



SENADO FEDERAL
INSTITUTO LEGISLATIVO BRASILEIRO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO
ESPECIALIZAÇÃO EM ORÇAMENTO PÚBLICO

ANDREI RAMOS PORTO

**EMISSÃO DIRETA DE TÍTULOS PÚBLICOS PARA EMPRESAS ESTATAIS
FEDERAIS DO SETOR FINANCEIRO: ANÁLISE LEGAL E ENQUADRAMENTO
CONTÁBIL**

Brasília
2017

Andrei Ramos Porto

Emissão direta de títulos públicos para empresas estatais federais do setor financeiro: análise legal e enquadramento contábil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para à obtenção do grau de Especialista no Curso de Especialização em Orçamento Público do Programa de Pós-Graduação do Instituto Legislativo Brasileiro do Senado Federal.

Orientador(a): Antônio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior

Brasília
2017

Porto, Andrei Ramos.

Emissão direta de títulos públicos para empresas estatais federais do setor financeiro : análise legal e enquadramento contábil. -- 2017.
60 f.

Orientadora: Antônio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior.

Trabalho de conclusão de curso (especialização) -- Curso de Especialização em Orçamento Público do Programa de Pós-Graduação do Instituto Legislativo Brasileiro do Senado Federal, 2017.

1. Título público - Brasil. 2. Dívida pública - Brasil. 3. Lei de responsabilidade fiscal - Brasil. I. Título.

ANDREI RAMOS PORTO

Emissão direta de títulos públicos para empresas estatais federais do setor financeiro: análise legal e enquadramento contábil

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como requisito parcial para à obtenção do grau de Especialista no Curso de Especialização em Orçamento Público do Programa de Pós-Graduação do Instituto Legislativo Brasileiro do Senado Federal.

Data de aprovação: Brasília – DF, _____ de _____ de _____.

BANCA EXAMINADORA

Antônio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior, Especialista em Orçamento Público
Orientador

Tito Belchior Silva Moreira, Doutor em Economia
Avaliador

Agradecimentos

A Deus, acima de tudo, pela proteção e luz dispensados ao longo de minha existência; à minha família, em especial à minha esposa, Ana Lúcia, pela paciência, resiliência e companheirismo demonstrados nos momentos difíceis, e à minha filha, Helena, pela alegria que sua presença nos traz; e aos mestres, em especial a Antônio Carlos Costa d'Ávila Carvalho Júnior, pela dedicação, paciência e profissionalismo demonstrados no desenvolvimento deste trabalho.

Não há excesso de liberdade se aqueles que são livres são responsáveis. O problema é liberdade sem responsabilidade
Milton Friedman

Resumo

Este trabalho tem por objetivo dissertar sobre a análise legal e o enquadramento contábil da emissão direta de títulos da dívida pública pela União às instituições financeiras controladas por esta. Nesta perspectiva, questiona-se se tais emissões consistem-se em operações de crédito em sentido estrito. Outrossim, se estas operações constituem-se em uma nova modalidade de financiamento do Tesouro Nacional junto a estes bancos estatais, infringindo a Lei de Responsabilidade Fiscal e as normas emanadas do Comitê de Basileia. Para tal, esta pesquisa valeu-se de procedimentos técnicos ligados à pesquisa documental sobre os paradigmas legais até então vigentes, tornando-a de caráter eminentemente teórico; ainda, possui atributos Descritivos no que tange à sua classe de pesquisa, haja vista a delimitação do escopo temático aos seus aspectos normativos e contábeis. As conclusões geradas por este estudo confirmam a tese de que as emissões diretas de títulos da dívida mobiliária para a cobertura de financiamentos concedidos pelo Tesouro Nacional a suas instituições financeiras constituem-se em uma modalidade de operação de crédito; mais ainda, violam determinações da Lei de Responsabilidade Fiscal e do Conselho Monetário Nacional. Fundamenta-se ainda que tais operações tragam por consequência a geração de passivos mútuos e, principalmente, a caracterização de financiamentos recíprocos entre União e instituições financeiras controladas.

Palavras-Chave: Emissão Direta de Títulos Públicos. Dívida Pública. Lei de Responsabilidade Fiscal. Comitê de Basileia. Passivos Mútuos.

Abstract

This paper aims to discuss the legal analysis and the accounting framework for the direct issuance of public debt bonds by the Union to financial institutions controlled by it. From this perspective, it is questioned whether such issues consist of credit operations in the strict sense. Also, if these operations constitute a new modality of financing of the National Treasury next to these state banks, violating the Brazilian Fiscal Responsibility Law and the norms emanated from the Basel Committee. For this, this research was based on technical procedures related to the documentary research on the legal paradigms until then, making it eminently theoretical; Yet, it has Descriptive attributes regarding its research class, considering the delimitation of the thematic scope to its normative and accounting aspects. The conclusions generated by this study confirm the thesis that the direct issuance of **Public Federal Bonds** for the coverage of financing granted by the National Treasury to its financial institutions constitute a modality of credit operation; Moreover, violate determinations of Fiscal Responsibility Law and the National Monetary Council. It is assumed that such operations will result in the generation of mutual liabilities and, mainly, the characterization of reciprocal financing between the Union and controlled financial institutions.

Keywords : Direct Issues of Public Federal Bonds. Federal Public Debt. Fiscal Responsibility Law. Basel Committee. Mutuals Liabilities.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1.....	37
FIGURA 2.....	37
FIGURA 3.....	39
FIGURA 4.....	39

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

CMN	Conselho Monetário Nacional
LRF	Lei de Responsabilidade Fiscal
STN	Secretaria do Tesouro Nacional
INSS	Instituto Nacional do Seguro Social
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia
BCB	Banco Central do Brasil
PGFN	Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
DPFe	Dívida Pública Federal Externa
DPMFi	Dívida Pública Mobiliária Federal Interna
DLSP	Dívida Líquida do Setor Público

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
1. COMPÊNDIO INTRODUTÓRIO SOBRE A FUNÇÃO DO ESTADO	18
1.1 O estado e seu papel junto à sociedade	18
1.2 Modelo de Intervenção Estatal Adotado no Brasil	20
2. DÍVIDA PÚBLICA BRASILEIRA E FINANCIAMENTO DOS ENTES ESTATAIS	22
2.1 Breve relato sobre financiamento do Estado Brasileiro	22
2.2 Aspectos gerais sobre Dívida do Setor Público no Brasil	24
2.3 Financiamento dos estados por suas instituições financeiras: uma síntese da crise fiscal dos anos 80/90	26
3. DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL	28
3.1 Aspectos gerais	28
3.2 Dívida pública mobiliária federal interna e a operacionalização da emissão de títulos públicos	30
4 EMISSÃO DIRETA DE TÍTULOS PÚBLICOS	33
4.1 Operacionalização das emissões diretas de títulos públicos	35
4.1.1 Emissão direta de títulos públicos para a cobertura de empréstimos concedidos às instituições financeiras	35
4.1.1.1 Particularidades contábeis nas concessões de crédito tradicionais entre União e Instituições Financeiras subordinadas	36
4.1.1.2 Particularidades contábeis na concessão de crédito via emissão direta de títulos públicos entre União e instituições financeira subordinadas	38
4.1.2 Emissão direta de títulos públicos para a cobertura de empréstimos posteriormente reconhecidos como Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida	40
5 OPERAÇÕES DE CRÉDITO – DEFINIÇÃO E VEDAÇÕES	44
5.1 Definições e aspectos formais	44

5.2 Equiparações e vedações.....	46
6. EMISSÕES DIRETAS DE TÍTULOS PÚBLICOS: APRECIÇÃO CONCEITUAL, CONTÁBIL E LEGAL.....	49
6.1 Emissão Direta de Títulos Públicos e o Conceito de Operação de Crédito.....	49
6.2 Emissão direta de títulos públicos à instituições financeiras federais – operação vedada em lei.....	50
Financiamento do Tesouro Nacional pela via das Emissões Diretas de Títulos da Dívida Mobiliária Federal: as determinações do Comitê de Basileia.....	52
CONCLUSÃO	54
REFERÊNCIAS.....	58

INTRODUÇÃO

O estudo e a análise das Finanças Públicas, em um caso concreto, revestem-se das particularidades associadas ao grau de desenvolvimento social, legal, institucional e econômico em que se encontram as economias a serem analisadas, direcionando as políticas fiscal e monetária à consecução de políticas públicas que venham ao encontro das demandas da sociedade.

Ao se contrapor à visão de alguns economistas denominados “clássicos”, cujos interesses repousavam sobre aspectos da legislação fiscal e de administração, MUSGRAVE (1961) escreveu que “os efeitos de um imposto dependem do que ele é, e não do que deveria ser; e é necessário um entendimento das características sociais e históricas para interpretar a instituição de políticas fiscais”¹ (tradução nossa).

No caso do Brasil, a modelagem do controle social por meio do arcabouço legal de Finanças Públicas vem se delineando por meio de leis que não possuem, necessariamente, uma concatenação lógica do ponto de vista da hermenêutica jurídica e contábil. Desta forma, necessita-se de uma análise mais ampla de diversos normativos infraconstitucionais para que haja entendimentos pacíficos sobre determinados tópicos relacionados ao tema.

No que concerne ao estudo da dívida pública brasileira, em especial à Dívida Mobiliária Federal, a emissão direta de títulos públicos para o financiamento do Estado Brasileiro encaixa-se na descrição anteriormente citada, e sua utilização como meio de capitalização das empresas estatais federais do setor financeiro² tem ocorrido com frequência nesta última década.

Este movimento do Tesouro Nacional dá-se, especialmente neste trabalho, por duas razões específicas: 1) para a cobertura de empréstimos de recursos concedidos a instituições financeiras federais; 2) para o aumento do Patrimônio de Referência de bancos estatais, inclusive com a utilização dos chamados Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida.

¹ “The effects of a tax depend upon what it is, not what it is meant to be; and an understanding of the social and historical setting is needed to interpret the determination of fiscal politics.”

² O termo “capitalização” refere-se, em especial, a operações que envolvam um aumento de disponibilidade de recursos de um determinado banco estatal com o intuito de aumentar sua capacidade de empréstimo ao sistema produtivo.

No segundo caso em particular, a União utilizou-se, em especial dos anos de 2008 a 2015, do financiamento de suas empresas estatais federais do setor financeiro por meio da utilização dos chamados Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida. Tais aportes tiveram por objetivo o aumento da capacidade de tais entidades na concessão de crédito por meio do aumento de seu Patrimônios de Referência, majorando seu volume de empréstimos à cadeia produtiva brasileira e estrangeira e, destarte, promovendo uma política monetária mais expansionista.

No entanto, como veremos adiante, uma análise mais apurada das normas que regulam o sistema bancário brasileiro, aliada aos preceitos constitucionais e infraconstitucionais que ordenam as relações entre a União e suas empresas estatais financeiras subordinadas, não endossa o uso das emissões diretas de títulos públicos como uma forma de promover a capitalização destas empresas estatais financeiras, transformando este tipo de operação em um tipo velado de empréstimo concedido pela instituição financeira a seu ente controlador (a União).

Desta forma, tendo em vista os diversos aspectos retro mencionados, questiona-se: **as emissões diretas de títulos públicos constituem-se em uma espécie de operação de crédito?**

Neste sentido, o presente trabalho tem por objetivo geral analisar os aspectos normativos acerca da utilização da emissão direta de títulos públicos para o financiamento de empresas estatais federais do setor financeiro, haja vista sua similaridade com as chamadas operações de crédito do setor público.

Quanto aos objetivos específicos, esta monografia pretende:

1. Verificar os enquadramentos legais, gerais e específicos, da emissão direta de títulos públicos;
2. Questionar a legalidade da emissão direta de títulos públicos no financiamento das empresas estatais federais do setor financeiro;
3. Averiguar o enquadramento conceitual e contábil das emissões de Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida

JUSTIFICATIVA

A prática da boa governança orçamentária no Brasil reveste-se de desafios no que tange à transparência e à qualidade do gasto público empreendido pelos Poderes formalmente instituídos. Neste sentido, ressalta-se a importância do orçamento público como uma espécie de contrato social, que tem nas chamadas *budgeting institutions*³ o conjunto de regras e valores que intermediam a relação agente-principal representada pelo binômio representantes eleitos-sociedade.

Sob esta perspectiva, a análise do impacto da emissão direta de títulos públicos possui relevante importância no estudo do perfil da Dívida Pública brasileira, pois representa um passivo da União que distorce a programação orçamentária vigente ao propor o financiamento de empresas públicas do setor financeiro sem o aporte direto de ativos (bens e/ou direitos) do Governo Federal.

Outrossim, destaca-se que tais emissões fogem à análise orçamentária do Congresso Nacional, distorcendo sua perspectiva e provocando um cada vez maior engessamento das políticas públicas nacionais.

Além disso, o estudo sobre a legalidade desta modalidade de financiamento estatal pretende conceber à literatura vigente uma perspectiva diferente e concreta à luz dos instrumentos normativos que regem as Finanças Públicas no Brasil, em especial a Lei Complementar nº 101/00 (Lei de Responsabilidade Fiscal), a Lei nº 4.320/64, a própria Constituição Federal de 1.988, além das Resoluções 4.192 e 4.278 do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Ademais, ressalta-se a exiguidade de material disponível, seja legal ou mesmo científico, sobre o assunto ora proposto, sendo seu exame e entendimento abertos a interpretações distintas devido às divergências decorrentes de um embasamento legal esparso e escasso.

Por isso, a importância deste trabalho reside na proposição de uma nova compreensão sobre a legalidade da emissão direta de títulos públicos com o escopo de financiar as empresas estatais financeiras, afastando a percepção comum de serem estas ações atos legais perante a legislação pátria e comparando-as a instrumentos congêneres às operações de crédito tradicionais.

³ VON HAGEN (2006; p. 29) “(...) define budgeting institutions generally as the collection of the formal and informal rules and principles governing the budgeting process within the executive and the legislative”

METODO E METODOLOGIA

A investigação quanto aos métodos e à metodologia aplicados ao presente estudo terá como ponto de partida a necessidade da análise legal e contábil das emissões diretas de títulos públicos para financiamento de empresas estatais do setor financeiro pela sua entidade controladora, neste caso, a União. Mais ainda, pretende classificar tais aportes como operações de crédito, trazendo-os a uma situação de flagrante ilegalidade quanto aos preceitos normativos apontados, dentre outras normas regulamentares, na Lei Complementar nº 101/00.

Para tal, esta pesquisa tem um eminente caráter teórico, tendo em vista sua análise estar baseada nos aspectos interpretativos das normas que dispõem sobre o estudo das Finanças Públicas no Brasil.

Sob o ponto de vista da forma de abordagem do problema, possui característica qualitativa, haja vista utilizar-se de interpretação das já citadas normas vigentes de Finanças Públicas.

Quanto aos procedimentos técnicos utilizados, considerando-se a predominância de paradigmas legais que precedem de análise mais apurada para sua utilização em um caso concreto, ressalta-se a preponderância da Pesquisa Documental. Contudo, a análise Bibliográfica faz-se também presente pela necessidade em balizar a presente monografia aos demais estudos da área.

Por fim, no que concerne à classe de pesquisa, este trabalho possui características de uma Pesquisa Descritiva, pois tenciona-se aqui proporcionar uma nova visão sobre fatos amplamente conhecidos, estabelecendo uma relação entre as diversas variáveis que compõem os aspectos contábeis e normativos acerca do objeto acima descrito.

REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Os aspectos analíticos abordados nesta monografia requereram um amplo estudo do arcabouço legal que envolve desde a teoria geral de Finanças Públicas até as normas que regem as relações de dependência entre o Estado e sua Administração Indireta.

Neste sentido, torna-se basilar o estudo da Constituição Federal de 1988, em especial o Capítulo II do Título VI (Da Tributação e do Orçamento), denominado Das Finanças Públicas (BRASIL, 2016, p. 103-108).

Outra importante fonte de pesquisa foram as leis que disciplinam as Finanças Públicas brasileiras. A Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000, também denominada de Lei de Responsabilidade Fiscal, que “(...) estabelece normas de finanças públicas voltadas para a responsabilidade na gestão fiscal (...)” (BRASIL, 2005), traz consigo diversas regulamentações no tocante às Operações de Crédito, em especial a suas vedações, e à Dívida Pública Mobiliária. Adicionalmente, cita-se a Lei 4.320/64, que “(...) estatui normas gerais de direito financeiro para elaboração e controle dos orçamentos e balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal (...)” (BRASIL, 1964) e, portanto, traça as diretrizes orçamentárias brasileiras.

Outro importante marco regulatório diz respeito às orientações emanadas pelo Comitê de Supervisão Bancária do *Bank for International Settlements (B.I.S.)*, publicadas em 2010 e revistas em 2011, como uma revisão do acordo de capital denominada “*A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*”, também conhecida como Basileia III (BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS - BIS, 2011).

Ademais, destaca-se o estudo das resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN), Resolução 4.192 (CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, 2013a) e Resolução 4.278 (CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, 2013b), relacionadas à “metodologia de cálculo do Patrimônio de Referência a ser apurado pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil”.

Quanto a pesquisas publicadas sobre os diversos temas aqui abordados, sobressai-se o artigo intitulado “Basileia III e seus Impactos para os Bancos no Brasil”, publicado por Fernando Antonio Perrone Pinheiro, José Roberto Ferreira Savoia e José Roberto Securato, que “avalia os possíveis impactos decorrentes da mudança do capital requerido dos bancos no Brasil, com a implantação do acordo de Basileia III” (PINHEIRO; SAVOIA; SECURATO; 2015).

Adicionalmente, relaciona-se também o trabalho de Daniel Correa da Silva, “Dívida Pública Federal: Emissões Diretas de Títulos Públicos” (SILVA, 2014), que objetiva investigar a legalidade das emissões diretas de títulos públicos em relação ao ordenamento jurídico fiscal-orçamentário vigente.

ESTRUTURA DO TRABALHO

Esta monografia apresenta-se estruturada em seis capítulos, além de suas Considerações Finais.

O primeiro capítulo apresentará um panorama geral sobre a função do Estado e suas formas de intervenção na economia, discorrendo ainda sobre como a estrutura organizacional administrativa adotada pelo Estado brasileiro na produção de bens e serviços, ou seja, na economia real.

A seguir, introduzir-se-á as diversas formas de financiamento estatal e sua relação com a dívida pública, seja por meio do Estado representado pela União, ou mesmo das entidades públicas subordinadas ao mesmo.

Caberá à terceira parte discorrer sobre a Dívida Pública Mobiliária Federal, em especial ao definir os Títulos Públicos, seus tipos e formas de emissão.

O capítulo quatro trará um detalhamento concreto sobre as emissões diretas de títulos públicos, seus principais tipos e as destinações dos mesmos, além das formas de operacionalizá-las junto aos agentes estatais diretamente beneficiados com estes créditos. Ademais, esta parte explicitará os efeitos que estas emissões diretas têm sobre a contabilidade dos agentes envolvidos, Tesouro Nacional e empresa estatal do setor financeiro, por meio das operações contábeis inerentes à operação.

Na quinta parte, ressalta-se uma apresentação mais exaustiva sobre os preceitos legais das Operações de Crédito e seu embasamento legal, em especial aqueles oriundos da LRF.

O capítulo seis dará ênfase específica sobre a emissão direta de Títulos Públicos, em especial ao discorrer sobre os prismas conceitual, contábil e legal. Este trecho também dissertará sobre o Comitê de Basiléia e sua definição de paradigmas mais sólidos para os sistemas financeiros dos países sob sua supervisão. Em especial, este ponto trará suas orientações acerca da utilização da emissão direta de títulos governamentais na composição do Capital Principal de uma empresa estatal do setor financeiro.

Por fim, as considerações finais serão expostas na Conclusão deste trabalho, trazendo consigo outras sugestões de estudo baseadas neste tema.

1. COMPÊNDIO INTRODUTÓRIO SOBRE A FUNÇÃO DO ESTADO

O presente capítulo propõe-se a traçar, em linhas gerais, as funções do Estado como condutor do desenvolvimento do bem estar exigido pela sociedade por ele representada, assim como situar sua atividade financeira como um vetor para sua consecução.

Ademais, parte do texto será consignada para expor, também de maneira introdutória, sobre o modelo de intervenção econômica adotado no Brasil após a promulgação da Constituição Federal de 1988, em especial no tocante à sua administração indireta ligada à atividade econômica.

1.1 O estado e seu papel junto à sociedade

A definição de Estado pressupõe uma ampla discussão sob os pontos de vista emanados de diversas áreas de conhecimento. Sua análise possui especial relevância em duas delas: a Sociologia e a Economia.

Para Max Weber, “O Estado é aquela comunidade humana que, dentro de determinado território – este, o ‘território’, faz parte de suas características – reclama para si (com êxito) o monopólio para a coação física legítima” (WEBER *apud* BIANCHI, 2014).

Já Luiz Carlos Bresser-Pereira afirma que o Estado “(...) é a instituição que organiza a ação coletiva dos cidadãos de cada Estado-Nação, através da constituição nacional, e de todas as demais instituições legais ou jurídicas que cria ou legitima, e que fazem parte constitutiva dele próprio” (BRESSER-PEREIRA, 2005).

Os posicionamentos acima descritos, apesar de distintos em seu enfoque, possuem consonância quanto às relações de legitimidade e poder entre o Estado e sua sociedade. Assim, o Estado seria um “instrumento de ação coletiva por excelência da sociedade”, sendo uma “organização com poder extroverso sobre a sociedade que lhe dá origem e legitimidade, e o sistema jurídico dotado de coercibilidade sobre todos os membros desse Estado nacional” (BRESSER-PEREIRA, 2005).

Neste sentido, cabe ao Estado, como tutor desta “ação coletiva” outorgada pela sociedade, desempenhar seus objetivos políticos fundamentais, quais sejam: a estabilidade social, a liberdade, o bem-estar e a justiça social.

Para tal, o Estado desenvolve inúmeras atividades com o escopo de tutelar tais necessidades sociais, e sua atividade financeira desempenha papel fundamental na consecução destes objetivos.

Kiyoshi Harada sentencia a atividade financeira do Estado como a “atuação estatal voltada para obter, gerir e aplicar os recursos financeiros necessários à consecução das finalidades do Estado que, em última análise, se resumem na realização do bem comum” (HARADA, 2016, p. 4). O mesmo autor preceitua que a atividade financeira do Estado vincula-se ao atingimento de três necessidades públicas básicas, estabelecidas na ordem jurídico-constitucional: a prestação de serviços públicos, o exercício regular do poder de polícia e a intervenção no domínio econômico (HARADA, 2016).

Musgrave, (1959), ao dissertar sobre as prerrogativas dos Estados modernos, atribuiu a estes a possibilidade de intervenção econômica por meio de três diferentes mecanismos:

- i. Pela alocação de seus recursos;
- ii. Pelos ajustes na distribuição de renda;
- iii. Pela manutenção da estabilidade econômica

Ainda quanto à intervenção no domínio econômico, relacionam-se quatro categorias que representam seus objetivos, conforme descrito por REZENDE (2006):

- i. Satisfação das Necessidades Coletivas;
- ii. Manutenção da Estabilidade Econômica;
- iii. Promoção do Crescimento Econômico;
- iv. Melhoria na Distribuição de Renda.

Nesta perspectiva, os instrumentos de intervenção governamental utilizados por meio de suas entidades podem ser reunidos em duas categorias (REZENDE, 2006):

- i. Aqueles que traduzem maior intervenção direta do governo na produção de bens e serviços e no processo de acumulação de capital;
- ii. Aqueles referentes às atividades exercidas pelas empresas governamentais que atuam primordialmente na provisão de serviços urbanos e financeiros.

O governo ainda pode se valer do controle indireto do processo produtivo de determinado Estado-Nação⁴. Em geral, tais intervenções derivam da aplicação de ações voltadas à consecução da política econômica determinada pelo ente, consubstanciadas, por exemplo, pelas políticas fiscal, monetária e cambial.

1.2 Modelo de Intervenção Estatal Adotado no Brasil

O texto da Carta Magna de 1988 predispôs, como princípio fundamental estruturante do Estado Brasileiro, a Livre Iniciativa (art. 1º, inciso IV). Ademais, seu artigo 170 também traz como princípios relacionados à Ordem Econômica, dentre outros, a propriedade privada (art. 170, inciso II), a livre concorrência (art. 170, inciso IV) e a busca pelo pleno emprego (art. 170, inciso VIII).

Desta maneira, depreende-se que o Poder Constituinte Originário optou pela escolha de um sistema de produção capitalista no Brasil. Entretanto, caberia ao Estado intervir neste regime privado de três maneiras diferentes: por meio de seu Poder Normativo, através de seu Poder de Polícia e pela assunção direta da atividade econômica.

Segundo HARADA (2016, p. 8)

“(...) o Estado intervém na atividade econômica por meio de seu poder normativo, elaborando leis de combate ao abuso econômico, de proteção ao consumidor, leis tributárias de natureza extrafiscal conferindo-lhes caráter ordinário etc. (...) Outras vezes, o Estado estimula ou desestimula determinada atividade econômica pelo exercício de seu Poder de Polícia. Por meio de mecanismo administrativo, o poder público fomenta a atividade econômica, promovendo os conhecidos financiamentos públicos a cargo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, do Banco do Brasil, da Caixa Econômica Federal e de outros órgãos e instituições. Por derradeiro, cumpre ao Estado intervir diretamente na economia, isto é, explorar a atividade econômica em caráter excepcional.”

⁴ BRESSER-PEREIRA (2005) traça uma perfeita distinção entre Estado e Estado-Nação. Para o autor, “enquanto o Estado-Nação é o ente político soberano no concerto das demais nações, o Estado é a organização dentro desse país com poder de legislar e tributar a respectiva sociedade”.

Neste sentido, a Constituição Federativa brasileira, em seu art. 173, estabeleceu que, ressalvados os casos nela previstos, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado apenas seria permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo.

Para isso, estabeleceu a criação de dois tipos de empresas estatais, a saber: as Empresas Públicas e as Sociedades de Economia Mista. Tais empresas ainda possuem características diferentes quanto a suas finalidades, pois enquanto algumas existem para exploração de atividade lucrativa, outras subsistem para a prestação de serviços públicos, e esta distinção ensejará uma diferenciação quanto aos privilégios obtidos frente ao ente que a criou.

As Empresas Públicas são entidades dotadas de personalidade jurídica de Direito Privado; possuem patrimônio próprio, sendo este exclusivamente estatal (a análise de seu capital dirá se ele é unipessoal – pertencente a apenas um ente público, ou pluripessoal – pertencente a mais de um ente público). Sua criação é autorizada por lei e, apesar de possuírem personalidade jurídica de Direito Privado, possuem regime jurídico híbrido, por seguirem diversas normas de Direito Público. Suas causas judiciárias têm como foro a Justiça Federal.

As Sociedades de Economia Mista também são entidades dotadas de personalidade jurídica de Direito Privado, mas exploram a atividade econômica somente na forma de Sociedade Anônima. Desta forma, a elas é permitida constituírem-se também de capital privado, desde que a maioria das ações com direito a voto pertençam ao ente controlador. São autorizadas a funcionar mediante lei específica, e suas causas judiciárias tramitam regularmente na justiça estadual ou trabalhista.

Outra importante particularidade diz respeito à relação de dependência destas empresas estatais frente ao ente que as criou. Por este ângulo, a Lei Complementar n° 101/00, também denominada de Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), estabeleceu o conceito de Empresa Estatal Dependente (EED), que preceitua, em seu artigo 2°, inciso III, que empresa estatal dependente é a “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”.

2. Dívida Pública Brasileira e Financiamento dos Entes Estatais

O segundo capítulo tenciona expor sobre as formas de financiamento usualmente utilizadas pelo Estado para o custeio de suas atividades, sejam elas demandas sociais, burocráticas ou de investimentos em infraestrutura.

Ademais, reputa-se necessário discorrer sobre uma das principais práticas que levaram à crise fiscal do Estado brasileiro nos anos 80 e 90: o financiamento dos entes subnacionais estaduais junto a suas instituições financeiras subordinadas.

2.1 Breve relato sobre financiamento do Estado Brasileiro

A intervenção do Estado na economia tem adquirido proporções cada vez maiores desde a crise econômica de 1929, seja como regulador da atividade econômica ou mesmo como produtor direto de bens e serviços demandados por sua sociedade.

Entretanto, tornam-se presentes os impeditivos pertinentes à restrição orçamentária destes governos, forçando-os a praticar uma política fiscal mais austera ou buscar em diferentes fontes de financiamento os recursos necessários à execução dos consequentes déficits públicos.

Neste sentido, há quatro possibilidades de financiamento deste déficit governamental, cada qual com consequências sobre a economia real e monetária de uma determinada nação:

- i. Por meio do aumento de impostos;
- ii. Por meio do endividamento;
- iii. Por meio da venda de seus ativos;
- iv. Por meio de um aumento de emissão monetária.

O financiamento do déficit público via aumento da carga tributária traz consigo uma série de discussões sobre seu impacto sobre o setor produtivo e as famílias. Sob a perspectiva econômica, a qualidade de um imposto é medida por três fatores: i) a facilidade e o custo de sua

arrecadação; ii) o montante arrecadado; iii) o “peso morto” associado ao imposto. (SACHSIDA, 2011)

O “peso morto” refere-se à perda de eficiência associada a um imposto específico; em suma, ao majorar a alíquota de um imposto, há um decréscimo na quantidade de trocas econômicas realizadas pela sociedade. Quanto maior o “peso morto” de um imposto, menor será o número de trocas a serem realizadas na economia, reduzindo sua eficiência e produtividade e, portanto, afetando o crescimento econômico de longo prazo. (SACHSIDA, 2011)

A arrecadação de recursos por intermédio do endividamento estatal constitui-se em uma outra modalidade de custeio do déficit do Estado. Neste caso, o ente emite títulos para resgates futuros, em seu nome, para pessoas e empresas em troca da disponibilização imediata destes recursos. De acordo com Gobbato e Castilho (DAIN, 2001, *apud* GOBBATO e CASTILHO, 2006, p. 109),

nesta transação, ocorre um repasse monetário do público para o governo. Como o estoque de moeda não se altera, o resultado é uma expansão nas taxas de juros. Isso estimula os agentes econômicos a comprarem mais títulos do governo, direcionando, assim, parte da poupança privada para financiar o déficit governamental. Aquele aumento de juros provoca, implicitamente, um aumento dos juros da dívida, aumentando os gastos financeiros do governo.

Desta maneira, o financiamento do déficit público via venda de títulos acarreta um aumento da taxa de juros, assim como a diminuição dos investimentos privados. (GOBBATO e CASTILHO, 2006)

A venda de ativos como meio de combater os desequilíbrios fiscais constitui-se em outra forma de financiamento estatal, especialmente se as taxas de juros pagas na emissão de títulos públicos forem superiores ao retorno de seus investimentos estatais.

Segundo CARVALHO (2001, p. 12-13),

as receitas auferidas com a alienação de ativos estatais (...) podem financiar gastos de consumo do governo e investimentos; pagar juros relativos às dívidas interna ou externa, o que contribui para a redução da dívida pública; ou permitir um menor nível de tributação. Do ponto de vista do financiamento, receitas de privatização podem provocar efeitos positivos sobre as variações das dívidas interna e externa. Em relação à base monetária, os recursos da privatização podem auxiliar o Banco Central na condução da política monetária, possibilitando menores emissões de base.

No entanto, a privatização deve ser avaliada sob a ótica de seu impacto intertemporal, pois, tendo em vista a análise dos fluxos futuros de receita e despesa, pois os impactos fiscais positivos no presente podem acarretar um aperto na restrição orçamentária em anos subsequentes, enquanto potenciais impactos fiscais negativos podem provocar um efeito inverso”. (CARVALHO, 2001, p. 7)

Por fim, o aumento da emissão de moeda traz como consequência o aumento da Base Monetária, gerando um aumento sistêmico de preços e, por óbvio, um processo inflacionário crescente. Ademais, o aumento excessivo da emissão de moeda pode acarretar no aparecimento de duas figuras presentes na literatura econômica: a Senhoriagem e o Imposto Inflacionário.

Segundo JALORETTO (2005, p. 14), “a senhoriagem ora é definida como o lucro do governo derivado da emissão de moeda, ora como a receita do governo resultante do poder de monopólio de emissão de moeda.”

Já GERALDI (2010, p. 15) escreve que o Imposto Inflacionário, ou senhoriagem nominal, “refere-se às perdas sofridas pela detenção de moeda em consequência da inflação. Isto é:

- (i) É a perda do poder aquisitivo da moeda durante a inflação;
- (ii) É o juro real negativo pago pela base monetária;
- (iii) É uma transferência de renda da economia para o Banco Central;
- (iv) É dado pela incidência da taxa de inflação sobre os encaixes monetários reais.”

2.2 Aspectos gerais sobre Dívida do Setor Público no Brasil

Em termos gerais, dívida pública pode ser definida como aquela contraída pelo governo federal junto a agentes externos – representada pela sociedade, por entidades financeira ou mesmo por governos estrangeiros – para financiamento de seu déficit orçamentário, incluindo-se o refinanciamento de sua própria dívida, além de outras operações com finalidades específicas⁵.

Sua administração está a cargo da Secretaria do Tesouro Nacional – STN – e sua captação pode ocorrer de duas maneiras distintas: i) por meio da emissão de títulos públicos, classificando-

⁵ Fonte Tesouro Nacional: < <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq> >

se como dívida mobiliária; ii) por meio da assinatura de contratos, tornando-se, desta forma, uma dívida contratual.

Quanto a sua abrangência, o conceito de setor público abrange somente as instituições públicas não financeiras, assim como os fundos públicos que não possuem características de intermediários financeiros, além da empresa Itaipu Binacional. Ademais, a depender do enfoque, há diversas outras concepções a serem definidas, tais como as de governo central (composto pelo Tesouro Nacional, INSS e Banco Central), governo federal (relacionado apenas ao Tesouro Nacional e o INSS), governo geral (abrangendo os governos federal, estaduais e municipais) governos regionais (governos estaduais e municipais) e empresas estatais (empresas estatais federais, estaduais e municipais). (SILVA; MEDEIROS, 2009)

No que tange a sua análise, a dívida pública pode ser apresentada de modos variados, sendo os mais corriqueiros a que se refere à dívida bruta (considerando-se apenas os passivos do governo) e a dívida líquida (cujos ativos são descontados dos passivos).

A dívida bruta é a dívida do setor público não financeiro e do Banco Central com o sistema financeiro (público e privado), o setor privado não-financeiro e o resto do mundo.

Segundo Silva e Medeiros (2009, p. 102),

a Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) refere-se ao total das obrigações do setor público não financeiro, deduzido dos seus ativos financeiros junto aos agentes privados não financeiros e aos agentes financeiros, públicos e privados. No caso brasileiro, é importante mencionar que, diferentemente de outros países, o conceito de dívida líquida considera os ativos e os passivos financeiros do Banco Central, incluindo, dentre outros itens, as reservas internacionais (ativo) e a base monetária (passivo).

O conceito de dívida líquida é o que melhor ilustra o comprometimento quanto a sustentabilidade fiscal de um país. Ainda de acordo com Silva e Medeiros (2009), os regimes de apuração da Dívida Líquida do Setor Público são divulgados da seguinte maneira:

1. Pelo Banco Central;
 - i. Dívida Pública Mobiliária Federal: regime de competência, pois os juros são contabilizados *pro rata*, apropriando os valores devidos, independente da ocorrência de pagamentos no período;
 - ii. Dívida Externa: regime de caixa, contabilizando os juros apenas quando ocorrem os pagamentos.

2. Pela Secretaria do Tesouro Nacional;

- i. Tanto a dívida interna (DPMFi), quanto a externa (DPFe) são classificadas pelo critério de competência.

2.3 Financiamento dos estados por suas instituições financeiras: uma síntese da crise fiscal dos anos 80/90

Um dos aspectos mais importantes do endividamento público no Brasil diz respeito à relação outrora existente entre os bancos estaduais e seus entes controladores, que financiavam seus déficits fiscais por meio de suas instituições financeiras controladas.

Com a instituição do regime militar, houve intensa centralização do poder arrecadatório do Estado brasileiro, com a redução da autonomia fiscal dos estados, assim como uma maior dependência dos entes subnacionais das transferências oriundas da União⁶.

Neste sentido, os entes estaduais viram em seus agentes financeiros subordinados um caminho para a expansão de seus gastos públicos. Estes bancos, segundo Rigolon e Giambiagi (1999, p. 123)

financiavam em excesso os seus acionistas controladores ou emprestavam a terceiros obedecendo a critérios políticos e eram obrigados, em última instância, a recorrer a reservas bancárias negativas ou aos mecanismos de assistência de liquidez do Banco Central. Em outros episódios, como os estados e seus bancos não conseguiam financiar os respectivos títulos junto ao mercado financeiro, a autoridade monetária realizava operações de *troca* dos títulos estaduais por títulos federais, com um subsídio implícito.

Tal situação agravava-se, pois “os estados não encontravam incentivos para a busca de uma disciplina fiscal”, uma vez que esperavam “contar com o apoio e a assunção de suas dívidas com a União”, (PINTO; COSTA; WILBERT, 2015, p. 2) criando um problema de risco moral pelas sucessivas renegociações destas dívidas estaduais (RIGOLON; GIAMBIAGI, 2011).

Rigolon e Giambiagi (1999, p. 126) confirmam esta hipótese ao discorrer sobre o tema, afirmando que

⁶ Fonte: Xavier, Gabriela Costa; Xavier, Camila Costa. O Federalismo: conceito e características. Disponível em <http://www.ambitojuridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=15286> Acessado em 28 de agosto de 2017.

durante as décadas de 80 e 90, bancos estaduais ilíquidos recorreram sistematicamente a programas de recuperação do governo federal e aos empréstimos de liquidez do Banco Central. As sucessivas renegociações das dívidas estaduais criaram, por um lado, um problema de perigo moral, uma vez que incentivaram o endividamento excessivo dos estados no presente, apoiado na crença de socorro financeiro no futuro.

Entretanto, diversas normas foram instituídas com o intuito de disciplinar a relação entre os entes estaduais e seus bancos.

Por esta perspectiva, o governo federal promulgou, em 1993, a Lei 8.727, que refinanciava as dívidas dos estados com seus bancos e estabelecia a possibilidade de bloqueio das receitas tributárias próprias dos estados para o pagamento das prestações vindouras; editou a EC n° 3, proibindo a emissão de novas dívidas pelos estados até 1999; a edição da Medida Provisória n° 1560/96, que assegurou ao poder central amplos poderes para renegociar as dívidas mobiliárias e contratuais dos entes subnacionais estaduais.

Dentre as medidas saneadoras editadas pelo governo federal, destaca-se o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária – PROES, lançado por meio da Medida Provisória 1514/1996, e que instituiu as seguintes alternativas às instituições financeiras estaduais: i) extinção; ii) privatização; iii) transformação em instituição não financeira ou agência de fomento; iv) aquisição do controle pelo governo federal, para daí privatizar ou extinguir a instituição; v) saneamento. Como resultado desta ação, o PROES trouxe como consequência a privatização ou extinção de 41 das 64 instituições financeiras envolvidas.

Por fim, ressalta-se que a Lei de Responsabilidade Fiscal trouxe importante avanço no sentido de proibir a prática de financiamento dos entes federativos para com suas entidades financeiras controladas.

Em seu artigo 36, dentre as vedações relacionadas às operações de crédito, a LRF determina ser “proibida a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da Federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo”, excetuando-se, neste caso, a aquisição, em mercado de títulos públicos para atender a investimento de seus clientes, ou a compra de títulos de emissão da União para aplicação de recursos próprios.

Aqui, tornou-se latente a preocupação do legislador em solidificar, por meio de uma lei complementar voltada à responsabilidade fiscal, o entendimento de que a hígidez das contas públicas tem por pressuposto não apenas a eficiência e eficácia das despesas governamentais, mas também a limitação do poder de financiamento dos entes federativos.

3. DÍVIDA PÚBLICA MOBILIÁRIA FEDERAL

A presente seção procura apresentar os principais aspectos relacionados à dívida pública mobiliária brasileira: sua definição e aspectos gerais, incluindo neste cômputo suas particularidades legais; seus tipos, formas de emissão e seus impactos sobre a dívida pública nacional.

Ainda, procurar-se-á enfatizar a dívida pública mobiliária interna e suas características, em especial a derivada das emissões diretas de títulos públicos e os instrumentos que as representam.

3.1 Aspectos gerais

Como demonstrado anteriormente, o Estado possui relevante papel como agente econômico e indutor do desenvolvimento do setor produtivo de uma determinada sociedade, seja por meio de suas políticas macroeconômicas, ou mesmo por intermédio de uma política fiscal mais diretamente alocativa na iniciativa privada.

Neste sentido, os entes soberanos demandam recursos que extrapolam a capacidade da sociedade em disponibilizá-los à Administração que a representa. E esta diferença gerada pela necessidade de financiamento conduz este Estado deficitário a solicitar, junto a outros agentes econômicos, o montante adequado a suas expectativas. E aí nasce o endividamento público.

O endividamento do Estado constitui-se em importante instrumento de financiamento público na construção de ativos de elevado custo e longa duração, permitindo a distribuição equitativa, entre os contribuintes do presente e do futuro, do custeio e dos riscos da construção de ativos que vão gerar benefícios e rendimentos supostamente superiores ao seu custo por um longo período para várias gerações de contribuintes. (SILVA; CARVALHO; MEDEIROS, 2009)

Entretanto, os impactos decorrentes de um forte aumento da dívida pública devem ser analisados com cautela, principalmente levando-se em consideração os objetivos deste financiamento. Neste sentido, ressaltam-se os ditames propostos por David Ricardo na teoria da Equivalência Ricardiana. O economista sustenta que elevações no estoque da dívida pública não

produziriam efeitos reais na economia, pois o déficit seria compensado pela majoração futura nos impostos.

A Dívida Pública Federal refere-se a todas as dívidas contraídas pelo governo federal para o financiamento do seu déficit orçamentário, incluindo o refinanciamento da própria dívida, e para outras operações com finalidades específicas, definidas em lei, classificando-se de acordo com os instrumentos usados para a captação de recursos (natureza da dívida) e pela moeda na qual ocorre o pagamento de seus fluxos, dividindo-se em dois tipos: a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) e a Dívida Pública Federal Externa (DPFe).⁷

Quanto à sua natureza, a dívida pública pode ser classificada em contratual ou mobiliária.

A Dívida Mobiliária origina-se a partir da emissão de um título, que possui autonomia em relação ao fato que o originou (SILVA; MEDEIROS, 2009). Seus aspectos estão definidos em legislação específica, em especial a Lei n° 10.179/01 e o Decreto n° 3.859/01. Ressalta-se que a negociação destes passivos do governo é realizada unicamente em moeda nacional, e compõem, desta forma, a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna.

A dívida contratual origina-se a partir de um contrato que a define. Hodiernamente, a dívida contratual, de responsabilidade do Tesouro Nacional, refere-se exclusivamente à dívida externa (DPFe), tendo em vista o processo de securitização a que passou a dívida contratual interna ao longo dos anos, passando a fazer parte da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna (DPMFi) (SILVA; MEDEIROS, 2009).

A Dívida Pública Federal Externa também possui outra importante particularidade: enquanto a dívida mobiliária prescinde apenas de uma autorização geral para a emissão de títulos, há a necessidade de autorização para cada empréstimo externo a ser pactuado. As operações no mercado externo estão reguladas pela Resolução n° 20 do Senado Federal; todas as operações devem contar com o apoio da Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional (PGFN); e as operações no mercado global devem ser realizadas de acordo com as normas estipuladas pela *Securities and Exchange Commission (SEC)*, órgão regulador do mercado de ativos mobiliários nos Estados Unidos (SILVA; MEDEIROS, 2009).

⁷ Fonte: Tesouro Nacional <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq>>

A administração da dívida pública federal, seja ela interna ou externa, está sob a responsabilidade da Secretaria do Tesouro Nacional (STN); cabe à STN a emissão e o resgate dos títulos públicos para atender a política fiscal de acordo com o gerenciamento da dívida brasileira. Concerne ao Banco Central do Brasil (BCB), no papel de administrador do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), a operacionalização das ofertas públicas de compra e de venda de títulos da dívida mobiliária interna. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2016)

3.2 Dívida pública mobiliária federal interna e a operacionalização da emissão de títulos públicos

O conceito de título público está intimamente ligado ao do crédito, pois sua emissão normatiza uma relação entre dois agentes econômicos, onde um desempenhará o papel de credor, e o outro, de devedor.

O Governo Federal, como detentor da prerrogativa de emissão destes títulos, passa a contabilizar um **passivo** em seus registros, enquanto a sociedade civil encontra-se de posse de um ativo dentre seus bens. (grifo nosso)

Para o Banco Central (2016, p. 6), “títulos públicos federais são instrumentos financeiros de renda fixa (pré-fixados ou pós-fixados) emitidos pelo Governo Federal para obtenção de recursos da sociedade, com o objetivo primordial de financiar suas despesas”.

O funcionamento do mercado de títulos públicos brasileiro regula-se, grosso modo, em dois tipos de mercado: primário e o secundário⁸.

O mercado primário relaciona-se à compra de títulos diretamente do emissor. Neste caso, há dois ambientes destinados a esse tipo de negociação: i) os leilões competitivos, também chamados de ofertas públicas; ii) Tesouro Direto, programa de aquisição de títulos públicos por pessoas físicas.

Já o mercado secundário é aquele onde o investidor adquire o título de outro investidor. Aqui, os títulos públicos são comercializados com base em taxas (ao invés de preços) e são negociados em duas diferentes plataformas eletrônicas: o Sisbex (administrado pelo BCB), e o

⁸ Fonte: Tesouro Nacional < <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/conceitos-basicos-faq> >

CetipNet (gerida pela Cetip⁹). Todavia, boa parte da negociação de títulos públicos é realizada em mercado de balcão, via telefone.

No que se refere aos mecanismos de emissão de títulos no mercado doméstico, a Dívida Pública Mobiliária Federal Interna pode ser classificada quanto: i) à forma com que são emitidos; ii) à forma de negociação; iii) a seus detentores. (SILVA; MEDEIROS, 2009)

O Tesouro Nacional emite estes títulos de três diferentes maneiras: i) por meio de ofertas públicas competitivas com a participação direta de instituições financeiras, também denominadas de “ofertas públicas”; ii) via emissões diretas para finalidades específicas definidas em lei (emissões não competitivas); iii) vendendo diretamente a pessoas físicas (programa Tesouro Direto).

As ofertas públicas de títulos são disponibilizadas por meio de leilões competitivos para a venda ou compra destes títulos, cuja participação está restrita a agentes financeiros. Representam a principal forma de emissão no mercado doméstico, sua divulgação dá-se por intermédio de portaria da Secretaria do Tesouro Nacional e os leilões são realizados por meio de sistema eletrônico do Banco Central do Brasil (Sistema Oferta Pública – Ofpub).

As emissões diretas têm por escopo o atendimento a contratos específicos ou a determinação legal, podendo ter ou não contrapartida de recursos financeiros. Este tema será melhor desenvolvido em um capítulo à parte tendo em vista sua importância na tese levantada neste trabalho.

O Tesouro Direto constitui-se em um instrumento de venda direta de títulos públicos ao mercado por meio da internet. Este programa tem por objetivos a democratização do acesso à aplicação em títulos federais, a formação de uma poupança de longo prazo e o fornecimento de informações sobre a administração e a estrutura da dívida pública federal brasileira. Apesar de sua popularidade dentre as pessoas físicas, possui pouca representatividade no cômputo de total dos títulos negociados pelo Tesouro Nacional. (CARVALHO; MORAIS, 2009)

A emissão dos títulos públicos pode ter, de forma geral, dois tipos de possuidores: o Banco Central do Brasil (BCB) ou o público em geral. Interessante observar que sua

⁹ Cetip (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos) é uma companhia de capital aberto que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos. Fonte: <<https://www.cetip.com.br/institucional/seguran%C3%A7a-que-move-o-mercado>>

contabilização para efeitos de dívida líquida varia a depender de sua posse. No caso do Banco Central, ela será nula, pois a dívida estaria registrada como um ativo do BCB e um passivo do Tesouro Nacional. Por isso, “o estoque em mercado é a estatística relevante para acompanhamento dos riscos e dos custos da gestão da Dívida Pública Federal, da sustentabilidade fiscal e da liquidez monetária”. (SILVA; MEDEIROS, 2009, p. 106)

O Decreto 3.859/01 normatiza e detalha as diversas características dos títulos públicos constantes da DPMFi. A seguir, serão apresentados os mais representativos, emitidos por meio de oferta pública¹⁰.

Letras do Tesouro Nacional (LTN)

As LTNs são títulos que possuem um fluxo único de principal na data de vencimento do título; portanto, não pagam cupom de juros. Seu valor unitário de principal a ser pago será sempre de R\$ 1.000,00, independente da data de emissão ou de resgate do título.

Letras Financeiras do Tesouro (LFT)

Assim como as LTNs, as LFTs também não pagam cupom de juros, assim como apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento do título. Todavia, o valor do principal é atualizado pela taxa SELIC acumulada no período, quando os R\$ 1.000,00 pagos no vencimento são corrigidos desde a data-base até a data de resgate.

Notas do Tesouro Nacional, séries B e C (NTN-B e NTN-C)

As NTN-Bs e NTN-Cs são títulos pós-fixados que pagam cupons de juros semestrais e apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento. Estes títulos pagam R\$ 1.000,00 no vencimento, corrigidos, respectivamente, pelos seus indexadores (IPCA para as NTN-Bs e IGPM para as NTN-Cs).

Notas Do Tesouro Nacional, série F (NTN-F)

As NTN-Fs são títulos pré-fixados que pagam cupons de juros semestrais, compostos, definidos pelo Ministro da Fazenda quando da sua emissão. Também apresentam um único fluxo de principal na data de vencimento, cujo principal pago será sempre de R\$ 1.000,00.

¹⁰ Fonte: TAVARES; TAVARES, 2009

4 EMISSÃO DIRETA DE TÍTULOS PÚBLICOS

Como dito anteriormente, as emissões diretas de títulos públicos correspondem às emissões de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna sem a realização de leilões e para o atendimento de finalidades específicas definidas em lei. Portanto, reforça-se o entendimento de que tais títulos representam um passivo do Governo Federal para com os credores específicos destinatários de tais emissões e, por óbvio, um ativo a ser contabilizado na carteira das instituições credoras.

Atualmente, o Tesouro Nacional age como emissor direto de títulos com finalidades diversas, desde o financiamento de políticas públicas, programas de securitização de dívidas dos demais entes federativos e programas de reforma agrária, até programas de desestatização e demais operações de crédito. Segue abaixo a descrição das emissões diretas emanadas pelo Tesouro Nacional¹¹:

- **PROEX – Programa de Financiamento às Exportações – NTN-I – Notas do Tesouro Nacional – Série I:** emitidas para serem utilizadas exclusivamente na captação de recursos para o pagamento de equalização das taxas de juros dos financiamentos à exportação de bens e serviços nacionais amparados pelo referido Programa (Lei nº 10.184/01);
- **Fies – Fundo de Financiamento Estudantil – CFT-E - Certificado Financeiro do Tesouro – Série E:** emitidos em favor do FNDE, exclusivamente para o pagamento às mantenedoras de instituições de ensino em contrapartida à concessão de financiamento a estudantes matriculados em cursos superiores não gratuitos, cursos da educação profissional e tecnológica, e programas de mestrado e doutorado. Estes títulos só poderão ser utilizados para o pagamento de dívidas previdenciárias e tributárias das referidas instituições (Lei nº 10.260/01);
- **PESA – Programa Especial de Saneamento de Ativos - CTN – Certificados do Tesouro Nacional:** emitidos para o produtor agrícola, destinados a prover recursos necessários à cobertura de déficits orçamentários, observados os limites fixados pelo Poder Legislativo, o qual deverá utilizá-lo para fins de garantia em operações de

¹¹ Fonte: < <http://www.stn.fazenda.gov.br/web/stn/emissoes-diretas>>. Acessado em 04/06/2017

crédito de que trata a Lei nº 9.138, de 29.11.1995 e a Resolução nº 2.471, de 26 de fevereiro de 1998. Ressalta-se que os CTNs foram emitidos até agosto de 2004 e atualmente são apenas resgatados pelo Tesouro.

- **FCVS - Fundo de Compensação de Variações Salariais – Título CVS:** emitidos para novação de dívidas, junto às instituições financiadoras, relativas a saldos devedores remanescentes da liquidação de contratos de financiamento habitacional, firmados com mutuários finais do Sistema Financeiro da Habitação - SFH, a ser celebrada entre cada credor e a União, nos termos da Lei nº 10.150, de 21/12/2000;
- **PND - Programa Nacional de Desestatização – NTN – P – Notas do Tesouro Nacional, Série P:** emitidas no âmbito do Programa Nacional de Desestatização - PND, de que trata a Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997, na aquisição pelo alienante de bens e direitos, com os recursos recebidos em moeda corrente ou permuta pelos títulos e créditos recebidos por alienantes.
- **Reforma Agrária - TDA – Títulos da Dívida Agrária:** emitidos para execução do programa de reforma agrária, mediante solicitação expressa do Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária – INCRA emitidos em favor de proprietários de terras improdutivas desapropriadas pela União ou para aquisição por compra e venda de imóveis rurais destinados à implantação do referido programa (Decreto nº 578/92);
- **Proies - Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento das Instituições de Ensino Superior – CFT-B - Certificado Financeiro do Tesouro – Série B:** emitidos em favor do FNDE em contrapartida às bolsas Proies concedidas pelas mantenedoras das Instituições de Ensino Superior – IES. Os referidos certificados só podem ser utilizados para pagamento de até 90% das prestações do parcelamento no âmbito do Programa (Lei nº 12.688/12).
- **Outras operações - LFT – Letras Financeiras do Tesouro, LTN – Letras do Tesouro Nacional, NTN-F – Notas do Tesouro Nacional, série F e NTN-B – Notas do Tesouro Nacional, série B:** emitidas para operações de crédito, aportes, resultado negativo do Banco Central do Brasil, previstas em legislação específica, e demais operações autorizadas pela Lei nº 10.179/01.

4.1 Operacionalização das emissões diretas de títulos públicos

A intenção do Estado brasileiro em financiar-se por meio da emissão direta de títulos públicos decorre, via de regra, da necessidade de expansão de suas políticas públicas e, principalmente, de seu interesse em desenvolver a atividade econômica nacional por intermédio do financiamento do setor privado mediante empréstimos efetuados por bancos estatais.

Neste sentido, a análise das emissões diretas de títulos públicos aqui efetuadas restringir-se-á às seguintes hipóteses:

1. Para a cobertura de empréstimos concedidos a instituições financeiras participantes da Administração Indireta;
2. Para a cobertura de empréstimos enquadrados posteriormente como Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida;

Para tanto, representar-se-á os movimentos contábeis oriundos da operação de concessão de crédito por intermédio da representação gráfica de razãoetes em T como uma simplificação das contas ativa e passiva do Tesouro Nacional e, do outro lado, das mesmas contas em uma instituição financeira estatal do Executivo Federal.

A seguir, discorreremos sobre as particularidades que envolvem as operações de crédito tradicionais entre a União e seus entes financeiros subordinados e, em seguida, faremos a mesma análise com a adição das emissões diretas efetuadas pela União.

4.1.1 Emissão direta de títulos públicos para a cobertura de empréstimos concedidos às instituições financeiras

Em 4 de janeiro de 2008, o Governo Federal, por meio do Tesouro Nacional, desencadeou um processo de aumento da concessão de crédito a seus bancos federais, com o objetivo de aumentar a capacidade de expansão do volume de empréstimos nestas entidades.

As primeiras operações realizadas com este intuito contaram com a transferência efetiva de recursos financeiros da União a suas instituições financeiras. É o caso, por exemplo, de uma

concessão de crédito no valor de R\$ 12.500.000.000,00 (doze bilhões e quinhentos milhões de reais) para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, inserida na Lei Orçamentária Anual de 2008 por intermédio de um crédito extraordinário de fevereiro de 2008 (Lei nº 11.688/2008) e lastreado em superávit financeiro de exercícios anteriores.

Entretanto, a partir do mesmo ano, o desejo de aumento da capacidade de concessão de crédito por parte das instituições financeiras federais tornou-se muito grande. A título exemplificativo, a exposição de motivos da MPV nº 439, de 29 de agosto de 2008¹², previa que a demanda por recursos do BNDES seria de R\$ 200.000.000.000,00 (duzentos bilhões de reais) para o biênio 2009-2010.

Ocorre que o mesmo documento reconheceu que,

tendo em vista a indisponibilidade de recursos ordinários do Tesouro Nacional para a finalidade sem comprometer fontes orçamentárias para outras despesas de caráter obrigatório, que não contam com receitas vinculadas, **a concessão de crédito ao BNDES será realizada mediante a emissão pela União, sob a forma de colocação direta em favor do BNDES, de títulos da Dívida Pública Mobiliária Federal**, cujas características serão definidas pelo Ministro de Estado da Fazenda”. (grifo nosso)

Assim, as concessões de crédito realizadas a partir da Medida Provisória nº 439/2008 passaram a apresentar um fluxo inusual: ao invés de entregar recursos financeiros a suas instituições financeiras, em especial o BNDES, o Tesouro Nacional passaria a emitir títulos públicos diretamente à carteira da respectiva instituição, recebendo, em troca, o contrato de mútuo como ativo.

Portanto, a União procurou solucionar a ausência de caixa para seus investimentos não por meio da cessão de seus ativos, mas pelo aumento do volume de seu passivo, via emissão direta de títulos públicos às instituições financeiras beneficiárias dos respectivos empréstimos.

É neste panorama que se afigura um dos usos da emissão direta de títulos públicos que desejamos enfocar neste trabalho, cujo enquadramentos legais e contábeis serão analisados em momento oportuno.

4.1.1.1 Particularidades contábeis nas concessões de crédito tradicionais entre União e Instituições Financeiras subordinadas

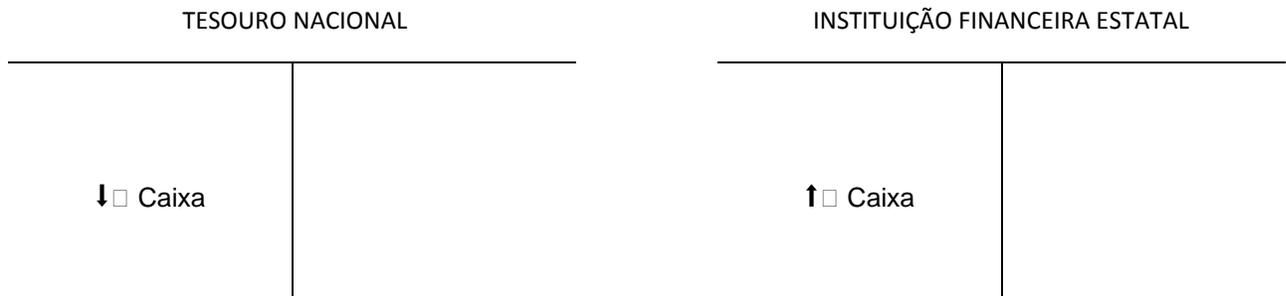
¹² Exposição de Motivos da MPV nº 439/2008. <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007-2010/2008/Exm/EMI-135-MF-MDIC-MPV439.htm> . Acessado em 02 de agosto de 2017.

Nestas circunstâncias, a União empresta recursos financeiros próprios para a instituição financeira e, em contrapartida, assina-se um contrato de mútuo estabelecendo as obrigações decorrentes entre as partes; orçamentariamente, esta operação é classificada como uma Despesa de Capital, identificada como uma Inversão Financeira.

Aqui, veríamos dois movimentos simultâneos, mas que, por questões didáticas, serão apresentados sequencialmente:

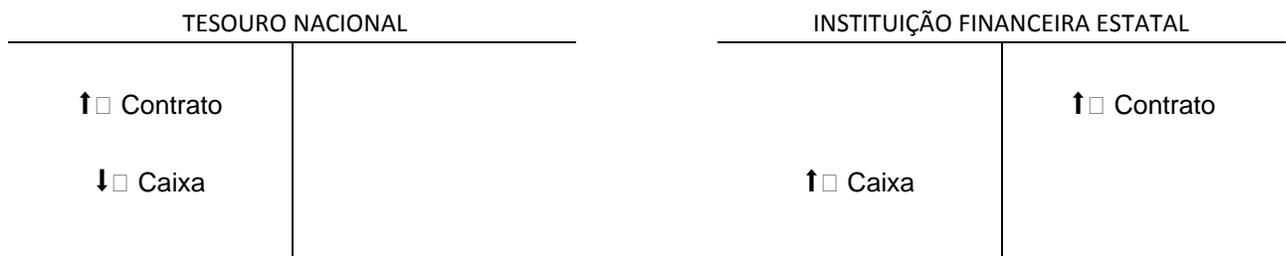
- i) entrega de recursos do Tesouro para o banco estatal, com a consequente diminuição do ativo do primeiro e um aumento do ativo do segundo.

Figura 1



- ii) contabilização do contrato no ativo do Tesouro Nacional (TN), assim como sua contrapartida no passivo do beneficiário do empréstimo;

Figura 2



Esta operação representa, para a União, a perda de um ativo (disponibilidade financeira) e o aumento, em igual proporção, de outro ativo, qual seja, o contrato de mútuo assinado junto à instituição financeira estatal.

Já para a instituição financeira há a obtenção de um ativo, representado pelos recursos financeiros, e a contabilização de um passivo (contrato de mútuo).

4.1.1.2 Particularidades contábeis na concessão de crédito via emissão direta de títulos públicos entre União e instituições financeira subordinadas

Neste caso, a contabilização de uma operação de crédito envolvendo a emissão direta de títulos públicos em lugar de recursos financeiros de posse da União configura-se em uma operação muito mais complexa e de resultados heterodoxos, pois, ao afirmar estar desprovido dos recursos necessários ao financiamento das empresas estatais, o Executivo federal acaba por dar origem a uma operação em paralelo.

Tal “paralelismo” encontra-se exemplificado no texto de diversas Medidas Provisórias que regulam estas operações, assim como em suas Exposições de Motivos, e apresentam dois tipos de movimentos contábeis: inicialmente, o Tesouro Nacional compromete-se em conceder crédito via transferência de recursos financeiros ao mutuário; ato contínuo, declara-se desprovido de tais recursos e permite-se cobrir tal operação de crédito por intermédio da emissão direta de títulos públicos¹³.

Dito isso, os movimentos contábeis iniciar-se-iam pela entrega dos recursos financeiros acordados, gerando um aumento do ativo da instituição financeira (conta Caixa) e, em contrapartida a contabilização do contrato no ativo do Tesouro Nacional e no passivo do mutuário.

¹³ São exemplos deste tipo de prática as MPVs 439/2008, 453/2009, 505/2010 e 526/2011.

Figura 3

TESOURO NACIONAL		INSTITUIÇÃO FINANCEIRA ESTATAL	
↑ □ Contrato			↑ □ Contrato
↓ □ Caixa		↑ □ Caixa	

Em paralelo, ao declarar-se desprovido dos recursos necessários à consecução da proposta inicial de operação de crédito, o Tesouro, concomitantemente, recebe de volta a transferência em moeda corrente inicialmente acordada e a substitui pela emissão de títulos públicos, anulando parte da movimentação anteriormente executada, assim como provocando o aumento de seu passivo.

Figura 4

TESOURO NACIONAL		INSTITUIÇÃO FINANCEIRA ESTATAL	
↑ □ Contrato	↑ □ □ Título Emitido	↑ □ Título Emitido	↑ □ Contrato
↓ □ Caixa		↑ □ Caixa	

Para que possamos visualizar o real alcance destas operações, necessita-se analisá-las em conjunto, mesmo porque elas ocorrem em paralelo. A seguir, demonstrar-se-á uma simplificação das operações anteriormente discorridas¹⁴:

- Contrato
- 1) Tesouro Nacional (D) <----- (C) Instituição Financeira
- Disponibilidades
- 2) Tesouro Nacional (C) ----- > (D) Instituição Financeira
- Disponibilidades
- 3) Tesouro Nacional (D) <----- (C) Instituição Financeira
- Título
- 4) Tesouro Nacional (C) ----- > (D) Instituição Financeira

¹⁴ Nesta representação, os lançamentos a débito serão representados pela letra (D), enquanto os lançamentos a crédito serão retratados pela letra (C).

Neste caso, ao utilizarmos de mera simplificação aritmética, observar-se-á que as operações 2) e 3) se anulam, restando, ao final, as operações 1) e 4), qual seja: uma operação de crédito em que o Tesouro Nacional emite diretamente títulos públicos para cobrir sua parte neste contrato de mútuo.

- Contrato
- 1) Tesouro Nacional (D) <----- (C) Instituição Financeira
- Título
- 2) Tesouro Nacional (C) ----- > (D) Instituição Financeira

Desta maneira, pode-se inferir que, nesta operação, houve uma alteração da relação inicialmente acordada, pois, ao invés de operacionalizar o crédito por intermédio de recursos próprios, o Tesouro Nacional contabilizou um aumento de seu passivo, ao passo que, ao reconhecer sua dívida, este mesmo banco similarmente obteve um aumento em seu passivo.

Conclui-se, ainda, pela existência da assunção de **passivos mútuos** na negociação intrapartes. Neste particular, tanto a União quanto a instituição financeira obtiveram ativos mediante a emissão de passivos, ou seja, houve um financiamento recíproco entre as partes envolvidas, com a União obtendo um contrato em troca de um título público (passivo do Tesouro Nacional) e a Instituição Financeira logrando um título público em troca da assinatura do contrato de mútuo. (grifo nosso)

Por evidente, os títulos e contratos envolvidos na operação acarretarão a cobrança de juros, apropriados de acordo com o regime de competência aos respectivos saldos de passivos e ativos das partes comprometidas na celebração do contrato de mútuo.

4.1.2 Emissão direta de títulos públicos para a cobertura de empréstimos posteriormente reconhecidos como Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida

Os Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD) são instrumentos financeiros que possuem, ao mesmo tempo, aspectos de dívida e de capital próprio. São representados por diversos tipos de títulos ou contratos emitidos para captação de recursos financeiros destinados a

reforçar as disponibilidades financeiras e a capacidade de crédito das instituições financeiras oficiais.

A capacidade de crédito retro citada concerne ao volume de recursos disponíveis para empréstimos ao mercado como um todo, e o parâmetro para estas operações refere-se ao chamado Patrimônio de Referência.

Segundo Stuber e Stuber¹⁵, “o Patrimônio de Referência (PR) é o parâmetro utilizado pelo Banco Central do Brasil (Bacen) para verificação do cumprimento dos limites operacionais das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Bacen (exceto as sociedades de crédito ao microempreendedor) e consiste no somatório do Nível I e do Nível II.”

Desta forma, os IHCDs são instrumentos financeiros que podem ser utilizados para compor o Patrimônio de Referência, e representam uma forma de captação de recursos por parte das instituições financeiras. Ao aumentar o PR, majora-se também a capacidade de concessão de crédito destes bancos, sendo este o objetivo primário do governo ao lançar mão das operações diretas com títulos da dívida mobiliária federal junto a seus agentes financeiros estatais.

Quando União e Instituição Financeira assinam um contrato de mútuo com o intuito de aumentar o Patrimônio de Referência desta organização, estabelecem-se cláusulas que disponibilizam parte dos recursos com características especiais sob a forma destes Instrumentos Híbridos.

Os IHCDs trazem consigo diversos benefícios na visão do Governo Federal. Nos casos em análise, tais passivos, emitidos pelas instituições financeiras federais e posteriormente adquiridos pela União sob a forma destes Instrumentos Híbridos, não possuem prazo definido de vencimento, não diluem o capital dos acionistas e, por fim, não têm impacto direto no resultado primário nem na Dívida Líquida do Setor Público (DLSP), pois os bancos oficiais não fazem parte do setor público para efeitos deste indicador fiscal.

Entretanto, há diversas exigências a serem cumpridas para o reconhecimento destes passivos como Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida. Neste caso, sua elegibilidade está

¹⁵ Fonte: STUBER; STUBER. s.d. Disponível em <http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=4485&revista_caderno=4> Acessado em 07/07/2017

condicionada à análise e posterior aprovação junto ao Banco Central do Brasil, que tem na Resolução CMN n° 4192/2013 uma de suas principais referências normativas.

Esta Resolução, que “dispõe sobre a metodologia para apuração do Patrimônio de Referência (PR)”, estabelece, em seu artigo 16, parágrafo 1°, o seguinte:

Art. 16. As instituições financeiras não sujeitas aos procedimentos estabelecidos na Lei no 6.024, de 13 de março de 1974, podem compor seu Capital Principal com outros elementos patrimoniais que atendam aos seguintes requisitos: (...)

§ 1° Além dos requisitos citados, os elementos mencionados no caput também devem:

I - **ser integralizados em espécie;**

II - prever o resgate ou recompra apenas pelo emissor, condicionado à autorização do Banco Central do Brasil; e

III - **ser adquiridos pela União.** (grifo nosso)

Portanto, a norma em comento estabelece que a composição dos elementos patrimoniais constantes no Patrimônio de Referência, no que tange aos bancos públicos federais¹⁶, devem, obrigatoriamente, ser integralizados em espécie, assim como serem adquiridos pela União.

Entretanto, nos casos aqui analisados, as aquisições dos Instrumentos Híbridos pela União foram efetuadas não em espécie, mas por intermédio de emissão direta de títulos públicos, afrontando-se o que determina a Resolução CMN 4.192/2013.

Neste sentido, exemplifica-se esta situação por meio de uma operação de crédito entre União e Banco do Brasil no valor de R\$ 8.100.000.000,00 (oito bilhões e cem milhões de reais), mediante emissão direta de títulos da dívida pública federal, com base na Medida Provisória n° 581/2012, convertida na Lei n° 12.793/2013, e que gerou o Contrato de Mútuo n° 753/PGFN/CAF, de 26/09/2012¹⁷.

Em setembro de 2014, em comunicado oficial a seus investidores¹⁸, o Banco do Brasil recebeu aval do Banco Central do Brasil para considerar todo este montante disposto como elegível ao Nível I do Patrimônio de Referência por meio do Ofício 15006/2014-BCB/DEORF/DIFIN, na qualidade de Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida.

¹⁶ A Lei n° 6024/1974, que “dispõe sobre a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras”, excluiu as instituições financeiras públicas federais de sua abrangência.

¹⁷ Fonte: VESCOVI, Ana Paula Vitali Janes. Ofício n° 88/2016/ASSCI/GABIN/STN/MF-DF. <<file:///Users/andreirp/Downloads/DocumentoRecebido-CEI2016-49-Oficio-13062016174725838-RECIBO-COD-1935.pdf>> Acessado em 07/07/2017.

¹⁸Fonte:<<http://www.bb.com.br/portalbb/page251,136,3478,0,0,1,8.bb?codigoMenu=201&codigoNoticia=42184&localizacaoDet=1>> Acessado em 07/07/2017

Este caso torna-se emblemático por demonstrar a ilegalidade presente neste tipo de operação, pois a Resolução CMN 4.192/2013, alterada pela Resolução CMN 4.278/2013, proíbe a elegibilidade de recursos que não sejam integralizados em espécie para compor o Capital Principal do Patrimônio de Referência. Aqui, ressalta-se que os recursos destinados a esta operação de crédito foram originados da emissão direta de títulos públicos, e não por meio da disponibilização de recursos financeiros.

5 OPERAÇÕES DE CRÉDITO – DEFINIÇÃO E VEDAÇÕES

O capítulo em comento procura evidenciar a definição de operação de crédito de que trata o art. 29, III, da LRF, bem como apresentar as principais vedações relacionadas às operações que envolvem instituições financeiras federais e o seu ente controlador: a União.

Para tal, tendo em vista os objetivos anteriormente citados, dar-se-á ênfase aos ditames do artigo 36 da LRF e aos aspectos apresentados pelo Conselho Monetário Nacional por meio da Resolução CMN n° 4192/2013, alterada pela Resolução CMN n° 4278, também de 2013.

5.1 Definições e aspectos formais

A Lei de Responsabilidade Fiscal (Lei Complementar n° 101/2000) é a norma legal de Finanças Públicas referência no que tange à responsabilidade na gestão fiscal. Para isso, propõe diversos axiomas a serem observados:

- i. Ação planejada e transparente;
- ii. Prevenção de riscos e correção de desvios que afetem o equilíbrio das contas públicas;
- iii. Garantia de equilíbrio nas contas, via cumprimento de metas de resultados entre receitas e despesas, com limites e condições para a renúncia de receita e a geração de despesas com pessoal, seguridade, dívida, operações de crédito, concessão de garantia e inscrição em restos a pagar. (NASCIMENTO; DEBUS, 2017, p.10)

As operações de crédito representam o principal mecanismo utilizado pelo Estado para o custeio de suas atividades e projetos, quando o setor público encontra-se em déficit. Possuem conceito amplo, decomposto em diversas normas legais.

Para a sua consecução, a Lei de responsabilidade Fiscal, por intermédio de seu Capítulo VII – Da Dívida e do Endividamento, deu especial ênfase ao controle da dívida pública ao regulamentar as chamadas Operações de Crédito sob duas diferentes óticas:

- i. A das operações clássicas e atípicas por equiparação, referidas no artigo 29, inciso III da LRF. Neste caso, a contratação da operação é permitida sem restrições outras que não sejam o cumprimento de condições previstas em legislação;
- ii. As operações clássicas e atípicas por equiparação, vedadas ao longo de todo o mandato eletivo ou em parte dele. Aqui estão inseridas as operações vedadas em algum período do mandato do chefe do Poder Executivo, com o intuito de se evitar “políticas imediatistas de expansão administrativa à base de endividamento público por vias não convencionais”. (BRASIL, 2015b, p. 621)

Segundo a Lei de Responsabilidade Fiscal, LRF, denomina-se Operação de Crédito o compromisso assumido com credores situados no Brasil e no Exterior devido a (art. 29, inc. III):

- i. o compromisso financeiro assumido em razão de mútuo;
- ii. a abertura de crédito;
- iii. a emissão e o aceite de título;
- iv. a aquisição financiada de bens;
- v. o recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços;
- vi. o arrendamento mercantil;
- vii. outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros.

Por esta perspectiva, distinguem-se dois tipos de operações de crédito subentendidos no texto da LRF: as de natureza orçamentária e aquelas de natureza extra-orçamentária.

As operações de crédito de natureza orçamentária são aquelas que objetivam gerar fonte de recursos para a realização de despesas orçamentárias; por outro lado, as operações de natureza extra-orçamentária, também conhecidas como Antecipações de Receitas Orçamentárias (AROs), possuem como escopo a cobertura de eventual insuficiência de caixa (BRASIL, 2015a), e são descritas pelo art. 38 da Lei de Responsabilidade Fiscal, como se segue:

Art. 38. A operação de crédito por antecipação de receita destina-se a atender insuficiência de caixa durante o exercício financeiro e cumprirá as exigências mencionadas no art. 32 e mais as seguintes: (...)

5.2 Equiparações e vedações

De acordo com o parágrafo primeiro do art. 29 da LRF, a assunção, o reconhecimento e a confissão de dívidas pelo ente público são equiparadas às Operações de Crédito. Portanto, torna-se obrigatório o atendimento aos artigos 15 e 16 da mesma lei, que condicionam os aumentos de despesa: i) à estimativa do impacto orçamentário-financeiro nos três primeiros exercícios de sua vigência; ii) à adequação orçamentária e financeira com o PPA, a LDO e a LOA.

Ainda são equiparados às Operações de Crédito e estão vedados (art. 37):

- i) a captação de recursos a título de antecipação de receita de tributo ou contribuição cujo fato gerador ainda não tenha ocorrido, sem prejuízo do disposto no § 7 do art. 150 da Constituição Federal¹⁹;
- ii) o recebimento antecipado de valores de empresa em que o Poder Público detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto, salvo lucros e dividendos, na forma da legislação;
- iii) assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, mediante emissão, aceite ou aval de título de crédito, não se aplicando esta vedação a empresas estatais dependentes;
- iv) a assunção de obrigação, sem autorização orçamentária, com fornecedores para pagamento *a posteriori* de bens e serviços.

A Lei de Responsabilidade Fiscal ainda traz em seu bojo diversas outras vedações, incluindo-se neste íterim aquelas que procuram impedir a utilização de bancos públicos como patrocinadores de uma expansão fiscal irresponsável por parte dos seus entes controladores. Assim preceitua o artigo 36:

Art. 36. É proibida a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo.

¹⁹ Art. 150, § 7: A lei poderá atribuir a sujeito passivo de obrigação tributária a condição de responsável pelo pagamento de imposto ou contribuição, cujo fato gerador deva ocorrer posteriormente, assegurada a imediata e preferencial restituição da quantia paga, caso não se realize o fato gerador presumido.

O intuito da norma é o de se evitar uma repetição do ambiente reinante nos anos 80 e 90, quando bancos públicos financiavam seus entes controladores sem qualquer critério e a fundo perdido, causando grave desequilíbrio fiscal nos estados. Por isso, a União instituiu o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária – PROES, que trouxe como consequência a privatização ou extinção de 41 das 64 instituições envolvidas, impedindo que o ente federado utilize seu poder de controlador para, ao arrepio da vontade da instituição financeira controlada, obter fontes de recursos para o financiamento de suas políticas públicas.

Referida vedação, no entanto, não é absoluta. Se assim fosse, haveria, com certeza, aumento no custo das operações junto ao setor financeiro privado, em face da impossibilidade de o ente federado se financiar junto a suas instituições financeiras.

Para tanto, a condição para que tal financiamento ocorra está positivada pelo parágrafo único do próprio art. 36, *caput*, que incluiu duas exceções à regra anteriormente exposta: a de que a instituição financeira possa adquirir, em mercado, títulos públicos emitidos pelo ente federado controlador, ou mesmo adquiri-los para aplicação de recursos próprios, conforme descrito abaixo:

Parágrafo único. O disposto no *caput* não proíbe instituição financeira controlada de adquirir, no mercado, títulos da dívida pública para atender investimento de seus clientes, ou títulos da dívida de emissão da União para aplicação de recursos próprios.

Como visto, a permissão é para que as instituições financeiras controladas (no caso, pela União) adquiram, em mercado, e não de forma direta, títulos emitidos pelo seu ente controlador. Resta demonstrado, portanto, a preocupação da LRF de que a concessão de crédito por parte das instituições financeiras públicas a seu ente controlador se dê apenas por intermédio da realização de leilões.

Ademais, a exceção está diretamente relacionada ao tema objeto do presente estudo, pois confirma, de um lado, o entendimento de que a emissão de títulos públicos se enquadra na definição de operação de crédito a que se refere o art. 29, III, da LRF, e, de outro lado, deixa positivado que a emissão a que se refere deve ser efetuada em mercado, e não por vias diretas.

A realização de operações de crédito entre a União, na qualidade de beneficiária, e as instituições financeiras federais que controla também encontra vedação no corpo da Resolução CMN nº 4.192/2013, por intermédio do artigo 16, inciso XI, que institui o seguinte:

Art. 16. As instituições financeiras não sujeitas aos procedimentos estabelecidos na Lei no 6.024, de 13 de março de 1974, podem compor seu Capital Principal com outros elementos patrimoniais que atendam aos seguintes requisitos: (...)

XI - não ter sua compra financiada, direta ou indiretamente, pela instituição emissora; (grifo nosso)

A transcrita vedação aplica-se às operações em que uma instituição financeira federal emite passivo – a ser posteriormente enquadrado como Instrumento Híbrido de Capital e Dívida (IHCD) – e tal passivo é adquirido pela União. No caso, como já assinalado anteriormente neste texto, o § 1º do artigo 16 da Resolução CMN nº 4.192/2013 determina que tal aquisição/compra seja efetuada ou integralizada “em espécie”, ou seja, por intermédio da transferência, por parte da União à instituição financeira federal, de tal tipo específico de ativo.

Compatível com tal determinação, o inciso XI do *caput* do artigo 16 da Resolução CMN nº 4.192/2013 tem por objetivo proibir a compra do instrumento pela União com a utilização da emissão de passivos, especificamente, no caso, mediante a emissão direta de títulos públicos à carteira da instituição financeira federal por ela controlada, uma vez que tal procedimento representaria a concessão de um financiamento ao ente federado.

6. EMISSÕES DIRETAS DE TÍTULOS PÚBLICOS: APRECIÇÃO CONCEITUAL, CONTÁBIL E LEGAL

Tendo como base o que foi exposto até o presente momento, o presente capítulo pretende expor o enquadramento conceitual de operações de crédito sob a perspectiva da LRF.

Outrossim, também procura explorar as questões legais que envolvem a cobertura de empréstimos das instituições financeiras públicas federais por meio da emissão direta de títulos mobiliários.

Por fim, dissertar-se-á sobre as exigências constantes na Resolução nº 4192/2013 no tocante à utilização da emissão direta de títulos para a composição dos elementos patrimoniais constitutivos do Patrimônio de Referência, assim como as considerações do Comitê de Basileia sobre o tema.

6.1 Emissão Direta de Títulos Públicos e o Conceito de Operação de Crédito

A compreensão conceitual dos aspectos inerentes às emissões diretas para o financiamento de empresas financeiras do setor público passa pelo seu entendimento como operações de crédito acordadas entre as partes.

Neste sentido, repisa-se aqui sua definição dada pela LRF, em seu art. 29, inciso III, que diz que operação de crédito é o

compromisso financeiro **assumido em razão de mútuo**, abertura de crédito, **emissão e aceite de título**, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros. (grifo nosso)

Ainda de acordo com a Lei Complementar nº 101/00, em seu art. 37, *caput*, e inciso II, “equiparam-se a operações de crédito e estão vedados: (...) assunção direta de compromisso, confissão de dívida ou operação assemelhada, com fornecedor de bens, mercadorias ou serviços, **mediante emissão, aceite ou aval de título de crédito** (...)”. (grifo nosso)

Reitera-se ainda o fato de estas operações de crédito surgirem sob a forma de um contrato de mútuo, figura jurídica que disciplina o **empréstimo** de coisas fungíveis, havendo, inclusive, a presunção de juros quando for destinado a fins econômicos. (grifo nosso)

Desta maneira, resta inequívoca a crença de que tais emissões diretas correspondem a uma modalidade de operação de crédito, seja por ser seu nascedouro derivado de títulos emitidos pelo Tesouro Nacional, seja pela utilização de um instrumento jurídico destinado a intermediar uma relação de empréstimo intra-partes.

Ademais, o próprio Tesouro Nacional contabiliza este tipo de operação como um crédito às instituições, fato este corroborado pela publicação da Portaria STN n° 591, de 26/09/2012, dentre aquelas relacionadas à categoria “concessão de crédito” no sítio do Tesouro Nacional²⁰.

Ressalto que a Portaria retro citada refere-se à operacionalização, por parte do Tesouro Nacional, do Contrato de Mútuo celebrado entre a União e o Banco do Brasil no valor de R\$ 8.100.000.000,00 (oito bilhões e cem milhões de reais), com base na Medida Provisória n° 581/2012, cuja conversão originou a Lei n° 12.793/2013.

Ademais, a título exemplificativo, o Tesouro Nacional também contabilizou, como “concessões de crédito”, a emissão direta de títulos públicos em favor do BNDES autorizada pela Medida Provisória n° 439/2008, no valor de R\$ 4.999.999.984,06 (quatro bilhões, novecentos e noventa e nove milhões, novecentos e noventa e nove mil, novecentos e oitenta e quatro reais e seis centavos) e operacionalizada por meio da Portaria STN n° 574/2008; assim como a emissão de 5.651.413 (cinco milhões, seiscentos e cinquenta e um mil, quatrocentos e treze) Letras Financeiras do Tesouro - LFT, no valor de R\$ 24.753.535.038,18 (vinte e quatro bilhões, setecentos e cinquenta e três milhões, quinhentos e trinta e cinco mil, trinta e oito reais e dezoito centavos), também em favor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES, instrumentalizada por meio da Portaria STN n° 550/2010.

6.2 Emissão direta de títulos públicos à instituições financeiras federais – operação vedada em lei

Outro enfoque ponderado acerca das emissões diretas de títulos federais para o financiamento de estatais do setor financeiro remete-nos à sua legalidade quanto à sua situação

²⁰ Fonte: < <http://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:3:14799128585274::NO:RP:::>>. Acessado em 09/07/2017.

fática – possibilidade de a União utilizar tais emissões para efetuar a cobertura de empréstimos para estas instituições.

Nesta perspectiva, ressalta-se o entendimento emanado pela LRF que, na subseção que trata das vedações atinentes às operações de crédito, diz o seguinte:

Art. 36. É proibida a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da Federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo.

O artigo em comento, enfaticamente, não proíbe a realização de operações de crédito entre um ente da Federação e instituição financeira que esteja sob seu controle, mas apenas aquelas tenham como beneficiário o ente controlador.

Aqui, não haveria qualquer ilegalidade se a União operacionalizasse estes contratos de mútuo através de recursos financeiros próprios ou captados junto ao mercado financeiro. Ocorre que, ao efetuar a emissão direta dos títulos públicos para a cobertura dos empréstimos concedidos às instituições financeiras federais, o governo federal também se financia junto à respectiva instituição financeira, pois dela obtém um ativo (contrato de mútuo) sem a contrapartida da transferência de outro ativo (recursos financeiros), mas da assunção de um passivo de sua própria emissão (títulos da dívida) junto à instituição financeira que controla. Como esta também se beneficia desta operação, pois adquire um ativo (títulos públicos federais) com o aumento de seu passivo, conclui-se que ambas se financiam por meio de **passivos mútuos/recíprocos**. (grifo nosso)

Repisa-se aqui que, conforme exposto no capítulo 5 deste trabalho, a definição de operações de crédito inclui a emissão e o aceite de títulos como uma de suas categorias de crédito assumidas como tal.

Portanto, a emissão direta, pelo Tesouro Nacional, de quaisquer títulos oriundos da dívida mobiliária federal para a cobertura de seus empréstimos junto a instituições financeiras de seu controle constitui-se em um descumprimento do art. 36 da Lei de Responsabilidade Fiscal, norma basilar para a responsabilidade fiscal no setor público brasileiro.

Aqui, a norma determina que a instituição financeira pode adquirir, para investimentos de seus clientes, títulos da dívida pública federal. Entretanto, a própria regra estipula algumas condições para isso.

O primeiro requisito é que os títulos sejam adquiridos em mercado, ou seja, junto ao mercado primário e secundário de títulos públicos. Lembremo-nos, sempre, que a negociação destas operações de crédito está sendo efetivada pela emissão **direta** destes títulos, contrariando o dispositivo legal retro citado. (grifo nosso)

Outra reflexão acerca do tema diz respeito aos recursos utilizados para a aquisição destes títulos. A regra institui que os títulos da dívida pública devem ser adquiridos “para atender investimento de seus clientes”; ou seja, os recursos utilizados para esta operação são privados, sendo o banco tão somente um intermediário nesta negociação.

Na segunda parte do texto, a lei determina que a instituição financeira pode obter títulos de emissão da União “para aplicação de recursos próprios”. Todavia, no acordo inter partes, a instituição financeira não disponibiliza recursos próprios, mas sim obtém tais títulos mediante a assinatura de um contrato de mútuo. Ou seja, o aumento de seu ativo dá-se mediante um aumento de seu passivo, e não por intermédio da liberação de elementos do seu ativo, divergindo-se, novamente, do Parágrafo Único do art. 36.

Financiamento do Tesouro Nacional pela via das Emissões Diretas de Títulos da Dívida Mobiliária Federal: as determinações do Comitê de Basileia

Outra vertente pertencente ao enquadramento legal destas emissões diretas diz respeito às regras provenientes do Comitê de Basileia.

O *Basel Committee on Banking Supervision*, também conhecido como Comitê de Basileia, por meio do seu relatório “Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Assessment of Basel III Regulations in Brazil” (B.I.S., 2013), encontrou problemas de compatibilidade entre as normas internacionais e o arcabouço normativo brasileiro relacionado à definição dos itens constantes no Patrimônio de Referência, especialmente quanto à “contribuição de instrumentos de capital sob a forma de títulos governamentais no caso de instituições financeiras controladas pelo governo” (tradução nossa)²¹.

²¹ B.I.S., 2013, p. 51

Segundo o organismo internacional, a possibilidade de emissão direta de títulos públicos para a elegibilidade ao Capital Principal do Patrimônio de Referência, constante no texto original da Resolução CMN 4.192/2013 (art. 16), conflitava com os critérios 4 e 11, do parágrafo 53, do documento “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*”.

Tais critérios determinam as características essenciais para que determinado instrumento financeiro possa ser considerado como de Capital de Nível I do Patrimônio de Referência de um banco, sendo os seguintes:

Common shares issued by the bank

For an instrument to be included in Common Equity Tier 1 capital it must meet all of the criteria that follow. The vast majority of internationally active banks are structured as joint stock companies and for these banks the criteria must be met solely with common shares. **In the rare cases where banks need to issue non-voting common shares as part of Common Equity Tier 1, they must be identical to voting common shares of the issuing bank in all respects except the absence of voting rights.** (grifo nosso)

Criteria for classification as common shares for regulatory capital purposes

4. The bank does nothing to create an expectation at issuance that the instrument will be bought back, redeemed or cancelled nor do the statutory or contractual terms provide any feature which might give rise to such an expectation.

11. It is directly issued and paid-in and the bank can not directly or indirectly have funded the purchase of the instrument. (B.I.S., 2011, p. 13)

Percebe-se, em especial no item 11, que o Comitê de Basileia viu nessas emissões diretas uma maneira de financiamento da instituição financeira para com a União, e não apenas da União para com a instituição, desrespeitando-se novamente o artigo 36 da LRF, que estabelece ser “proibida a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o ente da federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo”.

Por isso, o Conselho Monetário Nacional, ao ser notificado sobre a irregularidade, procedeu à correção da norma pátria ao editar a Resolução 4.278/2013, excluindo de seu art. 16, § 1º, a elegibilidade dos títulos da dívida pública mobiliária como passíveis de compor o Capital Principal de uma instituição financeira.

CONCLUSÃO

O presente estudo propôs-se, desde o princípio, a explorar um ponto de vista alternativo à atual naturalidade com que eram vistas as coberturas dos financiamentos concedidos pela União às instituições financeiras estatais federais por meio da emissão direta de títulos da dívida mobiliária federal.

A importância da análise deste fenômeno consiste em compreender não apenas a sistemática de suas operações, mas também os impactos gerados sobre a dívida pública e, conseqüentemente, a política fiscal brasileira.

Neste sentido, para que pudéssemos melhor estruturar as bases desta pesquisa, questionamos, antes de quaisquer outras perquisições: **“as emissões diretas de títulos públicos constituem-se em uma espécie de operação de crédito?”**. (grifo nosso)

O arcabouço normativo pesquisado atesta uma resposta positiva ao questionamento, tendo em vista os ditames emanados do artigo 29 da LRF, explanados no subtítulos 5.2 - equiparações e vedações, que colocam a expedição de títulos mobiliários²² dentre as categorias válidas de operações de crédito.

Ato contínuo, considerando-se este questionamento como o ponto de partida de sua problematização, propusemos, como objetivo geral desta pesquisa, “analisar os aspectos normativos acerca da utilização da emissão direta de títulos públicos para o financiamento de empresas estatais federais do setor financeiro, haja vista sua similaridade com as chamadas Operações de Crédito do setor público.”

Desta maneira, procedemos à identificação dos objetivos específicos, cujo escopo restringiu-se à verificação dos enquadramentos legais da emissão direta de títulos públicos, ao questionamento sobre a legalidade da emissão direta de títulos públicos em operações de financiamento das empresas estatais federais do setor financeiro e, por fim, ao enquadramento conceitual e contábil da utilização das emissões diretas em operações que envolvem a aquisição, pela União, de emissões de Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida por parte das instituições financeiras federais.

²² “Para os efeitos desta lei complementar, são adotadas as seguintes definições: (...) III – operação de crédito: compromisso financeiro assumido em razão de (...) emissão e aceite de título”

Para a satisfação destes objetivos – gerais e específicos – retro citados, procurou-se traçar uma linha de raciocínio lógica e concatenada que pudesse nos dar uma ampla perspectiva conceitual e legal das emissões diretas de títulos públicos como instrumento de financiamento da União, assim como de sua operacionalização junto a instituições financeiras oficiais com o intuito de alavancá-las para uma maior expansão da base de crédito disponível nestes bancos.

Neste sentido, o artigo 36 da LRF proíbe “a operação de crédito entre uma instituição financeira estatal e o Ente da Federação que a controle, na qualidade de beneficiário do empréstimo”. As exceções constantes de seu parágrafo único, qual seja, a aquisição, em mercado, de títulos da dívida pública para seus clientes, assim como a aplicação de recursos próprios em títulos da dívida da União pelas instituições financeiras, não podem ser consideradas em nosso caso concreto, pois:

- i. As emissões de títulos mobiliários expostas neste trabalho foram efetuadas de forma direta e, portanto, não foram adquiridas em mercado pelos agentes financeiros federais;
- ii. Os bancos federais não se utilizaram de recursos próprios para a aquisição destes títulos, mas por meio da emissão de um passivos junto ao Tesouro Nacional.

Concluiu-se, ainda, que a emissão direta de títulos públicos foram utilizadas com duas destinações diferentes:

- i. para a cobertura de empréstimos concedidos às instituições financeiras;
- ii. para a cobertura de empréstimos posteriormente reconhecidos como Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida.

No primeiro caso, constatou-se que a utilização da emissão direta de títulos mobiliários na cobertura dos financiamentos concedidos pela União a suas instituições financeiras trouxe duas consequências:

- i. o financiamento recíproco entre Tesouro e bancos federais, onde a União também atuava como beneficiária destas operações de crédito ao emitir um passivo em detrimento de um ativo. Tal situação, ratificada pelo Comitê de Basileia em seu relatório “Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Assessment of Basel III Regulations in Brazil”, expressa sua visão de que as emissões diretas

seriam uma forma de financiamento da instituição financeira para com a União, e não apenas da União para com a instituição;

- ii. a geração de passivos mútuos na negociação intra-partes, pois ambos os entes obtiveram ativos mediante a emissão de passivos.

O segundo caso trouxe-nos como resultado a proibição da utilização destas emissões diretas, posteriormente reconhecidas como Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida, como elementos patrimoniais constantes do Patrimônio de Referência dos bancos públicos federais.

A razão para isso encontra-se na Resolução CMN n° 4192/2013, cujo artigo 16, § 1°, inciso I, dispõe que os elementos patrimoniais passíveis de integrar o Patrimônio de Referência devem ser integralizados em espécie. Entretanto, as análises aqui constantes indicam que as operações de concessão de crédito para a composição do PR foram lastreadas pela emissão de títulos mobiliários federais (passivos da União), e não em espécie, contrariando determinação do Conselho Monetário Nacional.

As discussões acerca da responsabilidade fiscal avoca-nos um envolvimento cada vez maior nas bases sobre as quais assentam as práticas da governança orçamentária no Brasil.

Por isso, considero de suma importância a assunção de estudos futuros que venham a contribuir com a discussão e que possam contrapor as práticas de gestão fiscal desempenhadas pela União, em detrimento aos princípios estatuídos pela boa governança orçamentária nacional e internacional.

Nesta perspectiva, reputo importantes as análises sobre a possibilidade de integralização de capital em empresas estatais por meio de passivos de seus entes controladores, tendo em vista a similaridade operacional entre a situação exposta nesta monografia e a proposta em comento.

Haja vista o caráter teórico deste trabalho, recomendo também um exame quantitativo das operações de crédito entre União e suas instituições financeiras controladas que tenham sido financiadas por meio de emissões diretas de títulos da dívida mobiliária federal, além de seus impactos sobre a dívida bruta e sobre a política fiscal brasileira.

Por fim, espera-se que as considerações expostas neste trabalho possam contribuir para a discussão de mecanismos mais eficazes de controle social sobre o orçamento público brasileiro,

pois uma política fiscal responsável e equilibrada tende a gerar resultados significativamente superiores na consecução das políticas públicas demandadas pela sociedade.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Títulos Públicos e Gestão da Dívida Mobiliária*. Série Perguntas mais Frequentes. 2016. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/FAQs/FAQ%2006-T%C3%ADtulos%20P%C3%ABlicos%20e%20Gest%C3%A3o%20da%20Divida%20Mobili%C3%A1ria.pdf>>. Acesso em 25 de maio de 2017.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS – B.I.S. Basle Committee on Banking Supervision. A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basle, June 2011. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>>. Acesso em 05/05/2017.

_____. Basle Committee on Banking Supervision. Regulatory Consistency Assessment Programme (RCAP) – Assessment of Basel III Regulations in Brazil. Basle, December 2013. Disponível em: <http://www.bis.org/bcbs/implementation/l2_br.pdf>

BIANCHI, Álvaro. O conceito de Estado em Max Weber. *Lua Nova*. São Paulo, n.92, 2014, p. 79-104. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ln/n92/a04n92.pdf>>. Acesso em 09 de maio de 2017.

BIDERMAN, Ciro; ARVATE, Paulo (Org.). *Economia do Setor Público no Brasil*. 15ª tiragem. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal: Centro Gráfico, 1988.

_____. Lei de Responsabilidade Fiscal (2000): lei complementar nº 101, de 4 de maio de 2000. ____ 4. reimpr. ____ Brasília : Senado Federal, Subsecretaria de Edições Técnicas, 2005. 80 p.

_____. Lei nº 4.320, de 17 de março de 1964. Institui Normas Gerais de Direito Financeiro para Elaboração e Controle dos Orçamentos e Balanços da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 23 mar. 1964

_____. Medida Provisória nº 439, de 29 de agosto de 2008. Constitui fonte de recursos adicional para ampliação de limites operacionais do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social - BNDES. Diário Oficial da União. 29 ago 2008; Edição Extra.

_____. Ministério da Fazenda. Secretaria do Tesouro Nacional. *Manual para Instrução de Pleitos (MIP): Operações de Crédito de Estados, Distrito Federal e Municípios*. Versão 2017.3.10.w. Brasília, 2017. Disponível em: <<http://conteudo.tesouro.gov.br/manuais/mip>>. Acesso em: 11 de maio de 2017.

_____. Tribunal de Contas da União. Acórdão nº 825/2015. Plenário. Relator: Ministro José Múcio Monteiro. Sessão de 15/04/2015. Brasília. 2015a. Disponível em: <<https://contas.tcu.gov.br/pesquisaJurisprudencia/#/detalhamento/11/%252a/NUMACORDAO%253A825%2520ANOACORDAO%253A2015/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/false/1>> Acesso em 11 de junho de 2017.

_____. Tribunal de Contas da União. Relatório e Parecer Prévio sobre as Contas do Governo da República – Exercício de 2014. Relator Ministro Augusto Nardes. Brasília. 2015b. Disponível em: <http://portal.tcu.gov.br/tcu/paginas/contas_governo/contas_2014/index.html> Acesso em 11 de junho de 2017.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Instituições, bom estado e Reforma da Gestão Pública. In: BIDERMAN, Ciro; ARVATE, Paulo (Org.). *Economia do Setor Público no Brasil*. 15ª tiragem. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

CARVALHO, Lena Oliveira de; MORAIS, José Franco Medeiros de. *Mercado Primário da Dívida Pública Federal*. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otávio Ladeira de (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. – Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. 502 p.

CARVALHO, Marco A. de Sousa. *Privatização, Dívida e Déficit Públicos no Brasil*. Texto para Discussão n° 847. Rio de Janeiro, 2001. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=4097>. Acesso em 10 de maio de 2017.

COSTA, Fernando Nogueira da. *Empréstimos Perpétuos aos Bancos Públicos e Endividamento Público*. Disponível em : <<https://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2013/02/05/emprestimos-perpetuos-aos-bancos-publicos-e-endividamento-publico/>> Acesso em 09/07/2017.

GERALDI, Karoline Gabrielli. O trade-off entre deficit público e estabilidade econômica: uma análise dos 8 anos do Governo Lula. Florianópolis, 2010. 82 f. Monografia (Graduação) – Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio – Econômico.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL – CMN. Resolução CMN n° 4.192. Brasília, 1° de março de 2013a.

_____. Resolução CMN n° 4.278. Brasília, 31 de outubro de 2013b.

HARADA, Kiyoshi. *Direito Financeiro e Tributário*. 25ª edição. São Paulo: Atlas, 2016.

JALORETTO, Cláudio. Senhoriagem e financiamento do setor público. 2005. 115 f. Dissertação (Mestrado em Economia)-Universidade de Brasília, Brasília, 2005.

NASCIMENTO, Edson R.; DEBUS, Ilvo. Entendendo a Lei de Responsabilidade Fiscal. 2ª edição. s.d. Disponível em: < <http://www3.tesouro.gov.br/hp/downloads/EntendendoLRF.pdf>>. Acesso em 11 de maio de 2017.

OLIVEIRA, Weder de. *Curso de responsabilidade fiscal: direito, orçamento e finanças públicas*. Belo Horizonte: Fórum, 2013.

PALUDO, Augustinho Vicente. *Administração Pública: teoria e questões*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone; SAVÓIA, José Roberto Ferreira; SECURATO, José Roberto. Basileia III: Impacto para os Bancos no Brasil . **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 345-361, dec. 2015. ISSN 1808-057X. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/108786>>. Acesso em: 05 de maio de 2017. doi:<http://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201500720>.

PINTO, Daniel Silva; COSTA, Abimael de Jesus Barros; WILBERT, Marcelo Driemeyer. ENDIVIDAMENTO DOS ESTADOS BRASILEIROS: Análise das Sanções e Restrições da Lei de Responsabilidade Fiscal. **Gestão & Sociedade: Revista de Pós-Graduação da Uniabeu**, v. 4, n. 1, p. 1-17, 2015.

REZENDE, Fernando Antônio. *Finanças Públicas*. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2006.

RIGOLON, Francisco José Zagari; GIAMBIAGI, Fabio. A renegociação das dívidas e regime fiscal dos estados. In: GIAMBIAGI, Fabio; MOREIRA, Maurício Mesquita (Org). A economia brasileira nos anos 90. 1. ed. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 1999. p. 111-144.

SACHSIDA, Adolfo. *Como os Impostos Afetam o Crescimento Econômico?*, 2011. Disponível em: <<http://www.brasil-economia-governo.org.br/wp-content/uploads/2011/03/como-os-impostos-afetam-o-crescimento-economico1.pdf>>. Acesso em: 10 de maio de 2017.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. *Manual para Instrução de Pleitos (MIP): Operações de Crédito de Estados, Distrito Federal e Municípios*. Versão 2017.3.10.w. Brasília, 2017. Disponível em: < <http://conteudo.tesouro.gov.br/manuais/mip>>. Acesso em 11 de maio de 2017.

SILVA, Aline Dieguez B. de Meneses; MEDEIROS, Otávio Ladeira de. *Conceitos e Estatísticas da Dívida Pública*. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otávio Ladeira de (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. – Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. 502 p.

SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otávio Ladeira de (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. – Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. 502 p.

SILVA, Daniel Corrêa da. *Dívida Pública Federal: Emissões Diretas de Títulos Públicos*. 2014. 47 f. Monografia para conclusão de curso (Especialização) – Universidade de Brasília, Brasília

TAVARES, Ronnie Gonzaga; TAVARES, Márcia Fernanda Tapajós. *Títulos Públicos Federais e suas Formas de Precificação*. In: SILVA, Anderson Caputo; CARVALHO, Lena Oliveira de; MEDEIROS, Otávio Ladeira de (Org.). *Dívida Pública: a experiência brasileira*. – Brasília : Secretaria do Tesouro Nacional : Banco Mundial, 2009. 502 p.