos são efetuados, o que permite inferir que os efeitos econômicos que as empresas estatais produzem não estão sintonizados com o registro caixa de suas operações, mas, sim, com o registro por competência. Stella (1993, p. 277) sugere que ao mensurar o impacto do setor público sobre a economia seria mais apropriado medir as atividades das empresas em regime de competência, pois isto evidenciaria um reflexo mais verdadeiro do desempenho do setor de empresas, bem como evidenciaria, oportunamente, os efeitos subsequentes sobre a demanda agregada.

Outro ponto relevante é que as despesas do governo e, principalmente, das empresas estatais nem sempre são limitadas ou restringidas ao montante que conseguem financiar em termos de caixa durante o período fiscal. De acordo com Blejer e Cheasty (1993, p. 6) “as dívidas vencidas que excedem o período contábil normal geram obrigações para o setor público, as quais impõem problemas específicos na interpretação e medição do déficit público”.

Corroborando com esse entendimento, Tanzi (1993, p. 21) mostra que, ao não evidenciar tais dívidas, chamadas de atrasos, as estatísticas com base caixa permitem que um país aumente suas despesas, atrasando os pagamentos, sem aumentar o “déficit global” enquanto, na verdade, estaria aumentando a demanda agregada.

6.2.2. Estatísticas em base caixa restringem o universo das informações utilizadas para avaliar a solvência das EEMs.

Um dos principais objetivos da avaliação das políticas fiscais é mensurar a solvência do governo, ou seja, a capacidade que este possui de honrar os seus compromissos. Manter a condição de solvência do governo geral e das empresas estatais é requisito necessário para que o país possa continuar a ter acesso aos mercados internacionais de capitais. Sendo assim, é fundamental que as estatísticas fiscais produzam, de forma clara e íntegra, informações que possam ser utilizadas para mensurar a solvência de um setor público.

No entanto, para que seja possível apurar as estatísticas fiscais com base no critério caixa, é preciso incorporar aos saldos do endividamento líquido do setor público apenas contas de ativos financeiros e de obrigações que não representem operações por competência. Ou seja, nenhuma conta que represente uma “ponte”²² entre o momento caixa e o momento competência, como é o caso das contas “fornecedores a pagar” e “contas a receber”, poderá fazer parte do rol de ativos financeiros e obrigações que irão compor o saldo da Dívida Líquida calculado pelas estatísticas fiscais.

A metodologia oficial adotada pela União determina que o endividamento líquido das empresas estatais de mercado seja apurado levando-se em consideração apenas as contas “caixa”, deixando de fora as contas que representem operações por competência. Tal determinação faz com que universo muito representativo de haveres e deveres das empresas estatais de mercado não seja captado pelas estatísticas fiscais oficiais, já que grande parte das

²² Contas do tipo “ponte” seriam contas registradas no ativo ou no passivo de uma entidade com o objetivo de interligar o momento competência, no qual ocorre o evento econômico, ao momento caixa, no qual ocorre a transferência dos recursos financeiros de uma entidade para outra. As contas desse tipo servem para que os efeitos do evento econômico sejam percebidos no patrimônio líquido da entidade no momento em que seus fatos geradores ocorrem. Por exemplo: salários a pagar; impostos a recolher, duplicatas a receber etc.

operações efetuadas por essas empresas produzem seus efeitos em momentos completamente distintos daqueles nos quais os compromissos advindos de tais operações são honrados.

As tabelas 01 e 02 a seguir, referentes às demonstrações financeiras das empresas fictícias “Empresa 123” e a “Empresa WXZ”, evidenciam a situação de endividamento líquido de cada uma dessas empresas.

Tabela 02 – Demonstrações Financeiras – “Empresa 123”.

Demonstrações Financeiras – “Empresa 123”					
Ativos			Passivos		
A	Depósitos à vista	R\$ 10.000	D	Financiamentos	R\$ 50.000
B	Títulos públicos	R\$ 5.000	E	Fornecedores	R\$ 5.000
C	Clientes	R\$ 100.000			
Total		R\$ 115.000	Total		R\$ 55.000
Crédito líquido		R\$ 60.000			

Tabela 03 – Demonstrações Financeiras – “Empresa WXZ”.

Demonstrações Financeiras – “Empresa WXZ”					
Ativos			Passivos		
A	Depósitos à vista	R\$ 50.000	D	Financiamentos	R\$ 50.000
B	Títulos públicos	R\$ 5.000	E	Fornecedores	R\$ 100.000
C	Clientes	R\$ 10.000			
Total		R\$ 65.000	Total		R\$ 150.000
			Dívida líquida		R\$ 85.000

Abaixo estão os quadros 03 e 04, referentes às estatísticas fiscais de endividamento líquido de cada uma das empresas citadas, após seus ativos financeiros e obrigações, que representam operações por competência (clientes e fornecedores), terem sido excluídos com o objetivo de se reunir apenas contas em base caixa.

Tabela 04 – Estatísticas Fiscais – “Empresa 123”.

Estatísticas Fiscais – “Empresa 123”					
Ativos			Passivos		
A	Depósitos à vista	R\$ 10.000	D	Financiamentos	R\$ 50.000
B	Títulos públicos	R\$ 5.000			
Total		R\$ 15.000	Total		R\$ 50.000
			Dívida líquida		R\$ 35.000

Tabela 05 – Estatísticas Fiscais – “Empresa WXZ”.

Estatísticas Fiscais – “Empresa WXZ”					
Ativos			Passivos		
A	Depósitos à vista	R\$ 50.000	D	Financiamentos	R\$ 50.000
B	Títulos públicos	R\$ 5.000			
Total		R\$ 55.000	Total		R\$ 50.000
Crédito líquido		R\$ 5.000			

A situação exemplificada mostra como a exclusão de contas que representam operações por competência pode provocar a evidenciação de informações completamente distorcidas no que se refere à avaliação da solvência das respectivas empresas.

No caso da “Empresa 123”, a exclusão das contas “clientes” e “fornecedores” fez com que a empresa saísse de uma situação de crédito líquido, no valor de R\$ 60.000, para uma situação de dívida líquida, no montante de R\$ 35.000. De outro lado, a “Empresa WXZ”, detentora de uma dívida líquida no valor de R\$ 85.000, ao ter as contas “clientes” e “fornecedores” retiradas para fins de consolidação de estatísticas fiscais, passou a apresentar saldo de crédito líquido, no valor de R\$ 5.000.

As estatísticas fiscais oficiais em base caixa, assim, acabam por dificultar, demasiadamente, a avaliação da solvência das empresas estatais de mercado, uma vez que não abrangem todas as contas representativas dos ativos financeiros e das obrigações dessas empresas.

Não seria demais afirmar, portanto, que, quando o interesse for analisar a situação de solvência das empresas estatais de mercado, as estatísticas fiscais oficiais poderiam ser plenamente dispensadas.

6.2.3. Valor da participação acionária da União como indicador de solvência

Como regra, a variação do montante do endividamento líquido do governo geral é tomada como uma estimativa de sua solvência, de tal forma que é possível estabelecer uma relação entre a queda do endividamento líquido e o aumento da solvência do ente público; ou, ao contrário, é possível inferir que o aumento do endividamento líquido piora suas condições de solvência.

Uma vez que podem ser levantados sérios questionamentos sobre o uso do endividamento líquido das empresas estatais de mercado, apurado em base caixa, para avaliar a solvência das próprias empresas estatais de mercado, é importante avaliar se tais informações, em especial aquelas relacionadas ao montante do crédito líquido, poderiam ser utilizadas como complemento para a avaliação da solvência do ente controlador, no caso, a União.

Para tanto, é preciso avaliar se eventual montante de crédito líquido de determinada empresa estatal de mercado, registrado nas estatísticas fiscais oficiais, poderia ser utilizado pela União para honrar seus próprios compromissos; ou se, caso fosse essa a situação, o montante da dívida líquida de determinada empresa representaria o valor a ser efetivamente desembolsado pela União, para honrar os compromissos da empresa estatal.

Por outro lado, ainda que ajustado²³ pela participação acionária, o montante do crédito líquido da empresa estatal não representa a quantia total que a União poderia obter para quitar seus próprios compromissos; tampouco, a dívida líquida ajustada representaria o total de recursos que a União deveria despender para quitar os compromissos da empresa estatal. Dessa forma, é possível afirmar que as informações sobre endividamento líquido das empresas estatais de mercado da União não são úteis para avaliar a solvência do seu ente controlador.

O melhor indicador de solvência seria, sim, evidenciar o valor de mercado da participação do governo na empresa estatal, pois este representa o montante que a União, em última instância, poderia obter para honrar seus compromissos; e também representaria o

²³ As análises efetuadas nas Subseções “6.1.1” e “6.1.2” deixaram claro que não é possível utilizar o montante total da dívida líquida ou do crédito líquido registrado nas estatísticas fiscais para qualquer tipo de avaliação sem que antes sejam efetuados ajustes em seus valores, de forma a que representem a participação acionária da União na empresa estatal.

montante que teria de desembolsar caso fosse necessário cobrir participações acionárias com valor negativo.

O GFSM 2001 (FMI, 2001, p. 1) informa que sempre que estatísticas fiscais estiverem sendo compiladas apenas para o governo geral, alguma informação das empresas estatais deve ser levantada para que seja possível mensurar o valor, bem como sua variação, das participações acionárias do governo geral.

É interessante observar que no caso das empresas estatais federais, o valor registrado nas estatísticas fiscais oficiais como crédito líquido dessas empresas é historicamente menor do que o valor de mercado da participação acionária da União na Petrobrás.

A tabela abaixo mostra, para os anos de 2002 a 2006, o montante do crédito líquido das empresas estatais federais publicado pelo Banco Central do Brasil e o montante do valor de mercado da participação acionária da União na Petrobrás. É interessante observar que o montante do valor de mercado da participação acionária da União na Petrobrás é sempre maior que o montante do crédito líquido publicado pelo Bacen para todas as empresas estatais federais.

Tabela 06 – Valor de mercado da participação acionária da União na Petrobrás e Crédito Líquido das Empresas Estatais Federais nas Estatísticas Fiscais Oficiais

	Dez./2002	Dez./2003	Dez./2004	Dez./2005	Dez./2006
Crédito líquido	-14 bi	-20 bi	-32 bi	-46 bi	-63 bi
Valor de mercado da Petrobrás	54 bi	87 bi	112 bi	174 bi	230 bi
Participação acionária da União na Petrobrás	32,6%	32,2%	32,2%	32,2%	32,2%
Valor da participação acionária da União na Petrobrás	18 bi	28 bi	36 bi	56 bi	74 bi

Fontes: Banco Central do Brasil – Séries Temporais; Notas Explicativas às demonstrações contábeis da Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobrás

6.3 Relacionados ao comprometimento com a obtenção de metas fiscais

Os reflexos advindos da inclusão das empresas estatais de mercado na abrangência das estatísticas fiscais tornam-se mais problemáticos quando passam a existir determinações legais para que essas empresas obtenham metas de resultado primário superavitário. Tais efeitos podem ser divididos em dois grupos:

- a) a possibilidade de utilizar recursos de origem privada para compensar as metas fiscais dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social; e
- b) a redução do valor de mercado das empresas estatais de mercado.

6.3.1. Quanto à possibilidade de utilizar recursos de origem privada para compensar metas dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social

Da mesma forma que as estatísticas fiscais oficiais publicadas pelo Banco Central do Brasil, a legislação brasileira referente à gestão fiscal e ao orçamento divide as empresas estatais em dois grandes grupos: as empresas estatais dependentes e as independentes.

Empresa estatal dependente²⁴, de acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, é aquela que depende de recursos do ente controlador para financiar seus dispêndios.

Seria uma empresa estatal independente, portanto, aquela que não depende de recursos do ente controlador para o financiamento de seus dispêndios, quaisquer que sejam eles. Ou seja, empresa estatal independente é aquela que, mediante o desempenho de suas operações, consegue gerar recursos próprios suficientes para o pagamento de todos os seus gastos.

²⁴ LRF – Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000.

Art. 2º Para os efeitos desta Lei Complementar, entende-se como:

[...]

II - empresa controlada: sociedade cuja maioria do capital social com direito a voto pertença, direta ou indiretamente, a ente da Federação;

III - empresa estatal dependente: empresa controlada que receba do ente controlador recursos financeiros 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 grande diferença entre empresas estatais dependentes e independentes está, pois, no fato de a primeira depender de recursos de origem pública para o seu funcionamento, enquanto que as empresas estatais independentes não dependeriam de tais recursos, financiando-se com recursos próprios.

Por dependerem de recursos públicos para seu financiamento é que as empresas estatais dependentes são incluídas nos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social da Lei Orçamentária Anual da União²⁵, de tal forma que seus dispêndios só possam ser executados após devida autorização legislativa no orçamento.

As empresas estatais independentes, por não utilizarem recursos públicos para seu funcionamento, são incluídas no Orçamento de Investimento apenas em relação à aquisição de ativos imobilizados²⁶, uma vez que parte desses gastos é financiado com recursos que possuem origem pública: retenção de lucros²⁷.

6.3.1.1 Fixação das metas de resultado primário

As metas fiscais são fixadas em função de mandamento²⁸ positivado no texto da Lei de Responsabilidade Fiscal, que determina que a Lei de Diretrizes Orçamentárias conterà

²⁵ LDO 2007 - Lei nº 11.439, de 29 de dezembro de 2006.

Art. 6º Os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social compreenderão a programação dos Poderes da União, seus fundos, órgãos, autarquias, inclusive especiais, e fundações instituídas e mantidas pelo Poder Público, bem como das empresas públicas, sociedades de economia mista e demais entidades em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto e que dela recebam recursos do Tesouro Nacional, devendo a correspondente execução orçamentária e financeira, da receita e da despesa, ser registrada na modalidade total no Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal - SIAFI.

Parágrafo único. Excluem-se do disposto neste artigo:

[...]

III - as empresas que recebam recursos da União apenas sob a forma de:

- a) participação acionária;
- b) pagamento pelo fornecimento de bens e pela prestação de serviços;
- c) pagamento de empréstimos e financiamentos concedidos; e

²⁶ LDO 2007 - Lei nº 11.439, de 29 de dezembro de 2006.

Art. 61. O Orçamento de Investimento, previsto no art. 165, § 5o, inciso II, da Constituição, abrangerá as empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto, ressalvado o disposto no § 5o deste artigo, e dele constarão todos os investimentos realizados, inclusive aqueles de que resultem bens incorporados ao patrimônio da União, independentemente da fonte de financiamento utilizada.

²⁷ Lucros retidos são lucros que não foram distribuídos na forma de dividendos. Se tivesse havido a distribuição, tornar-se-iam receitas públicas do Orçamento Fiscal ou da Seguridade Social.

²⁸ LRF – Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000.

Art. 4º A lei de diretrizes orçamentárias atenderá o disposto no § 2o do art. 165 da Constituição e:

Anexo de Metas Fiscais, no qual serão estabelecidas, entre outras, metas de resultado primário.

Todos os anos, desde 1999²⁹, as Leis de Diretrizes Orçamentárias da União estabelecem metas de resultado primário para os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social e para as empresas estatais independentes – estas através do Programa de Dispêndios Globais³⁰ –, dentro do qual estão inseridas as empresas estatais de mercado. Porém, as metas fixadas pela LDO vão além da exigência estabelecida pela LRF, uma vez que as empresas estatais independentes não estão sob a abrangência³¹ desta Lei.

6.3.1.2 Permissão para a compensação de metas fiscais

As Leis de Diretrizes Orçamentárias da União, desde o ano de 2000³², permitem que as metas estabelecidas para o Orçamento Fiscal e da Seguridade Social possam ser

§ 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.

²⁹ LDO 2000 - Lei nº 9.811, de 28 de julho de 1999

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, 2,7% (dois vírgula sete por cento) do Produto Interno Bruto - PIB, sendo 2,6% (dois vírgula seis por cento) dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social, constando em anexo à proposta do texto da lei a metodologia de apuração desses resultados.

³⁰ LDO 2007 - Lei nº 11.439, de 29 de dezembro de 2006.

Art. 2º A elaboração e aprovação do Projeto de Lei Orçamentária de 2007 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, conforme demonstrado no Anexo de Metas Fiscais constante do Anexo IV desta Lei.

³¹ LRF – Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000.

Art. 1º [...]

§ 3o Nas referências:

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

[...]

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

³² Lei nº 9.995, de 25 de julho de 2000 [...]

§ 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.

Lei nº 11.439, de 29 de dezembro de 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.

compensadas com as metas estabelecidas para as empresas estatais independentes, caso haja frustração no alcance das metas de qualquer uma das esferas envolvidas.

Estabelecem a LRF e as LDOs, ainda, que o cumprimento das metas fiscais deve ser garantida mediante o contingenciamento de recursos dos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social. Significa dizer que, quando o comportamento das receitas primárias não for suficiente para a obtenção das metas fiscais estabelecidas, deverão ser efetuadas limitações nos gastos públicos. Esta determinação já está presente nas LDOs desde o ano de 1999³³, e a partir do ano de 2000³⁴, passou a estar presente no texto da LRF.

6.3.1.3 As estatísticas fiscais elaboradas pelo Bacen como parâmetro para o cumprimento das metas fiscais

Para a verificação do cumprimento das metas fiscais estabelecidas pela Lei de Diretrizes Orçamentárias são utilizados os dados de resultado apurados pelas estatísticas fiscais publicadas pelo Banco Central do Brasil, de acordo com determinação exarada pela LDO³⁵ e pela Mensagem Presidencial³⁶ que encaminha o Projeto da Lei Orçamentária Anual ao Congresso Nacional.

³³ Lei nº 9.811, de 28 de julho de 1999

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 [...]

§ 1º O Poder Executivo tomará as providências necessárias para o cumprimento das metas de que trata o caput deste artigo, mediante ajuste do cronograma, bem como dos limites para movimentação e empenho, de que trata o art. 77 desta Lei, observado o que determina o respectivo parágrafo único.

³⁴ LRF – Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000

Art. 9º Se verificado, ao final de um bimestre, que a realização da receita poderá não comportar o cumprimento das metas de resultado primário ou nominal estabelecidas no Anexo de Metas Fiscais, os Poderes e o Ministério Público promoverão, por ato próprio e nos montantes necessários, nos trinta dias subseqüentes, limitação de empenho e movimentação financeira, segundo os critérios fixados pela lei de diretrizes orçamentárias.

³⁵ Lei nº 11.439, de 29 de dezembro de 2006.

Art. 11. A Mensagem que encaminhar o Projeto de Lei Orçamentária conterá:

[...]

IV - indicação do órgão que apurará os resultados primário e nominal, para fins de avaliação do cumprimento das metas;

³⁶ Mensagem Presidencial – Projeto de Lei Orçamentária Anual – Cumpre ressaltar que a responsabilidade pela apuração e divulgação dos resultados fiscais, para fins de cumprimento da meta fixada no Anexo de Metas Fiscal do Projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias de 2007 (PLDO-2007) ao final do exercício é do BACEN.

6.3.1.4 A possibilidade de uso dos recursos “privados” das empresas estatais de mercado

Uma vez que as empresas estatais de mercado estão na abrangência das estatísticas fiscais referentes às empresas estatais independentes, então o resultado primário superavitário dessas empresas poderia ser utilizado para compensar frustrações das metas de resultado primário dos OF e OSS.

É preciso observar, porém, que grande parte do capital das empresas estatais de mercado não pertence ao setor público, mas ao setor privado. As autorizações exaradas pelas Leis de Diretrizes Orçamentárias, quanto à possibilidade de compensação de metas, pode acarretar situação interessante do ponto de vista da gestão fiscal, qual seja: é possível aos Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social utilizar esforços fiscais primários³⁷ efetuados por acionistas privados para evitar que, em função do não cumprimento de suas respectivas metas, tais orçamentos não sofram contingenciamento de dispêndios.

Para evitar tal situação, os resultados primários obtidos pelas empresas estatais não deveriam fazer parte da compensação permitida pela LDO, ou, no mínimo, deveriam ser ajustados previamente para que representassem o esforço fiscal despendido pelo seu acionista controlador, no caso, a União.

6.3.2. Quanto aos efeitos sobre o valor de mercado das empresas

Outro ponto de fundamental importância que deve ser avaliado refere-se ao fato de que a obtenção de sucessivos superávits primários por parte das empresas estatais de mercado, em função da redução dos seus investimentos e do constrangimento da distribuição de seus lucros, produz efeitos negativos sobre o valor de mercado dessas empresas.

³⁷ Esforço fiscal primário pode ser definido como o conjunto das ações que são efetuadas pela entidade com o objetivo de aumentar suas operações primárias superavitárias e reduzir suas operações primárias deficitárias. Tais ações podem envolver, entre outros exemplos, aumentos de tributação e redução de gastos com servidores.

O resultado fiscal primário corresponde ao somatório de todas as operações primárias, ocorridas em determinado período de tempo. Operações primárias superavitárias são aquelas que provocam redução do endividamento líquido, via aumento de ativos financeiros ou redução de obrigações. As operações primárias deficitárias são aquelas que provocam aumento do endividamento líquido, via aumento de obrigações ou redução de ativos financeiros. Assim, operações primárias deficitárias contribuem para o aumento do endividamento líquido, enquanto que as operações primárias superavitárias contribuem para a redução do endividamento líquido.

A obtenção de metas de resultado fiscal superavitário por parte das empresas estatais de mercado obriga que tais entidades desempenhem suas operações, de tal forma que o montante das operações primárias superavitárias venha a ser superior ao montante de suas operações primárias deficitárias. Esse objetivo pode ser alcançado, por exemplo, via aumento de preço dos produtos e serviços vendidos ou prestados (operações primárias superavitárias), redução de investimentos (operação primária deficitária) ou redução na distribuição de lucros (operação primária deficitária).

Portanto, a aplicação de recursos das empresas estatais de mercado em investimentos e na distribuição de lucros, mediante o pagamento de dividendos, contribui negativamente para o resultado primário dessas empresas, uma vez que são operações primárias deficitárias. A determinação para a obtenção de resultados primários superavitários não deveria se abster da avaliação dos reflexos negativos que provoca sobre o valor de mercado das empresas estatais de mercado, advindos da redução de seus investimentos e de suas distribuições de lucros, principalmente se efetuado por sucessivos períodos de tempo.

6.3.2.1 Fatores condicionantes do valor de mercado de uma empresa

O valor de mercado de uma empresa depende de como os analistas imaginam que será o comportamento futuro da empresa. Stella (1993, p. 282) informa que “o valor de uma empresa privada subirá se houver uma melhora nas suas perspectivas”. Ross (1995, p. 107) informa que “o valor de uma empresa aumenta quando investe em oportunidades de crescimento com valor presente líquido positivo”. Nessa linha de raciocínio, portanto, em suas avaliações sobre as perspectivas futuras das empresas, os analistas procuram mensurar,

basicamente, dois fatores: quais os planos da empresa para a aplicação dos seus recursos disponíveis; e qual seria o valor presente dos dividendos a serem distribuídos pela empresa em determinado horizonte de tempo.

6.3.2.2 Com relação à aplicação dos recursos disponíveis

Com relação à aplicação dos recursos disponíveis, a empresa teria as seguintes opções:

- a) utilizá-los para o resgate de dívidas;
- b) utilizá-los para o financiamento de outras entidades; e
- c) utilizá-los para investimentos

A busca de resultados primários superavitários por parte das empresas estatais de mercado valoriza as duas primeiras opções: resgate de dívidas e o financiamento de outras entidades – principalmente o financiamento da União, mediante a aquisição de títulos públicos de sua emissão –, uma vez que tais operações não afetam o resultado primário, pois não representam variação do endividamento líquido. No entanto, a obtenção de resultados primários caminha em sentido contrário à terceira opção, já que representam operações primárias deficitárias, resultando em contingenciamento de investimentos por parte das empresas.

Stella (1993, p. 281) afirma que para que uma empresa pública seja lucrativa, é importante tratar as despesas de capital como algo que vai aumentar o valor da empresa. Porém, o constrangimento dos investimentos pode acarretar perda de oportunidades de aplicação de recursos em projetos com valor presente líquido positivo. Tal situação se torna ainda mais delicada quando, em virtude da trajetória declinante das taxas de juros da economia brasileira, as empresas estatais de mercado, em função do acúmulo de ativos financeiros para a obtenção de superávits primários, tiverem, como uma de suas poucas

opções, o financiamento de seu acionista controlador, à taxas de retorno menores do que aquelas que poderia obter com os investimentos³⁸ que poderia realizar.

É possível inferir que, no longo prazo, mantidas as restrições apresentadas, as empresas poderiam enfrentar sérios problemas relacionados à obsolescência de seus ativos permanentes e, conseqüentemente, observariam a redução do seu valor de mercado.

6.3.2.3 Com relação ao fluxo futuro de dividendos

O valor da empresa estatal de mercado também pode ser afetado pela redução dos dividendos a serem pagos a seus acionistas, uma vez que este depende da perspectiva que se tem sobre o montante de dividendos a serem distribuídos em determinado horizonte de tempo. Ross (1995, p. 101) afirma que o valor da ação ordinária de uma empresa para o investidor é igual ao valor presente de todos os dividendos futuros esperados.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1+r)^t}$$

Onde,

P_0 – Valor de uma ação ordinária.

Div – Dividendos esperados.

r – Taxa de desconto escolhida.

t – Período de tempo escolhido.

A equação precedente, afirma Ross (1995, p. 101), “é um modelo bastante genérico que é aplicável independentemente de estar o nível dos dividendos esperados crescendo, oscilando ou mantendo-se constante”. É possível afirmar, também, que o modelo

³⁸ Projeto-Piloto de Investimentos Públicos (PPI): apesar de compor o valor total de despesas discricionárias do Poder Executivo, as despesas com o PPI possuem tratamento diferenciado na apuração do resultado primário do Governo Federal. Esses projetos, embora tenham impacto sobre o resultado primário, têm por característica a constituição de ativos que contribuirão para gerar resultados positivos no futuro para o setor público e para a economia como um todo, superiores ao aumento do endividamento deles decorrentes. (Disponível em <http://www.planejamento.gov.br/arquivos_down/sof/orcamento_2007/mensagem_presidencial_2007.pdf> – acesso em 15/06/2007).

poderia ser aplicado, sem nenhum problema, no caso das empresas estatais de mercado. Certo é que, quanto maior o montante dos dividendos a serem distribuídos, maior tenderá a ser o valor das ações das referidas empresas.

A própria Secretaria do Tesouro Nacional, responsável pelo cálculo “acima da linha” do Resultado Fiscal do Governo Central, ao publicar Nota Técnica sobre o pagamento de dividendos de empresas estatais e seus efeitos no resultado primário do setor público consolidado, informa que, de acordo com levantamentos realizados por consultorias, as ações que apresentam maior valorização estariam na lista das empresas que mais pagaram dividendos aos seus acionistas³⁹. Informa, adicionalmente, que os fundos de pensão do país têm preferido adquirir ações de empresas com políticas agressivas de distribuição de dividendos.

6.3.2.4 Impacto primário do pagamento de dividendos pelas empresas estatais

É preciso avaliar, porém, até que ponto o pagamento de dividendos por uma empresa estatal da União pode gerar impactos primários, superavitários ou deficitários, sobre o setor público consolidado, de acordo com os parâmetros definidos pelas estatísticas fiscais oficiais.

Para tanto, torna-se necessário verificar os seguintes fatores: a presença ou não da empresa estatal na abrangência das estatísticas fiscais; e o percentual de participação acionária pertencente a entidades que não fazem parte da abrangência das estatísticas fiscais, sejam elas de natureza pública ou privada.

Para a presente avaliação, a distribuição dos dividendos precisa ser considerada pela ótica de quem efetua o pagamento e de quem recebe o pagamento. Quem efetua o pagamento pode ser uma empresa estatal financeira ou uma empresa estatal não-financeira.

³⁹ Esse comportamento vai ao encontro de levantamentos realizados por consultorias, segundo os quais as ações que apresentaram maior valorização estariam na lista das empresas que mais pagaram dividendos aos seus acionistas. Adicionalmente, nota-se que os fundos de pensão do país têm preferido adquirir ações de empresas com políticas agressivas de distribuição de dividendos, em função da existência de fluxo mensal de pagamento de benefícios elevado, contribuindo para maior liquidez de seus ativos. (Disponível em http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/Dividendos_Nota_311006.pdf – acesso em 15/06/2007)

Quem recebe o pagamento pode ser a União, outro ente que faça parte da abrangência das estatísticas fiscais, ou uma entidade fora da abrangência das estatísticas fiscais.

Do ponto de vista de quem efetua o pagamento, se a instituição que efetua o pagamento é uma empresa estatal financeira – fora da abrangência, portanto – então todo pagamento de dividendos terá efeito nulo sobre o resultado primário das empresas estatais federais. No entanto, se o pagamento é efetuado pelas demais empresas estatais, as não-financeiras, então o pagamento de dividendos irá provocar déficit primário para as empresas estatais federais, no montante do pagamento, em função do aumento do endividamento líquido da respectiva esfera, causado pela redução do saldo de seus ativos financeiros.

Pelo lado de quem recebe os dividendos, é importante verificar qual a contribuição do resultado primário superavitário que ocorrerá, em função da redução do endividamento líquido da respectiva esfera. Se o recebedor estiver fora da abrangência das estatísticas fiscais, o efeito superavitário será neutro. Se o recebedor estiver na abrangência das estatísticas, o efeito superavitário dar-se-á na proporção de sua participação no capital da empresa, ou seja, de acordo com sua participação no montante dos dividendos distribuídos.

Tabela 07 – Impacto primário do pagamento de dividendos no setor público consolidado

IMPACTO PRIMÁRIO NO RESULTADO DO SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO			QUEM PAGA	
			Fora da abrangência (estatais financeiras)	Dentro da abrangência (estatais não-financeiras)
QUEM RECEBE	Fora da abrangência		Neutro	Déficit igual ao montante do dividendo pago.
	Dentro da abrangência	% participação = 100%	Superávit igual ao montante do dividendo distribuído.	Neutro
		% participação < 100%	Superávit igual ao montante do dividendo distribuído <i>versus</i> % de participação.	Déficit igual ao montante do dividendo pago <i>versus</i> % de participação das entidades que não estão na abrangência.

É interessante notar que, enquanto o pagamento de dividendos por parte das empresas estatais financeiras gera impacto primário superavitário para o setor público consolidado, o pagamento de dividendos pelas empresas estatais não-financeiras – aí inseridas as EEMs – causam impacto primário deficitário para o setor público consolidado, exceto se a participação acionária na empresa for igual a 100% (cem por cento), caso em que o impacto será neutro.

Assim, já que, por definição, as EEMs são aquelas que possuem ações negociadas em bolsas de valores, é possível afirmar que todo pagamento de dividendo efetuado por essas empresas causa déficit primário⁴⁰ para o setor público consolidado, pois uma parte de seu patrimônio pertencerá a entidades que estão fora da abrangência⁴¹.

Referido déficit primário será tanto maior quanto maior for a participação das entidades não abrangidas pelas estatísticas fiscais no capital da empresa estatal de mercado. Assim, quanto maior for o dividendo pago e quanto maior for a participação privada no capital da empresa estatal de mercado, maior será o déficit primário gerado pelo pagamento de dividendos.

6.3.2.5 Constrangimento na distribuição de lucros das empresas estatais de mercado

Não é demais inferir, portanto, que a necessidade de obtenção de superávits primários por parte das empresas estatais de mercado faz com que ocorram restrições no

⁴⁰ Ao efetuar o pagamento de dividendos, as empresas estatais de mercado geram déficits primários em suas contas, em função do aumento de seu endividamento líquido causado pela redução do montante de seus ativos financeiros. Porém, uma parte desse déficit primário será compensada pelo superávit primário que será registrado na União, acionista controlador, em virtude da redução do seu endividamento líquido, mediante o aumento do saldo de seus ativos financeiros. No entanto, o restante do déficit primário não poderá ser compensado, pois os recursos serão absorvidos por instituições privadas, que estão fora da abrangência das estatísticas fiscais oficiais. (Disponível em <http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/Dividendos_Nota_311006.pdf> – acesso em 15/06/2007).

⁴¹ Deve-se atentar para o fato de que os fluxos de receitas e despesas dos componentes do setor público podem afetar de forma diferente a dívida líquida individual e a DLSP. O pagamento de dividendos de uma empresa estatal ao controlador público eleva sua dívida líquida – ao reduzir, por exemplo, um ativo financeiro –, mas reduz a dívida líquida do governo controlador – ao aumentar, por exemplo, as disponibilidades. O resultado para o setor público consolidado, no entanto, é neutro, já que houve apenas a transferência de ativos de um componente para outro. O mesmo pagamento feito aos acionistas privados elevaria a DLSP no mesmo montante. Para afetar a DLSP, é preciso que os fluxos ocorram entre o setor público não financeiro e o setor privado, ou entre o setor público financeiro e o resto do mundo. (Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/?RED1-MANFINPUB>> - acesso em 15/06/2007).

montante de dividendos a ser distribuído, além do montante mínimo determinado pela legislação societária⁴².

O quadro abaixo mostra que as empresas estatais não-financeiras distribuíram dividendos abaixo da média observada nas empresas não-financeiras do setor privado. Mostra, também, que as empresas estatais financeiras, por sua vez, contribuíram com distribuição de dividendos acima da média observada nas empresas financeiras do setor privado.

Tabela 08 – Percentual de dividendos distribuídos em % do Lucro Líquido Ajustado

Dividendo distribuído (% do LLA)	Empresas do Setor Produtivo	Empresas Financeiras
Setor Privado	73%	51%
Setor Público	34%	54%

Fonte: Nota Técnica do Tesouro Nacional – Distribuição de dividendos das empresas estatais

Outro indicativo de que pode estar ocorrendo constrangimento na distribuição de dividendos é evidenciado pelo Balanço Patrimonial da Petrobrás, conforme tabela abaixo. De 2001 a 2006, a conta “Reserva de retenção de lucros”⁴³ aumentou cerca de R\$ 25 bilhões.

Tabela 09 – Evolução da conta Reserva de Retenção de Lucros - Petrobrás

PETROBRÁS	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Reserva de Retenção de Lucros	R\$ 13,6 bi	R\$ 16,8 bi	R\$ 27,1 bi	R\$ 25,7 bi	R\$ 40,9 bi	R\$ 42,9 bi

Fonte: Demonstrações Financeiras Consolidadas – Balanço Patrimonial – Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás

Mostra-se, com isso, que a presença das estatais de mercado sob a abrangência das estatísticas fiscais, dada a necessidade de obtenção de superávits primários por parte dessas

⁴² A Lei nº 6.404, de 16.12.1976 (Lei das Sociedades Anônimas), estabelece que os acionistas têm direito a receber como dividendos obrigatórios, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto social da empresa ou, quando este é omissivo, metade do lucro líquido ajustado. No caso específico das empresas estatais federais, o Decreto nº 2.673, de 16.7.1998, determina a obrigatoriedade da inclusão de dispositivos nos seus estatutos sociais que determinassem a remuneração aos acionistas de, no mínimo, 25% do lucro líquido ajustado. (Disponível em <http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/Dividendos_Nota_311006.pdf> – acesso em 15/06/2007).

⁴³ Reserva de retenção de lucros: é destinada à aplicação em investimentos previstos em orçamento de capital, principalmente nas atividades de exploração e desenvolvimento da produção de petróleo e gás, em conformidade com as diretrizes estabelecidas pelo Governo Federal e com o artigo 196 da Lei nº 6.404/76 (complementada pela Lei 10.303/2001). (Disponível em <http://www.petrobras.com.br> – acesso em 15/06/2007).

empresas, faz com que suas políticas de distribuição de dividendos sejam fortemente afetadas, uma vez que representam déficits para o setor público consolidado.

Porém, como o valor de mercado dessas empresas depende do valor presente dos dividendos que serão pagos durante determinado horizonte de tempo, é possível afirmar que a obrigação de resultados primários superavitários por parte das empresas estatais de mercado influencia negativamente o valor de mercado dessas empresas.

7. CONCLUSÃO

O trabalho mostrou que as estatísticas fiscais geram informações para que se possa avaliar como as ações do governo impactam a economia, além de servirem para mensurar a solvência e o tamanho do setor público.

Mostrou, também, que é preciso adotar posição cautelosa quando da incorporação, às estatísticas fiscais, dos dados referentes às empresas estatais, em especiais aos das “Empresas Estatais de Mercado”.

No caso das estatísticas fiscais da União, no que tange às EEMs, podem ser observados aspectos importantes. Tais aspectos, além de impedirem que os objetivos das estatísticas sejam alcançados, geram efeitos negativos sobre o valor de mercado das empresas e, em consequência, sobre a percepção de solvência do governo geral.

O primeiro aspecto diz respeito às distorções que podem ser verificadas nas estatísticas de endividamento líquido e resultado primário, uma vez que os saldos dos ativos financeiros e das obrigações das EEMa são incluídos no endividamento líquido consolidado sem nenhuma espécie de ajuste referente à participação acionária da União nessas empresas. Resultado disso, é que as estatísticas sobre dívida e resultado primário acabam revelando números mais positivos do que aqueles que seriam publicados, caso o ajuste fosse efetuado.

O segundo aspecto diz respeito ao regime de caixa para o registro das operações do governo geral e, em especial, das empresas estatais. Estatísticas fiscais elaboradas em base caixa não evidenciam corretamente o impacto das operações das EEMs sobre a demanda agregada, bem como, em função da exclusão das contas “ponte”, não geram as informações necessárias para que seja avaliada a solvência dessas empresas, de tal forma que é possível efetuar análises completamente distorcidas em relação a essas entidades.

O melhor indicador de solvência a ser adotado, tanto para as EEMs quanto para o governo geral, seria o valor de mercado dessas empresas e, conseqüentemente, o valor de mercado da participação da União nessas empresas.

O terceiro aspecto está relacionado ao comprometimento das EEMs, em razão de determinação legal, com a obtenção de resultado primário superavitário.

De um lado, a possibilidade de compensação de metas fiscais primárias entre as empresas estatais da União e os Orçamentos Fiscal e da Seguridade Social, permite que recursos de origem privada – referentes aos acionistas não-públicos das EEMs – sejam utilizados para evitar contingenciamento de despesas que, por princípio, devem ser financiadas com recursos públicos.

De outro, a necessidade de obtenção de metas de resultado primário faz com que as EEMs evitem aplicar recursos em operações primárias deficitárias, como é o caso dos investimentos e da distribuição de lucros, na forma de dividendos.

A restrição dessas operações gera efeitos perversos sobre o valor de mercado das empresas, uma vez que estas deixam de aplicar seus recursos em projetos com valor presente positivo e, ao mesmo tempo, informam ao mercado que o fluxo futuro de dividendos será menor do que aquele que poderia ocorrer caso não estivessem sob a égide das metas fiscais. Além disso, reduzem a percepção de solvência da própria empresa estatal e, principalmente, de seu acionista controlador, a União, em função da redução do valor de sua posição acionária.

Como possíveis soluções para os efeitos enumerados acima, poderiam ser apresentadas três sugestões, todas elas excludentes, uma em relação a outra:

- a) ajustar o saldo dos ativos financeiros e das obrigações antes de incluí-los nas estatísticas fiscais;
- b) efetuar o registro das operações das EEMs em base competência; e
- c) excluir as EEMs da abrangência das estatísticas fiscais oficiais.

A primeira sugestão faria com que o saldo do endividamento líquido e o resultado primário das empresas estatais federais fossem evidenciados sem distorções. No entanto, não seria suficiente para evitar os efeitos perversos sobre o valor de mercado das EEMs.

A segunda sugestão, embora traga benefícios relacionados à avaliação da solvência e do impacto das ações das empresas estatais na demanda agregada, criaria os seguintes reflexos: não seria suficiente para solucionar o problema dos efeitos perversos sobre o valor de mercado das EEMs; e encontraria dificuldades operacionais relacionadas ao sigilo⁴⁴

⁴⁴ O Banco Central compila e publica estatísticas monetárias e financeiras de acordo com a legislação em vigor, em particular a Lei de Criação do Banco Central (Lei nº 4.595, de 31/12/1964) e as Resoluções do Conselho Monetário Nacional que ordenam a geração e divulgação de dados e informações, especialmente no que toca à confidencialidade dos dados. O Banco Central garante a confidencialidade dos dados relativos a instituições financeiras e indivíduos, em obediência ao estabelecido no Artigo 2 da Lei Complementar nº 105, de 11.01.2001.

das informações de tais empresas, pois, uma vez que o restante das estatísticas fiscais ainda continuaria em base caixa, seria possível identificar, de forma individual, ativos e passivos ainda não divulgados oficialmente pelas EEMs.

A terceira sugestão, que representa a exclusão das EEMs das estatísticas fiscais oficiais, seria, das três apresentadas, a única capaz de evitar a ocorrência das distorções apresentadas nesse trabalho.

Sem as referidas empresas na abrangência das estatísticas, não existirão mais distorções provocadas no cálculo do resultado fiscal e no levantamento do saldo do endividamento líquido das empresas estatais e do setor público como um todo. Deixarão de existir, também, informações que possam alterar a percepção do mercado em relação à real situação de solvência e ao real impacto das operações das EEMs sobre a demanda agregada.

Por fim, o maior benefício que pode advir da exclusão das EEMs das estatísticas fiscais está no fato de que tais empresas estarão desobrigadas de obter metas de resultado primário. Sendo assim, todas as suas operações poderão ser desenvolvidas de forma a alcançar os objetivos estabelecidos para a empresa, contribuindo para o aumento de seu valor de mercado e, por conseguinte, aumentando a percepção de solvência da União.

Pode-se concluir, portanto, que os motivos apresentados pelo presente trabalho são significativos o bastante para que, no mínimo, sejam efetuados estudos mais detalhados que tenham por objetivo avaliar a possibilidade de excluir as “Empresas Estatais de Mercado” das estatísticas fiscais oficiais da União.

8. REFERÊNCIA BIBLIOGRÁFICA

ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003. 616 p.

BLEJER, Mário I.; CHEASTY, Adrienne. Medindo o Déficit Público: Uma Visão Geral. In: _____. *Como Medir o Déficit Público: questões analíticas e metodológicas*. 1 ed. Brasília. 1999. Cap. 1. p. 3-11.

BLEJER, Mário I.; CHEASTY, Adrienne. O Déficit como um Indicador da Solvência do Governo: Alterações no Patrimônio Líquido do Setor Público. In: _____. *Como Medir o Déficit Público: questões analíticas e metodológicas*. 1 ed. Brasília. 1999. Cap. 13. p. 335-354.

BRASIL. Lei Complementar n. 101, de 04 de maio de 2.000. Estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal e dá outras providências.

_____. Lei n. 9.811, de 28 de julho de 1.999. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração da lei orçamentária de 2.000.

_____. Lei n. 9.995, de 25 de julho de 2.000. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração da lei orçamentária de 2.001 e dá outras providências.

_____. Lei n. 11.439, de 29 de dezembro de 2.006. Dispõe sobre as diretrizes para a elaboração da lei orçamentária de 2.007 e dá outras providências.

_____. Secretaria do Tesouro Nacional. *Nota Técnica sobre Pagamento de Dividendos pelas Empresas Estatais*. 2006. Disponível em: <http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/Dividendos_Nota_311006.pdf>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Casa Civil da Presidência da República. *Mensagem Presidencial*. 2006. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Banco Central do Brasil. *Nota de Imprensa de Política Fiscal*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Banco Central do Brasil. *Manual de Finanças Públicas*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?RED1-MANFINPUB>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Banco Central do Brasil. *Metadados da Dívida Líquida do Setor Público*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Banco Central do Brasil. *Metadados das Necessidades de Financiamento do Setor Público*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Banco Central do Brasil. *Séries Temporais*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SERIESTEMP>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Petróleo Brasileiro S.A. *Relacionamento com o Investidor*. Disponível em: <<http://www.petrobras.com.br>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. Eletrobrás – Centrais Elétricas Brasileiras S.A. *Relacionamento com o Investidor*. Disponível em: <http://www.eletronbras.gov.br>>. Acesso em: 15 jun. 2007.

_____. DEST – Departamento de Coordenação das Empresas Estatais Federais. *Perfil das Empresas Estatais Federais*. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/controle_estatais/conteudo/perfil/dados_economicos/index.htm>. Acesso em: 15 jun. 2007.

DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo*. Qualitymark Editora. São Paulo: 1997. 630 p.

D'ÁVILA JR., Antonio. *Administração Financeira e Orçamentária (AFO) & Finanças Públicas*. Brasília: FDK Editora, 2005. 254 p.

D'ÁVILA JR., Antonio. *Metodologia de Cálculo das Dívida Líquida e das Necessidades de Financiamento do Setor Público*. 2003.

DIAMOND, Jack; SCHILLER, Christian. Os Atrasados do Governo nos Programas de Ajuste Fiscal. In: BLEJER, Mário I.; CHEASTY, Adrienne (Org.). *Como Medir o Déficit Público: questões analíticas e metodológicas*. 1 ed. Brasília. 1999. Cap. 7 p. 133-174.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Government Finance Statistics Manual*. 1986. Disponível em: <http://www.imf.org> - Acesso em 15 jun. 2007.

FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. *Government Finance Statistics Manual*. 2001. Disponível em: <http://www.imf.org> - Acesso em 15 jun. 2007.

GIACOMONI, James. *Orçamento Público*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2001. 316 p.

GITMAN, Lawrence J., *Princípios de Administração Financeira*. 10 ed. Editora Harbra Ltda, São Paulo, 2004. 776 p.

TANZI, Vito. Mensuração do Déficit Público: questões básicas. In: BLEJER, Mário I.; CHEASTY, Adrienne (Org.). *Como Medir o Déficit Público: questões analíticas e metodológicas*. 1 ed. Brasília. 1999. Cap. 2 p. 15-23.

ROSS, Stephen A., *Administração Financeira*. São Paulo : Atlas, 1995.

STELLA, Peter. Em Direção à Definição e Mensuração do Impacto Fiscal das Empresas Públicas. In: BLEJER, Mário I.; CHEASTY, Adrienne (Org.). *Como Medir o Déficit Público: questões analíticas e metodológicas*. 1 ed. Brasília. 1999. Cap. 10 p. 251-284.

TANZI, Vito. Mensuração do Déficit Público: questões básicas. In: BLEJER, Mário I.; CHEASTY, Adrienne (Org.). *Como Medir o Déficit Público: questões analíticas e metodológicas*. 1 ed. Brasília. 1999. Cap. 2 p. 15-23.