



1290005315

TCC/UNICAMP
Si39i
IE

Maria Donata Menezes da Silva
F. Farhi



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
INSTITUTO DE ECONOMIA

CEDOC - IE - UNICAMP

**O impacto da contabilização dos ativos financeiros
na crise do *subprime***

1290005315

Maria Donata Menezes da Silva 062856

Orientadora: Prfa. Dra. Maryse Farhi

Farhi, Maryse

CAMPINAS, DEZEMBRO DE 2010

TCC/UNICAMP
Si39i
1290005315/IE

MARIA DONATA MENEZES DA SILVA

**O impacto da contabilização dos ativos financeiros
na crise do *subprime***

Monografia orientada pela **Professora Doutora Maryse Farhi** e apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

CAMPINAS, DEZEMBRO DE 2010

Agradecimentos

Aos meus pais e ao meu irmão, Gabriel, por estarem sempre ao meu lado, pelo carinho e apoio desde sempre.

Aos meus amigos, por terem transformado esses 5 anos que passei na universidade num momento único na minha vida.

Gostaria de agradecer a todos os professores do Instituto de Economia da UNICAMP, que de alguma forma contribuíram para a minha graduação, especialmente ao professor Marcos Antonio Macedo Cintra, por suas aulas incomparáveis e sua dedicação. À professora Maryse Farhi, por ter me orientado em todo o trajeto de preparação desta monografia. À professora Daniela Prates por ter aceitado o convite para participar da Banca Examinadora desta monografia.

RESUMO

O tema que será abordado nesta monografia é o impacto da contabilização dos ativos financeiros na crise financeira internacional iniciada em julho de 2007, com o estouro da bolha imobiliária norte-americana (*subprime*). Sendo assim, o foco está no que é considerado a questão central da crise: *VALUATION*, que consiste na técnica de mensuração de valor para ativos e/ou passivos.

A questão colocada é que os ativos, durante esse episódio, estavam sendo contabilizados pelo valor justo (*fair value*). Quando se tratar de um mercado líquido e ativo, o valor justo nada mais é do que a marcação a mercado. Os instrumentos financeiros são avaliados pela marcação a mercado desde a introdução das normas IFRS (International Financial Reporting Standard), sendo o objetivo de tal avaliação replicar os preços atuais de mercado para os ativos. A marcação a mercado, portanto, é baseada na disponibilidade de informações de mercado.

Entretanto, na situação exposta pela crise financeira, a liquidez se reduziu e os preços dos ativos se tornaram não passíveis de avaliação. A partir dessa situação, a questão que se coloca é: qual a melhor maneira de avaliar tais ativos?

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	06
1 A CRISE DO <i>SUBPRIME</i>	09
1.1 GESTÃO DA CRISE.....	09
1.2 O SISTEMA BANCÁRIO NORTE-AMERICANO.....	13
1.3 OS MECANISMOS DA CRISE.....	17
1.4 GLOBAL SHADOW BANKING SYSTEM.....	21
2 MARCAÇÃO A MERCADO	26
2.1 O CONCEITO DE MARCAÇÃO A MERCADO	26
2.2 A CONSEQUENCIA DO VALOR DOS ATIVOS NA CRISE	30
2.3 CRISE DE <i>VALUATION</i>	34
2.4 A CONSTRUÇÃO DO DESQUILÍBRIO	39
3 DESAFIOS DA MARCAÇÃO A MERCADO	43
3.1 IMPORTÂNCIA DOS PADRÕES CONTÁBEIS	43
3.1.1 CUSTO HISTÓRICO VERSUS MARCAÇÃO A MERCADO.....	46
3.1.2 PROCICLICIDADE.....	49
3.1.2.1 AS VANTAGENS DO VALOR JUSTO	51
3.1.2.2 AS DESVANTAGENS DO VALOR JUSTO.....	52
3.1.2.3 AS LIMITAÇÕES EXPOSTAS PELA CRISE FINANCEIRA	54
3.2 RESERVAS DE AVALIAÇÃO E PROVISÕES DINÂMICAS	55
3.3 MAIS TRANSPARÊNCIA.....	59
CONCLUSÃO.....	63
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	67

INTRODUÇÃO

O objetivo desta monografia não é fornecer uma visão global da crise financeira que se instalou em 2007. O foco está no que é considerado por muitos analistas a questão central da crise: *VALUATION*, que consiste na técnica de mensuração de valor para ativos e/ou passivos. A dinâmica dessa crise nos mostra que, assim como outras crises bancárias, neste episódio tivemos uma aguda e rápida depreciação dos valores dos ativos, que impactou diretamente no balanço dos bancos, com muitas instituições sendo forçadas a aumentar seu capital ou a vender seus ativos (*distress sales*).

A criação de valor para os ativos de uma instituição é bastante complicada e subjetiva. Durante o processo de criação de valor, a preocupação dos investidores está na capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa no futuro, e não somente no fluxo de caixa gerado em períodos passados. Sendo assim, a contabilidade tem o papel fundamental de apresentar uma figura de valor útil aos seus usuários (Lopes, 2005, p. 64). Sendo o conceito de valor relacionado com sua capacidade de gerar fluxo de caixa, a relevância das informações financeiras está ligada à capacidade da contabilidade em mostrar a realidade econômica. Por essa razão, a avaliação dos ativos/passivos deve ser a mais objetiva possível.

Anteriormente, os ativos eram contabilizados pelo custo histórico. O custo histórico está no cerne do processo de mensuração na contabilidade. O custo histórico e suas variações rezam que os ativos sejam mensurados pelo sacrifício realmente incorrido em sua obtenção (Lopes, 2005, p. 66). Esse regime de mensuração é baseado nos preços passados, ignorando dessa forma sinais atuais dos preços.

A segunda principal forma de mensuração de valor é a marcação a mercado, ou também conhecida como valor justo (*fair value*). Quando se tratar de um mercado líquido e ativo, o valor justo nada mais é do que a marcação a mercado. Portanto, o valor justo de um ativo refere-se ao valor que seria obtido caso esse ativo fosse negociado, em condições justas, em mercados organizados sem características impositivas como a liquidação da empresa, por exemplo (Lopes, 2005, p. 66). O objetivo dessa avaliação é replicar os preços atuais de mercado para os ativos, sendo baseada na disponibilidade de informações de mercado para tal avaliação. Os instrumentos financeiros são avaliados pela marcação a mercado desde a introdução do IFRS (International Financial Reporting Standard) como será visto adiante.

As inovações financeiras nas décadas recentes desenvolveram uma série de produtos, como por exemplo, os derivativos de crédito e produtos estruturados lastreados em diferentes operações, para os quais a avaliação sob custo histórico não tinha mais funcionalidade. Para tais ativos, o valor justo mostrou ser o único método capaz de oferecer uma avaliação confiável e transparente. Isso porque o valor justo oferece uma vantagem adicional, que é uma visão mais próxima da situação atual dos mercados financeiros.

Entretanto, em situação de crise financeira quando a liquidez se reduz e os preços dos ativos resultantes são baixos ou não passíveis de avaliações, o papel do mercado de formular preços que fornece a base para modelos baseados na marcação a mercado acaba tendo de ser suplementado por avaliações baseadas no custo histórico. Ademais, os produtos estruturados não dispunham de mercados líquidos, o que dificultava a formação de um preço de mercado.

As Normas Internacionais de Contabilidade (International Accounting Standard - IAS em inglês), atualmente conhecidas como normas IFRS (International Financial Reporting Standard) são um conjunto de pronunciamentos de contabilidade internacionais publicados e revisados pelo IASB (International Accounting Standards Board). As normas IFRS foram adotadas pelos países da União Européia para as demonstrações financeiras de 31 de dezembro de 2005 com o objetivo de harmonizar as demonstrações financeiras consolidadas publicadas pelas empresas abertas européias. A iniciativa foi internacionalmente acolhida pela comunidade financeira. Atualmente inúmeros países tem projetos oficiais de convergência das normas contábeis locais para as normas IFRS, inclusive o Brasil.

Desde 1 de janeiro de 2005 as empresas européias abertas passaram a adotar obrigatoriamente as normas IFRS para publicarem suas demonstrações financeiras consolidadas. O principal objetivo das demonstrações financeiras em IFRS é dar informações sobre a posição financeira, os resultados e as mudanças na posição financeira de uma entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários (investidores, empregados, fornecedores, clientes, instituições financeiras ou governamentais, agencias de notação e público) em suas tomadas de decisão.

Os princípios das demonstrações em IFRS são: valor justo, custo histórico, custo amortizado e valor realizável. O IAS 39 -“Financial Instruments: Recognition and Measurement” (Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração) - pronunciamento contábil que se refere à avaliação dos ativos financeiros está dentro das normas em vigor até abril de 2009.

No Brasil, em aplicação da nova Lei das SAs 11.638/07, as normas IFRS estão sendo atualmente adaptadas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) e incluídas nas práticas contábeis brasileiras pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho Federal de Contabilidade (CFC), pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e agências reguladoras (ANEEL).

Nos Estados Unidos, as regras contábeis adotadas pelas instituições públicas e privadas são determinadas pelo US GAAP- US Generally Accepted Accounting Principles. FASB (Financial Accounting Standard Board) é uma organização privada, sem fins lucrativos cujo objetivo primário é desenvolver os princípios contábeis geralmente aceitos nos EUA (US GAAP). A SEC (Security and Exchange Commission) designa o FASB como órgão responsável para desenvolver os padrões contábeis para as companhias públicas nos EUA.

A causa imediata dos recentes debates foi a iniciativa do IASB e do FASB em direção a uma maior convergência das normas internacionais de contabilidade para uma mais baseada nas informações que são fornecidas pelos preços prevalecentes no mercado - às vezes conhecido como "valor justo" ou "mark-to-market". A marcação a mercado está em contraste com o sistema anterior de medição baseada no custo histórico, que exige das empresas contabilizar seus ativos e passivos em seus preços originais, sem ajuste para mudanças subseqüentes nos valores de mercado desses itens.

Na elaboração desses modelos, IFRS e US GAAP estão trabalhando juntos. Nele, alguns instrumentos financeiros são medidos a valor justo com mudanças que refletem nos ganhos; outros instrumentos são medidos a valor justo com mudanças fora dos gastos; e outros ainda permanecem medidos pela base histórica (custo amortizado). A categoria que cada instrumento está alocado não depende só de sua característica intrínseca, mas também no modelo de negócio de cada entidade.

Especificamente, os Boards (FASB e IASB) estão examinando o número de categorias de instrumentos financeiros; a medida apropriada para cada categoria (por exemplo, valor justo, custo amortizado, outro valor corrente); se ou quando *impairments*¹ deveriam ser refletidos dentro ou fora dos ganhos, e a contabilidade para atividades de *hedging* (cobertura de riscos). O relatório do FASB fala de um padrão de convergência contábil internacional. Mas a questão que se coloca é: qual o melhor padrão a ser adotado? Como os ativos deverão ser contabilizados?

1 CRISE DO SUBPRIME

1.1 GESTÃO DA CRISE

É impossível pensarmos as economias capitalistas modernas sem seus sistemas bancários como peças centrais do seu funcionamento. Dada essa importância, é necessário avaliar as implicações da dinâmica capitalista sobre essas instituições, mas também o contrário: as implicações das instituições sobre a dinâmica capitalista. A partir da especificidade das instituições bancárias nesse sistema, procuraremos estudar a manifestação da crise do *subprime*, bem como sua repercussão no valor dos ativos financeiros dos balanços dos bancos nesta crise.

Pode-se dizer que os bancos são peça-chave do sistema financeiro e possuem uma especificidade relevante por serem capazes de criar crédito, ou seja, moeda bancária. No entanto, nas últimas décadas, seria mais adequado dizer que os bancos tornaram-se administradores de risco. Devido à estrutura de seus balanços, os bancos se configuram como instituições transformadoras de maturidades, em geral emprestam a termo mais longo do que captam, o que os obriga a constantemente renovar sua dívida.

Como descrito por Victoria Chick (1988), são definidos os 6 estágios de desenvolvimento dos bancos. O primeiro estágio mostra que o dinheiro é depositado nos bancos como uma forma segura para poupar. Os bancos eram, portanto, principalmente receptores de poupança, sendo que os balanços de transações não circulavam através deles em grande quantidade. Os bancos eram dependentes de depósitos para formar

¹ Consiste na perda recuperável de um ativo financeiro, que ocorre quando o valor contábil reconhecido é maior do que o valor estimado de recuperação.

reservas e das reservas para obter capacidade de emprestar. Portanto, neste estágio, os depósitos são constituídos por poupanças. Nesse estágio os bancos agem puramente como intermediários entre os poupadores e investidores, que emprestam deles. Sendo assim, a capacidade dos bancos de emprestar seria limitada pelo fluxo de novos depósitos e a vontade dos depositantes de manter esses depósitos ao invés de exercer seu direito de utilizar seu dinheiro.

Quando esses depósitos passam a ser usados muito mais como meio de pagamento do que como veículo para poupar, inicia-se o estágio 2.

No segundo estágio, os direitos de depósitos tornam-se muito mais utilizados como meios de pagamento, o que na verdade passa a ser um novo papel para os depósitos, com uma implicação de longo prazo. Os passivos dos bancos agora representam o dinheiro para apoiar o consumo. As reservas tornam-se uma restrição na concessão de empréstimos. Dado um aumento das reservas, mesmo com um novo depósito para o sistema bancário (chamados depósitos primários) de aumentos de capital ou através de operações de open-market, os bancos como um todo podem emprestar um múltiplo dessa quantidade, criando dessa forma, os chamados depósitos secundários. É nesse estágio que o multiplicador bancário começa a aparecer.

No entanto, o grande poder de emprestar dos bancos tem seu “lado negro”: os bancos tornam-se mais vulneráveis a crises de liquidez e a colapsos de confiança. Dado o novo papel dos depósitos como meios de pagamento, não há nenhuma garantia de que os depósitos secundários, uma vez criados, continuarão nos bancos ou até mesmo no sistema bancário. No entanto, a pretensão de um banco individual de emprestar depende de sua previsão de posição de liquidez. É nesse estágio que o conceito do Banco Central como prestador de última instância em momentos de crise torna-se amplamente aceito.

No terceiro estágio, os depósitos interbancários aumentam. Ou seja, os déficits em reservas em alguns bancos são originados pelos superávits de outros. Os bancos individuais emprestam mais do que suas reservas iniciais, na expectativa de obterem mais reservas sem ter que recorrer ao Banco Central. Dessa forma, aumenta a coerência no sistema bancário: com menos excesso de liquidez no sistema, embora a criação de

crédito permaneça dependente do estoque de reservas bancárias disponível no sistema como um todo.

No quarto estágio, a autoridade monetária central atua como prestador de última instância, sem esperar que uma crise se desenvolva. O fornecimento automático de dinheiro inverte a causalidade inerente no comportamento dos bancos. No estágio 4, o estoque de reservas dos bancos se torna sensível à demanda dos outros bancos. Os bancos coletivamente expandindo o crédito podem fazer isso sem o risco de serem pegos com poucas reservas.

A administração da estrutura de liquidez do lado do ativo do balanço possibilitou a administração dos passivos, dando origem ao quinto estágio. Os bancos podem, dadas as forças competitivas do mercado, buscar ativamente uma maior participação dos empréstimos totais concedidos através de oportunidades de empréstimos e depósitos. Sendo assim, a disponibilidade de financiamento para investimento, torna-se, portanto um fenômeno do mercado, dependentes dos custos de emprestar e das expectativas dos banqueiros.

O sexto estágio é a securitização: o processo de elaborar formas negociáveis de emprestar, garantidas por ativos que são por si só, negociáveis, representando na verdade uma mudança na forma tradicional de como os bancos emprestam, mas que na verdade, pode ser uma diluição da lógica de liquidez ocorrida nos estágios de 1 a 4. A elaboração de ativos que podem ser vendidos quando necessário, mas que são muito mais rentáveis do que títulos do governo, por exemplo, desempenham um papel importante nas contingências do banco, deixando os bancos menos vulneráveis do que se estivessem completamente dependentes do prestador de última instância. É sobre esse estágio que falaremos.

Desde a quebra da segmentação das instituições em 1970 e especialmente na década de 1980, houve uma homogeneização das funções entre as instituições financeiras. No entanto, é importante argumentar que houve a construção de uma sociedade onde os passivos se tornaram meios de pagamento.

Outra importante característica dos bancos é que sua existência é indissociável da sua credibilidade junto ao público, sendo essa credibilidade definida pela capacidade

do banco em honrar suas obrigações, isto é, permitir o público reaver seus depósitos. Para o banco, porém, o depósito à vista é apenas uma forma de captação. Com a crescente diversificação da atividade bancária, o banco se torna crescentemente especializado na administração dos riscos que podem afetar seus rendimentos. Como administrador de riscos em geral, um banco (nesse caso, os chamados bancos comerciais) se distingue cada vez menos de um banco de investimento, de uma companhia financeira ou de uma cooperativa de crédito (Cardim, 2007, p. 235).

A partir do exposto acima fica claro que os bancos, em qualquer situação, atuam como as demais firmas capitalistas que visam, portanto, a obtenção de lucro na forma monetária. Além do mais, por trabalharem, por sua natureza, de maneira alavancada (uso de capital de terceiros para ampliar suas operações), quanto maior for esta alavancagem, mais se pode dizer que eles têm capacidade de gerir riscos. Assim ao alargar os prazos relativos a passivos e ativos, ao conceder mais crédito com menos garantias, ao estimular inovações financeiras e ao elevar seu grau de alavancagem, fragilizam sua estrutura, o que por sua vez pode ter impactos no sistema de pagamento como um todo. Esta dinâmica recorrente corresponde à hipótese de fragilidade financeira descrita por Minsky (1986).

Nesse contexto, é importante mostrar do que trata a hipótese de fragilidade financeira nos termos de Minsky e como ela é aplicada à crise atual. Para este autor, um longo período de rápido crescimento, baixa inflação, taxas de juros baixas e estabilidade macroeconômica estimulou a complacência e uma maior disposição de assumir risco. Nas palavras de Minsky: “a estabilidade levou à instabilidade”. Ele analisou a expansão dos investimentos a partir de expectativas de ganhos futuros, mostrando como a fragilização é intrínseca ao sistema. A expansão dos lucros alimenta as projeções passadas e realimenta as expectativas futuras. Isso contribui para a redução das margens de segurança dos empresários, que ampliam os investimentos com maior endividamento.

Tangidos pela busca do lucro em um ambiente de expectativas otimistas, os bancos reduziram seus critérios de alocação do crédito e elevaram a alavancagem. A introdução de inovações financeiras e a sua rápida difusão e imitação por outras instituições facilitaram esse movimento expansivo do crédito e da liquidez, em geral,

por meio de brechas nas restrições impostas pelas autoridades monetárias (Cintra, 2009).

Quando as expectativas se revertem, as estruturas financeiras construídas durante a euforia revelam-se insustentáveis. Os bancos procuram reestruturar seus portfólios, buscando ativos mais líquidos (títulos da dívida pública). Essa estratégia defensiva pode desencadear uma abrupta contração do crédito e, por conseguinte, falência em diversos segmentos.

Para Minsky, portanto, os períodos de instabilidade financeira resultam do aumento da fragilidade das estruturas de ativos e passivos dos agentes econômicos, engendrado durante a fase de prosperidade. O boom econômico, a "exuberância irracional", o endividamento excessivo, a busca pela liquidez e o pânico são fenômenos endógenos à própria dinâmica de uma economia monetária.

A fim de conter essa instabilidade intrínseca, faz-se necessária a adoção de regras para os mercados financeiros, tais como limites à alavancagem dos bancos, à interpenetração patrimonial entre os agentes financeiros e não-financeiros, à exposição a determinados setores e investidores etc. Caso contrário, os movimentos de euforia e de pessimismo tendem a ser exacerbados.

1.2 O SISTEMA BANCÁRIO NORTE-AMERICANO

A partir dos anos 70, as finanças internacionais passaram por profundas transformações, marcando a passagem de um sistema dirigido pelos bancos para um sistema direcionado pelos mercados (*market led finance*), onde os investidores institucionais passaram a desempenhar um papel de destaque, principalmente por causa da liberalização de fluxos de capitais e da desregulamentação financeira. Nesse contexto, os bancos e as empresas passaram a buscar maior liquidez nas operações de crédito, por meio da emissão de títulos de crédito vendidos para os investidores nos mercados financeiros, o que gerou o fenômeno da securitização de dívidas. Ademais, o desenvolvimento de um mercado secundário desses títulos permitiu que seus preços passassem a evoluir segundo as condições do mercado. Na década de 80, as inovações financeiras preponderantes foram aquelas que permitiam a transferência de risco de

preços, em especial, os derivativos financeiros. Sendo que o crescimento dos mercados de derivativos foi resultado da desregulamentação financeira, inicialmente implantada pelos governos Thatcher na Grã-Bretanha e Reagan nos Estados Unidos e da internacionalização dos fluxos financeiros, decorrente da liberalização das contas financeiras dos balanços de pagamentos (também, denominada de globalização financeira).

Os principais fatores econômicos e financeiros que fomentaram as inovações financeiras foram a ruptura dos acordos de Bretton Woods, que culminou em taxas de câmbio flutuantes e taxas de juros mais voláteis, as quais aumentaram a volatilidade do preço dos ativos. Além, é claro, das mudanças tecnológicas e dos novos instrumentos financeiros que, ao possibilitar a criação de mercados financeiros globais, contribuíram para originar tais inovações que permitiram a recombinação de diversos instrumentos financeiros (BIS, 1986).

A financeirização da riqueza passou a ser, desde a década de 1980, um padrão sistêmico globalizado em que a valorização e a concorrência no capitalismo operam sobre a dominância da lógica financeira. Esta lógica originou-se nos EUA e transferiu-se para Londres, no Euromercado na década de 70. Regressou à Nova York na década de 80 com a diplomacia do dólar forte e tornou-se a lógica da globalização financeira (Tavares, 2009).

Ademais, o processo de desregulamentação do sistema bancário que se deu nos anos 90 (Glass-Steagall Act 1933², revogada por Clinton em 1999 pelo Gramm-Leach-Bliley Financial Modernization Act e McFadden Act³, 1927, modificada em 1994) facilitou a conglomeração e o envolvimento dos bancos com o financiamento de posições “fora do balanço”. Essas operações “*off - balance sheet*” ocorreram porque as operações em curso não resumiam toda atividade da empresa, que também é constituída de promessas e compromissos futuros que contraiu ou recebeu de terceiros que não têm

² Glass-Steagall Act foi uma lei aprovada pelo Congresso em 1933, que proibia os bancos comerciais de atuarem como full-service Banks, ao colaborarem com serviços de corretagem ou participar de atividades relacionadas a bancos de investimento, com o intuito de controlar a especulação após a Grande Depressão de 1929.

³ McFadden Act foi uma lei Federal aprovada em 1927 que deu a cada Estado a autoridade de governar as agências bancárias dentro do seu próprio Estado. Sua intenção era permitir que os bancos nacionais concorressem com os estaduais ao permitir que estes abrissem filiais dentro das limitações de cada Estado.

ou só têm parcialmente incidência no patrimônio atual embora venham a tê-la no futuro. Compromissos e promessas futuras não têm registro contábil no balanço. Além disso, a universalização dos bancos permitiu que estes passassem a operar como *full-service-banking*, funcionando com diferentes linhas de negócio- varejo, investimento, seguro, gestão de ativos, gestão de fundo de pensão, etc. Surgiram assim conglomerados financeiros menos dependentes das margens líquidas de juros, por meio de operações de empréstimos, como fonte de receitas de lucros, dependendo assim, cada vez mais de suas habilidades em gerar e transacionar ativos. Os bancos tornaram-se, dessa forma, “organizadores” ou “originadores” de ativos financeiros (cartão de crédito, empréstimos para compra de automóveis, hipotecas etc.) que são vendidos no mercado de capitais para instituições não-bancárias (fundos de pensão, fundos de investimento, *hedge funds*, fundos soberanos, companhias de seguro, *private equity funds*, etc), segundo Freitas e Cintra (2008, p. 414).

A partir do exposto, surgiu um modelo de transformação de hipotecas em ativos negociáveis, pelas instituições financeiras juntamente com as empresas patrocinadas pelo governo, Fannie Mae (Federal National Mortgage) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage). Os bancos desenvolveram novos instrumentos financeiros, os chamados produtos estruturados que possibilitaram a constituição de um mercado secundário para empréstimos. Ademais, essas mesmas instituições passaram a priorizar as operações não registradas no balanço e a criar diferentes tipos de empresa de propósitos especiais (SPV, em inglês), como veículos de investimento estruturados (SIV, em inglês) e condutores externos (*conduits*). Assim, os bancos conseguiram transferir parte de suas carteiras de crédito para esses veículos, de forma a reduzir as exigências de capital dos acordos de Basileia I e liberar recursos para novos negócios (Freitas e Cintra, 2008, p. 414).

Não havendo mais segmentação formal das instituições do mercado financeiro, os bancos americanos converteram-se em verdadeiros “supermercados financeiros” que operavam nos mercados futuros e em novos derivativos de crédito com a criação de instrumentos de securitização que permitiam a alavancagem desvairada do crédito no mercado financeiro interno e internacional. Foi assim, com créditos alavancados de curto prazo, que várias companhias americanas financiaram o investimento de longo

prazo em áreas estratégicas como em energia e na nova economia da tecnologia de informação e de comunicações (Tavares, 2009).

As inovações financeiras, ao facilitar a avaliação e a precificação dos riscos, viabilizaram a concessão de empréstimos para tomadores com fraco histórico de crédito, em particular, as famílias de baixa renda, nomeados pela revista *The Economist* como “NINJAS” (no income, no job, no assets). Com isso, essas hipotecas não gozavam das garantias tradicionalmente oferecidas pelo governo. Ou seja, essas inovações, apesar de terem promovido o aumento da liquidez no mercado de crédito e no endividamento das famílias, empresas e instituições financeiras, potencializaram o risco de uma crise sistêmica. Além disso, esse comportamento (concessão de empréstimos sem qualquer tipo de critério) foi diretamente encorajado pelas estruturas de incentivo, quando a legislação de 1960 relaxou os padrões de crédito para indivíduos de baixa remuneração e até mesmo desempregados, sem considerar as possíveis conseqüências. A administração Bush, com uma visão de “sociedade de proprietários” encorajou os “pobres” a tomarem mais dívida de habitação no auge de uma bolha imobiliária.

Essas inovações financeiras reduziram o custo do endividamento tanto das famílias quanto das empresas, ao facilitar a avaliação e precificação do risco. Aliás, é aqui que entram as agências de *rating* que fizeram essa avaliação e a engenharia financeira que trabalhou no sentido de criar carteiras que alcançassem a melhor classificação.

Após a crise das empresas de tecnologia em 2002, os bancos passaram a buscar outros ativos para negociar. O boom dos preços dos imóveis ampliou a geração de novas hipotecas, ampliando o crédito ao consumidor e refinanciando as antigas hipotecas. Tais operações permitiram às famílias converter a valorização patrimonial de suas residências em poder de compra (FREITAS & CINTRA, 2008). Com isso, as famílias aumentaram seus níveis de endividamento, financiando a expansão dos investimentos imobiliários, puxando a economia americana da recessão. Mas, a partir disso, os conglomerados financeiros ampliaram suas taxas, comissões e receitas da administração de ativos.

A expansão da concessão de empréstimos imobiliários de alto risco fez com que os bancos fizessem um uso intenso das transações não-registradas no balanço, transferindo aos SIV parte de suas carteiras de empréstimos *subprime*, de modo a evitar

os requerimentos de capital associados a esses ativos. Simultaneamente, ocorreu a proliferação das transações com instrumentos financeiros lastreados em hipotecas já securitizadas, tais como CDO (collateralized debt obligation), ABS CDO, CDO de CDO e CDO sobre CDO, emitidos pelos SIV e garantidos por linhas de crédito contingente fornecidas pelos bancos comerciais (FREITAS & CINTRA, 2008). Sendo assim, os grandes bancos comerciais e de investimento - Merrill e Goldman eram BI - (cinco principais: Merrill Lynch, Citi, UBS, Wachovia e Goldman Sachs) atuaram na subscrição desses novos produtos financeiros.

A combinação da securitização com as hipotecas, inclusive as de maior risco, isto é, as *subprime*, se dava inicialmente, pela aquisição da hipoteca pelo tomador. Em seguida, a instituição financeira transferia os diferentes contratos de hipotecas para um fundo de investimento (*mortgage pool*), o qual emitia diversas cotas (*tranches*) – quanto maior o retorno da cota, maior seu risco e mais, eram essas *tranches* de pior qualidade que assumiam primeiramente as perdas com atrasos ou *defaults*. Vale ressaltar que o cálculo para essa relação risco-retorno era baseado em modelos estatísticos aprovados pelas principais agências de classificação de risco. Às cotas com pior classificação se dava o nome de *Equity* ou *Toxic Waste*.

Graças à engenharia financeira essas cotas denominadas *Toxic Waste* passavam ainda por uma nova transformação, mediante o uso de derivativos que visava melhorar sua classificação. Em outras palavras, eram transferidas para um fundo chamado CDO (*Collateralised Debt Obligations*) no qual eram aglomeradas com títulos de dívida, recebíveis de cartões de crédito, derivativos, etc. e obtinham classificação de baixo risco, podendo chegar a ser considerada *investment grade*. Portanto, “o reempacotamento das hipotecas de alto risco, com anuência das agências de classificação de risco de crédito, viabilizou sua aquisição pelos investidores com menor aversão ao risco, mas também pelos investidores institucionais, tais como os fundos de pensão e as companhias de seguro, que observam regras de prudência” (Cintra & Cagnin, 2007; p.319).

1.3 OS MECANISMOS DA CRISE

De acordo com Blackburn (2008, p. 63), em meados de julho de 2007, muitos bancos líderes nos Estados Unidos foram atingidos por um colapso no valor das

securities lastreadas nas hipotecas, que eles mesmos foram responsáveis por “empacotar”. As *securities* “tóxicas”, ou *Toxic Waste*, passaram a constituir a principal porção de sua base de ativos. Os bancos de investimento e as corretoras perderam por volta de US\$ 175 bilhões de seu capital entre julho de 2007 e março de 2008. No final de janeiro de 2008, US\$ 75 bilhões de novo capitais foram injetado nos bancos, mas não foi suficiente.

A inadimplência estava aumentando entre os detentores das hipotecas *subprime* desde o último trimestre de 2006 e início de 2007, quando as taxas de juros começaram a aumentar. Esse aumento da inadimplência chegou a um ponto em que os modelos matemáticos utilizados para precificar esses ativos, com vista a sua securitização, foram ultrapassados pelos acontecimentos e deixaram de servir como referência. As negociações desses ativos começaram a se paralisar. A partir de 2007, a fragilidade financeira, nos termos de Minsky foi revelada: inadimplência das famílias *subprime*, com hipotecas com altos juros, execução de devedores inadimplentes, quedas nos preços dos imóveis, movimentos de saques de *hedge funds*, rebaixamento das notas de alguns produtos estruturados. Os investidores institucionais que carregavam apenas ativos com grau de investimento foram forçados a vender os ativos rebaixados. O processo de inadimplência e deflação de preços alcançou os produtos estruturados e os SIVs. A incerteza sobre o valor dos ativos que lastreavam esses papéis se traduziu por incertezas sobre a higidez financeira dos bancos e levou a um declínio tanto nas operações interbancárias quanto na concessão de crédito na Europa e nos EUA produzindo uma crise de liquidez. Para evitar o default (ou a completa liquidação dos portfólios), os bancos foram forçados a garantir linhas de crédito de contingência. No final de 2007, quando a crise parecia estar pior, os Bancos Centrais de diversos países tentaram lançar uma grande quantidade de liquidez no sistema financeiro global, mas não foi o suficiente: o impacto foi temporário e os bancos permaneceram relutantes a emprestar uns para os outros. Assim, os ativos que os bancos haviam retirado de seus balanços, os quais estavam nos balanços de pessoas jurídicas específicas criadas pelos bancos para nelas descarregar riscos (*Special Investment Vehicles*, SIVs) e que eram financiados no mercado de títulos de curto prazo, voltaram aos balanços dos bancos no momento em que foram chamados a fornecer liquidez. Com isso, foi criada uma situação onde as avaliações passaram a ser fantasiosas. Nesse processo, muitos bancos

tiveram de captar novos recursos para elevar o capital ponderado pelos riscos, sobretudo, de fundos soberanos (FREITAS & CINTRA, 2008, p. 421).

No final de fevereiro e início de março de 2008, os bancos começaram também a exigir depósitos de margens mais altos para refletir os novos preços dos ativos: os *hedge funds* e outros investidores altamente alavancados tomam recursos de um financiador, dando como garantia ativos de suas carteiras. Quando o valor dos ativos cai, a alavancagem sobe e pode ultrapassar o limite estabelecido pelo financiador que exige sua diminuição pela venda dos ativos ou por aumento da margem. As vendas compulsórias, para se readequar as regras do financiamento da alavancagem, conduzem ao aumento da volatilidade, que é retransmitido para outros mercados. A desvalorização dos preços forçou outros fundos a reconhecerem perdas porque são obrigados a registrar o valor dos ativos no nível das negociações que ocorrem no mercado, por meio da marcação a mercado, incentivando outros investidores a também resgatarem suas cotas. Isso pode levar a círculos viciosos de vendas forçadas de ativos, bem como de aumento de taxas de juros em vários mercados (para viabilizar as chamadas de margens) (FREITAS & CINTRA, 2008, p. 422).

Sendo assim, pode-se dizer que o *credit crunch* veio como resultado de um longo período de desafio aos desequilíbrios globais e aos balanços dos bancos. O medo da recessão havia levado o Fed a manter as taxas de juros baixas entre 2001 e 2006, o que levou a um cenário de empréstimos fáceis e baratos. Assim, as instituições financeiras e os líderes de negócios viram os proprietários de imóveis como consumidores de última instância para manter o *boom* global. Conforme Robert Brenner assinalou (2006, p. 71):

“a contrived ‘consumption-led’ boom in 2002-2006 had failed to overcome weak profitability and investment. While labour productivity rose in ten years, real employee compensation did not.”

Ademais, esse “boom” também foi mantido pela facilidade de importação dos produtos chineses, mas o ingrediente vital na flutuação do consumo foi o crescimento do endividamento pessoal. Portanto, a bolha econômica ficou fora de controle e as finanças escaparam do alcance dos reguladores.

O que ocorreu na verdade foi uma sucessão de bolhas. Segundo o Federal Reserve, o endividamento total cresceu de 225,3% em 1997 para 352,6% do PIB em 2007. No entanto, essa aceleração ocorreu principalmente nos setores imobiliário e financeiro. O endividamento imobiliário cresceu de 66,1% do PIB para 99,9% desde 1997 até 2007. Mas o crescimento mais rápido na verdade ocorreu nas dívidas tomadas pelos bancos e outras instituições financeiras, que aumentou de 63,8% em 1997 para 113,8% do PIB em 2007 (Blackburn, p. 72).

No entanto, pode-se dizer que Alan Greenspan, no período por ele chamado de “exuberância irracional”, já não havia tomado nenhuma medida rígida para conter a bolha iniciada no fim da década de 1990. Ademais, nos anos 2000, a partir de uma política de dinheiro barato, tornou-se prioridade nacional “inflar” o poder de compra dos consumidores americanos provocando, portanto, tal endividamento (Blackburn, 2008, p. 68).

Os bancos foram levados a aumentar o fornecimento de dívidas pessoais, principalmente porque perderam seu papel tradicional como custodiantes de poupanças e depósitos, já que os fundos de pensão e fundos mútuos passaram a exercer esse papel. Na situação de aumento da concorrência, as instituições financeiras, livres de regulação, encontraram um novo nicho de mercado convertendo as dívidas pessoais em *securities* negociáveis, vendendo-as para os fundos e também para outros bancos. Para financiar essas operações as próprias instituições tomaram mais dívida, assumindo que o retorno das *securities* seria maior do que seu custo de emprestar, num nível de alavancagem excessivamente elevado, sem possuírem seguro para os seus depositantes (investidores) nem, obviamente, qualquer emprestador de última instância que lhes garantisse liquidez em momentos de crise. Assim, elas poderiam logo vender essas *securities* para outros. Este processo ficou conhecido como “*originate and distribute model*”.

Tornou-se muito difícil saber o que estava acontecendo, principalmente porque muitas instituições financeiras usaram um sistema secundário para esconder suas exposições, no “shadow banking system, ou “sistema na sombra”, como será visto adiante. (Blackburn, 2008, p. 67). Sendo assim, uma grande variedade de instituições financeiras frouxamente reguladas e displicentemente supervisionadas passaram a constituir a contraparte da transferência de riscos de crédito do sistema bancário e a carregar riscos crescentes (Farhi e Cintra, 2008, p. 1).

1.4 GLOBAL SHADOW BANKING SYSTEM:

Segundo Farhi e Cintra (2008, p. 1), a arquitetura financeira desmantelada pela crise se desenvolveu ao longo das últimas décadas tendo como pano de fundo as complexas relações que se estabeleceram entre as instituições financeiras nos opacos mercados de balcão. Isso ocorreu em um contexto em que foi outorgada ampla liberdade de ação aos agentes financeiros. As instituições de supervisão e regulação estavam convictas de que os mecanismos de governança corporativa e os instrumentos de gestão e monitoramento dos riscos bancários haviam evoluído a tal ponto que suas decisões poderiam ser consideradas as mais apropriadas e eficientes para se evitar a ocorrência de episódios que desembocariam em risco sistêmico.

Na busca de instrumentos para retirar os riscos de crédito de seus balanços, os bancos sujeitos à regulação também estiveram na origem do surgimento e da forte expansão dos derivativos de crédito (CDS), por meio dos quais podem comprar proteção para os riscos de crédito de suas carteiras de empréstimos. Valeram-se, igualmente, dos chamados “produtos estruturados”, instrumentos resultantes da combinação entre um título representativo de um crédito – debêntures, títulos de crédito negociáveis, hipotecas, dívida de cartão de crédito, empréstimos corporativos etc. – e o conjunto dos derivativos financeiros (futuros, termo, swaps, opções e derivativos de crédito) qualquer que seja seu ativo subjacente. Num primeiro momento, os bancos empacotaram os créditos concedidos, os submeteram às agências de classificação de riscos e lançaram títulos sobre eles, com rendimentos proporcionais ao fluxo de caixa gerado pela quitação das prestações dos créditos. Os títulos estruturados eram divididos em diversas tranches com riscos e retornos diferenciados (Cintra e Farhi, 2008, p. 4).

Esse sistema “na sombra” se expandiu rapidamente entre os anos 1990 e 2000 como consequência da desregulamentação, o que permitiu que muitas instituições financeiras replicassem a função dos bancos como emprestadores, embora não pudessem criar moeda porque não podiam criar contas correntes para tal. “As primeiras ações a estourar em bolsa foram as das empresas da “nova economia”, a chamada crise das “.com”, seguida poucos anos depois pela crise do setor elétrico na qual o estrondo maior foi a falência da Enron. Após a crise da Enron, a legislação subsequente, ao invés de introduzir uma proibição completa desse sistema, permitiu por meio da Lei 46-R do

Ato Sarbanes-Oxley (SOX)⁴, a manutenção dos veículos “fora do balanço”. Enquanto os investidores ampliaram sua exposição, os bancos, como proprietários dos SIV’s, aprenderam de uma forma árdua que os produtos financeiros estruturados geraram perdas menos controláveis do que simples ativos, cujo valor jamais poderia ser reduzido a menos do que zero (Blackburn, 2008, p. 69).

Grande parte do problema ocorreu porque as instituições financeiras usaram o *shadow banking system* para esconder sua exposição. Houve uma interação entre bancos universais e as demais instituições financeiras que se deu, sobretudo, nos opacos mercados de balcão. Os bancos buscaram diversas formas de retirar os riscos de crédito de seus balanços com o objetivo de ampliar suas operações sem ter de reservar os coeficientes de capital definidos nos Acordos de Basileia I. Essas operações foram feitas através de operações nos mercados de derivativos, com títulos de securitização de créditos e também com os chamados veículos especiais de investimento (*Special Investments Vehicles ou SIV*), *conduits* ou *SIV-lites*. Mas somente puderam fazê-lo porque outros agentes se dispuseram a assumir a contraparte dessas operações, ou seja, assumir esses riscos contra um retorno que era elevado.

Tais agentes formaram o chamado *global shadow banking system* (“sistema bancário global na sombra” ou paralelo), de acordo com CINTRA & FARHI (2008). Constituindo, portanto, um conjunto de instituições que funcionava como banco sem sê-lo, captando recursos no curto prazo, operando altamente alavancadas sem possuírem seguro para seus depositantes (investidores) nem emprestadores de última instância que lhes garantissem liquidez em momentos de crise. Foi essa situação que entrou em colapso a partir da crise do *suprime*. Ademais, essas instituições não eram regulamentadas, sendo, portanto, muito vulneráveis a uma corrida de investidores e também a desequilíbrios patrimoniais (desvalorização dos ativos em face dos passivos).

O *global shadow banking system* inclui todos os agentes envolvidos em empréstimos alavancados que não têm (ou não tinham, pela norma vigente antes da eclosão da crise) acesso aos seguros de depósitos e/ou às operações de redesconto dos bancos centrais. Esses agentes tampouco estão sujeitos às normas prudenciais dos

⁴ Sarbanes-Oxley Act é uma lei estadunidense assinada em 30 de julho de 2002 pelo senador Paul Sarbanes e pelo deputado Michael Oxley. Essa lei visa garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança confiáveis nas empresas, criando comitês para supervisionar suas atividades e operações.

Acordos de Basileia. Nessa definição, enquadram-se os grandes bancos de investimentos independentes (*brokers-dealers*), os *hedge funds*, os fundos de investimentos, os fundos *private equity*, os diferentes veículos especiais de investimento, os fundos de pensão e as seguradoras. Nos Estados Unidos, ainda se somam os bancos regionais especializados em crédito hipotecário (que não têm acesso ao redesconto) e as agências quase-públicas (Fannie Mae e Freddie Mac), criadas com o propósito de prover liquidez ao mercado imobiliário americano. Blackburn (2008, p. 83.) interpreta este *credit crunch* como uma crise da financeirização, ou uma crise originada do que ele chama de “novo mundo da alavancagem”, desregulamentação e inovação financeira, que se tornou o pesadelo dos banqueiros nas quais os ativos-chave não conseguiram ser mais avaliados.

É importante salientar ainda o papel das agências de classificação de risco (*rating*) nesse sistema. Elas foram responsáveis por auxiliar as instituições financeiras na montagem dos “pacotes de crédito” que lastreavam os títulos securitizados de forma a garantir a melhor classificação possível. Com isso, tiveram um grande aumento de lucros com a expansão da securitização dos ativos de crédito. Elas foram responsáveis por classificar esses ativos como de “baixo risco” nos mercados secundários. Para isso, usaram os mesmos modelos de precificação de ativos que os bancos. Portanto, o *shadow banking system* tinha o grande papel de provedor de crédito ao próprio sistema, sendo que os ativos líquidos nos bancos eram insuficientes em relação à quantidade de empréstimos concedidos.

Martin Wolf (Blackburn, 2008, p.69) comparou os lucros dos grandes bancos em 2006 com as taxas de retorno de longo prazo. Enquanto esta esteve por volta de 7%, o lucro dos bancos nos Estados Unidos, Alemanha, França e Itália permaneceu por volta de 12% e no Reino Unido por volta de 20%. Essas altas taxas de retorno refletem, portanto, a alavancagem excessiva, a baixa capitalização e alta tomada de riscos. Isso ocorreu principalmente pelo fato de que os bancos tinham certeza da atuação dos bancos centrais como emprestadores de última instância, protegendo-os contra qualquer ameaça de corrida bancária. Assim, já durante a crise, o Banco da Inglaterra, com uma ajuda do Tesouro, afiançou o Northern Rock, o quinto maior banco hipotecário britânico; e o Fed subsidiou a compra do Bear Stearns, em março de 2008, pelo JPMorgan, a baixíssimo preço.

No entanto, em setembro de 2008 ocorreu a falência do Lehman Brothers, seguida pela compra do Merrill Lynch pelo Bank of America e a transformação do Goldman Sachs e do Morgan Stanley em holding financeiras (financial holding companies), sujeitas às normas de Basiléia, à supervisão do Federal Reserve e com amplo acesso às operações de redesconto das autoridades monetárias. Ademais, as instituições de crédito hipotecário sofreram fortes abalos, perdendo grande parte de sua confiança. A crise atingiu as duas grandes agências quase-públicas: a Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) e a Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac). Com a queda do preço dos imóveis, dados em garantias dos empréstimos, que passaram a valer menos do que as dívidas (hipotecas) e a duplicação no patamar de inadimplência, as empresas ficaram diante da possibilidade de insolvência (Cintra e Farhi, 2008, p. 42/43).

Segundo Cintra & Farhi (2008), além de seu papel no *global shadow banking system*, a deflação de ativos afetou profundamente tanto fundos de pensão como incontáveis fundos mútuos ao redor do mundo. Em primeiro lugar, a inadimplência começou a se espalhar para outras formas de crédito ao consumidor, bem como a atingir devedores de crédito hipotecário considerados de menor risco que os *subprime*. Em segundo lugar, é preciso levar em conta que a maior parte dos empréstimos hipotecários *subprime* foi concedida com condições que tornavam as prestações iniciais baixas, mas que, passados um ou dois anos, subiam de forma acentuada. De acordo com o Barclays Capital, no último trimestre de 2008, pode haver aproximadamente US\$ 7 bilhões em empréstimos pendentes cujas prestações serão reajustadas. O valor subirá para cerca de US\$ 20 bilhões no terceiro trimestre de 2009, e no segundo trimestre de 2010 poderá atingir US\$ 32 bilhões. O aumento médio dos pagamentos mensais será de 30% no início de 2009 e poderá alcançar 80% no final de 2011 (Bañales, 2008). Em terceiro lugar, a maior fonte de potenciais prejuízos suplementares— resultado do desmanche do *shadow banking system* — é o aguçamento do risco de contraparte nos mercados de derivativos financeiros, isto é, o risco de as instituições que aceitaram assumir os riscos de crédito dos bancos não conseguirem honrar seus compromissos. Perante as perdas, os grandes bancos foram obrigados, repetidas vezes, a sair em busca de novos e cada vez mais custosos aportes de capitais, em particular de fundos soberanos, para reforçar seus balanços de forma a se readequar aos critérios de Basiléia. Essa necessidade foi recorrente porque se manifestou, a cada vez, que os bancos teriam sido levados a

reconhecer novos prejuízos. Uma das fontes de pressões por novos capitais foi a necessidade de recolocar nos balanços os ativos deslocados para os SIV, uma das entidades do *global shadow banking system*.

A inexistência de uma câmara de compensação bem como a ausência de normas e especificações das operações são as características comuns aos ativos negociados no mercado de balcão. Esses instrumentos são livremente negociados entre as instituições financeiras e entre estas e seus clientes, fazendo com que as posições dos participantes sejam totalmente opacas. As negociações nesses mercados acabaram formando uma extensa e intrincada teia de créditos e débitos entre as instituições financeiras. Nem os reguladores conseguem ter uma idéia dos riscos cruzados e das posições das diversas instituições financeiras. Ademais, os produtos negociados no mercado de balcão não têm cotação oficial. Os preços são livremente acordados entre as partes e não são transparentes, uma vez que não são tornados públicos. Essa falta de transparência nos preços nos mercados de balcão, notadamente nos que apresentam baixa liquidez ou em montagens complexas e sofisticadas, pode impedir ou dificultar sua avaliação no decorrer do período em que a posição é mantida. A prática contábil de *mark-to-market* (ajustar a preços de mercado), conforme as recomendações dos organismos internacionais de supervisão e regulamentação, de forma a permitir uma avaliação do valor das posições, pode não ter referência clara e ser apenas aproximativa no que se refere aos derivativos de balcão, envolvendo consultas a outros intermediários financeiros ou cálculos segundo modelos matemáticos complexos. A questão da prática de marcação a mercado dos ativos no balanço dos bancos será discutida logo mais.

Na atual crise, o problema ressurgiu de forma mais aguda. No final de 2006, o Financial Accounting Standards Board (FASB), que regulamenta as informações contábeis das instituições financeiras, introduziu nova classificação dos ativos financeiros para efeito de apuração de seus preços. Os bancos deveriam estar mais bem capitalizados, por volta de 8 a 9% de capital de Nível 1, visto que os níveis de capitalização eram insuficientes no que se refere aos problemas criados pela disseminação da contabilidade "*off-balance*", constituída principalmente pelos SIV's, *conduits* e *hedge funds*. Os SIV's mantinham bilhões de dólares em derivativos de crédito, num modelo de preços que refletia o otimismo, ou seja, os ativos marcados a

mercado, num momento de otimismo alcançaram um valor muito alto. No entanto, quando a bonança no mercado foi dissipada, seu valor chegou a zero.

As novas normas contábeis, que deveriam garantir a estabilidade e a transparência do sistema, contribuíram para aumentar a volatilidade, provocando com isso uma crise de liquidez acompanhada de uma crise de confiança. Com efeito, os ativos de nível 1 somente representavam algo próximo de 9% dos ativos totais das instituições financeiras americanas, enquanto os de níveis 2 e 3 constituíam os 91% restantes. Assim, é difícil negar que essas instituições financeiras detinham ativos pouco líquidos em excesso, que a crise financeira se encarregou de reprecificar em níveis próximos de zero (Blackburn, p.70).

Ademais, falta contabilizar os prejuízos decorrentes do risco de contraparte das instituições do *global shadow banking system*. Boa parte dessas instituições — que tinham assumido a contraparte dos riscos transferidos pelos bancos — não apresenta condições de honrar os compromissos assumidos que continuam crescendo num ritmo infernal. Seus credores, os bancos universais, tampouco têm condições de prescindir desses pagamentos. O papel complexo e obscuro desempenhado por esse conjunto de instituições e pelos instrumentos financeiros negociados nos mercados de balcão multiplicaram os riscos e tornaram sua distribuição desconhecida, dificultando portanto, uma solução para tal crise.

Enfim, a crise toma dimensões clássicas de um processo de deflação de ativos, em que posições devem ser vendidas para honrar os compromissos, pagar os agentes financeiros e os saques dos investidores (Minsky, 1986).

“Uma crise financeira e econômica destrói não apenas riqueza financeira, mas derruba reputações e mitos, e força a revisão de conceitos e de procedimentos que se mostraram inadequados para lidar com a tempestade. Nesse sentido, uma nova regulamentação também deve surgir para evitar os excessos de alavancagem e de bancos e instituições componentes do “shadow banking system”, assim como novas restrições quanto às operações fora de balanço das instituições bancárias e não-bancárias. Outros exemplos de mudanças de regulação e de procedimentos podem ser invocados para comprovar a necessidade de várias modificações na supervisão e na fiscalização do sistema bancário, no rescaldo da crise financeira atual (Moura, 2009).

Sendo assim, a contabilidade baseada pelo preço justo, ou marcação a mercado está sendo o próximo alvo desta revisão regulatória. Nos Estados Unidos, existem pressões para o abrandamento da estrita aplicação do princípio da marcação a mercado, principalmente para a contabilização dos “ativos tóxicos”, vinculados a operações de crédito habitacional, já que a desintegração desse mercado fez com que tais ativos ficassem sem referência para a precificação de diversos papéis. No próximo capítulo, discutiremos os principais aspectos da avaliação dos ativos financeiros durante a crise.

2 MARCAÇÃO A MERCADO

2.1 O CONCEITO DE MARCAÇÃO A MERCADO

Pelas atuais regras vigentes (IAS 39), os instrumentos financeiros devem ser contabilizados pelo valor justo (valor justo de um ativo refere-se ao valor que seria obtido caso esse ativo fosse negociado, em condições justas, em mercados organizados sem características impositivas como a liquidação da empresa). No entanto, as mensurações subseqüentes dependem em qual categoria esses ativos são classificados. Sendo assim, a classificação de um ativo pode impactar as demonstrações financeiras de uma entidade. Dessa forma, a mudança na classificação dos ativos (IFRS 9) altera a maneira como as entidades aparecerão nas análises. No entanto, com a mudança nas regras contábeis, surge a preocupação com os impactos que a mudança possa gerar nos indicadores prudenciais e de rentabilidade das instituições financeiras (Almeida, 2010, p. 21).

De acordo com a IAS 32, instrumento financeiro é qualquer contrato que dê origem a um ativo financeiro de uma entidade e um passivo financeiro ou instrumento patrimonial de outra. Já um ativo financeiro pode ser: (i) dinheiro, (ii) um instrumento patrimonial de outra entidade, (iii) um direito contratual para recebimento de caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade ou (iv) um contrato que será ou poderá ser liquidado por instrumentos patrimoniais da própria entidade. Já um passivo financeiro pode ser: (i) uma obrigação contratual de entregar caixa ou outro ativo financeiro a outra entidade ou (ii) um contrato que será ou poderá ser liquidado por instrumentos patrimoniais da própria entidade (2008a, p. 1562).

Sobre a classificação e mensuração pelas normas contábeis é necessário explicitar a diferença entre as formas de mensuração: valor justo e custo histórico.

De acordo com as normas IAS 39 (2008b, p. 2000), o custo amortizado deve ser aplicado a alguns ativos e passivos financeiros. O custo amortizado é o montante pelo qual um ativo ou passivo financeiro é mensurado, no reconhecimento inicial, menos os reembolsos de principal, mais ou menos a amortização acumulada usando o método de taxas de juros efetiva de qualquer diferença entre esse montante inicial e o montante no vencimento, e menos qualquer redução (diretamente ou por meio de conta redutora) quanto à perda do valor recuperável ou impossibilidade de recebimento. Sendo assim, amortizar um custo significa contabilizar um ativo ou passivo de forma que a receita ou despesa registrada seja proporcional à taxa de juros ou rendimentos efetivos (Almeida, 2010, p. 27). Assim, a amortização deve considerar qualquer ágio ou deságio, bem como os custos relacionados com a aquisição ou emissão.

Anteriormente, a mensuração a valor histórico era a base de avaliação mais tradicionalmente utilizada pela contabilidade. Entretanto, a mensuração pelo valor justo pareceu ser a mais adequada ao longo das últimas décadas. De acordo com a IAS 39 (2008b, p. 2001), *“valor justo é o montante pelo qual um ativo pode ser trocado, ou um passivo liquidado, entre as partes dispostas e conhecedoras do assunto, numa transação sem favorecimentos”*.

O objetivo dessa avaliação é replicar os preços de mercado para os ativos, sendo baseada na disponibilidade de informações de mercado para tal avaliação. Isto implica que os instrumentos financeiros sejam avaliados com base em preços de mercado (se há um mercado) ou usando o mercado de um instrumento similar se não houver mercado para este instrumento específico; ou usando técnicas de avaliação baseadas em modelos (com e sem *inputs* do mercado em função da sua disponibilidade).

Para o FASB, de acordo com a SFAS 157, o valor justo é definido como o valor recebido pela venda de um ativo ou pago pela transferência de um passivo, em uma transação independente, entre participantes do mercado, na data da mensuração. Sendo este ativo negociado num mercado perfeito, ou seja, com condições justas e sem características impositivas. A SFAS 157 estabeleceu uma hierarquia de para aplicação

das técnicas de avaliação, visando aumentar a coerência e comparabilidade das mensurações, conforme segue:

- a) Nível 1: trata de preços cotados em mercados ativos, e passivos idênticos na data de mensuração, como Bolsa de Valores, ou simplesmente ao consultar a Bloomberg;
- b) Nível 2: os valores são baseados num modelo que os relaciona a um índice baseado em preços de ativos negociados em mercados;
- c) Nível 3: incluem os dados não observáveis; refere-se a ativos cujos mercados são os menos líquidos e cujos preços só podem ser obtidos usando-se modelos matemáticos.

No nível 2, encontra-se boa parte dos derivativos de balcão, enquanto os ativos lastreados em hipotecas ou outros tipos de crédito e investimentos em *private equity* estão no nível 3.

Outra questão importante diz respeito à existência de um mercado líquido. Muitos preços são listados, mas nem todos são negociados com a liquidez necessária para que haja uma formação de preços confiável.

A estrita marcação dos ativos a preços de mercado havia sido introduzida em novembro de 2007, tanto pelas organizações sob tutela do IFRS (International Financial Reporting Standard) quanto sob US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles in the United States), para que os ativos e passivos das instituições financeiras fossem contabilizados pelo valor justo. No entanto, pode-se dizer que essa forma de mensuração foi logo identificada com a crise que assolou o sistema norte-americano.

Devido ao uso crescente das medições pelo valor justo e pela demanda dos investidores por demonstrações financeiras que reflitam o valor econômico de uma entidade, os organismos reguladores têm promovido discussões sobre o seu conceito, com o intuito de emitir uma norma específica tratando apenas das mensurações pelo valor justo, estabelecendo critérios e, principalmente, as divulgações necessárias para a adequada compreensão do tema e dos efeitos de seu uso dos resultados e na posição financeira de uma entidade, segundo Almeida (2010 apud ERNEST & YOUNG, FIPECAFI, 2009, p. 248).

Por essa razão, existe um projeto em andamento, com o objetivo de criar uma definição única de valor justo, cuja norma está prevista para ser publicada no segundo trimestre de 2011. O projeto tem por objetivo corrigir alguns problemas atuais, como: a

existência de guias de mensuração dispersas entre várias normas, os quais nem sempre são consistentes; em alguns momentos, os guias são incompletos e não fornecem um objetivo claro de mensuração. Ademais, há uma discrepância entre o conceito de valor justo aplicado pelo IASB e o FASB, o que requer uma convergência, principalmente, após a crise financeira, a qual realçou a necessidade de uma orientação adicional sobre a mensuração do valor justo, na ausência de um mercado ativo.

Como solução de longo prazo, FASB e IASB analisam a razão para o uso do valor justo como única forma de mensuração de todos os tipos de instrumentos financeiros, levando em consideração alguns aspectos a serem analisados antes do estabelecimento de sua utilização como regra geral. Entre eles, estão os efeitos da variação do valor justo no resultado, a divulgação dos instrumentos financeiros e a própria definição de valor justo, cuja análise vem sendo feita no projeto de mensuração do valor justo.

2.2 A CONSEQUENCIA DO VALOR DOS ATIVOS NA CRISE

A crise levou os mercados de muitos ativos a se tornarem ilíquidos. Os compradores de ativos, hipotecas, créditos corporativos, produtos estruturados e derivativos desapareceram do mercado no exato momento em que a crise provocava, em muitas instituições, a necessidade de vendê-los para fazer caixa (atender chamadas de margem e efetuar resgates dos investidores). Os preços dos ativos caíram. Nesse contexto, torna-se praticamente impossível identificar o valor de determinados ativos nas carteiras das instituições (sobretudo dos mais complexos e pouco negociados) e os agentes econômicos procuram refúgio nos títulos públicos de maior segurança do mercado.

Pode-se dizer que a crise financeira mundial é exemplo dos reflexos contábeis imediatos decorrentes da alteração brusca do valor de mercado de ativos ou passivos. Muitas perdas verificadas contabilmente não apresentam reflexos imediatos nos fluxos de caixa, mas geram dúvidas quanto à capacidade de sua absorção pelas empresas e instituições financeiras que as divulgam.

Na atual crise das hipotecas *subprime*, verificou-se uma situação de iliquidez em muitos mercados, levando diversos bancos e outras instituições financeiras a se tornarem tecnicamente insolventes, ou seja, com passivos mais elevados que seus

ativos. Ademais, muitos ativos financeiros tinham deixado muitas vezes de ser contabilizados, em particular os chamados instrumentos “*off-balance*”, e os ativos que estavam nos balanços de pessoas jurídicas específicas criadas pelos bancos para nelas descarregar riscos (*Special Investment Vehicles, SIVs*). Esses ativos tiveram de ser “repatriados” para os balanços dos bancos em decorrência da parada brusca dos mercados de crédito de curto prazo (*commercial papers*) por causa da crise. Com isso, foi criada uma situação onde as avaliações passaram a ser fantasiosas. Alguns bancos dizem que o problema não veio da inadequação das finanças “obscuras” pela falta de regras contábeis, mas sim em função do fato que muitos ativos não estavam contabilizados corretamente nos balanços dos bancos. No entanto, a inadequação das finanças ou a de sua contabilização só apareceu quando as perdas foram reveladas.

Para Floyd Norris (2009), a maior parte dos bancos estava escondendo os ativos duvidosos que, de outra forma, apareceriam em seus balanços e quebrando as regras de capital, já que operavam muito alavancados, com um capital inadequado para os riscos que estavam tomando. Como forma de resolver a situação, novas medidas estão sendo tomadas para melhorar as regras contábeis.

Um esforço em conjunto está sendo feito para alterar as normas contábeis vigentes. No relatório recém divulgado pela FASB (Financial Accounting Standards Board) foram discutidas algumas questões relativas ao tema, reconhecendo o papel crítico das demonstrações financeiras e identificando quatro princípios que as instituições devem atender, entre eles: transparência e integridade; limitações das informações das demonstrações na evolução do cenário macroeconômico; o processo de convergência para um único padrão de contabilidade; a importância da independência dos órgãos reguladores, prestação de contas e responsabilização para as demonstrações. Isso deve ser feito como forma de simplificar e melhorar os padrões de contabilidade dos instrumentos financeiros. O foco está nas instituições financeiras por causa de seu papel central na crise, mas a FASB acredita que as recomendações devam ser aplicadas também a todas as entidades de negócios em geral.

Robert H Herz, presidente da FASB, afirmou que grande parte das instituições estava operando em mercados “opacos” desregulamentados. Sendo assim, a crise mostrou quão importante é a transparência do sistema. Mas também mostrou a

importância da questão da liquidez dos mercados. Quando esta desaparece, não existe mais referência para o valor dos ativos. Nessas circunstâncias, a regra de marcação a mercado, por definição, a mais transparente, torna-se pró-cíclica. Em outras palavras, nos momentos de crise, a marcação a mercado em condições de falta de liquidez dos mercados de certos ativos faz com que lhes seja atribuído um valor zero, causando profundos desequilíbrios nos balanços.

No início da crise, a principal crítica em relação à marcação a mercado sustentava que esta contribuiu para a prociclicidade do sistema. No período anterior à crise, muitos disseram que a contabilização a valor justo levou a um relato exagerado dos lucros, mas que durante a crise, a mesma levou a um exagero de prejuízos graves e uma conseqüente destruição de capital. A marcação a mercado, sem dúvida, contribuiu para um reconhecimento mais rápido da crise.

A partir disso, muitos passaram a argumentar que a contabilidade pelo valor justo ampliou os problemas causados pela turbulência no mercado, porque os preços que os bancos foram obrigados a reportar decorriam de vendas em condições adversas ou de avaliações irrealistas de ativos sem liquidez que permaneciam nos balanços e não constituíam um mercado objetivo ou real. Dessa forma, os episódios de histeria e pânico da atual crise reforçaram o argumento de que uma maior flexibilidade na avaliação dos ativos incentivaria a estabilidade do sistema financeiro, reduzindo as desconfianças relativas à solvência de bancos.

Quando se trata de um título com mercado líquido e ativo, o valor justo nada mais é do que a marcação a mercado. Mas quando não há liquidez para os papéis, deve-se aplicar algum outro método matemático conhecido. Daí a importância de estabelecer um terceiro método para dar independência e credibilidade ao processo, já que a problemática do valor justo está em estabelecer um padrão de confiança para este método.

A partir da crise, iniciou-se um processo para simplificar as regras sobre instrumentos financeiros. Nesse sentido, foi formado o FCAG (Grupo de Assessoramento para a Crise Financeira)⁵, pois logo após a crise, na procura pelos

⁵ O Grupo de Assessoramento para a Crise Financeira (FCAG), organização não-governamental que regulamenta as normas contábeis norte-americanas, foi formado para aconselhar o Conselho de Normas

responsáveis por suas causas, surgiram vozes sugerindo que a culpa poderia ser da contabilidade, mas principalmente do valor justo, pois esta forma de precificar os ativos acentuaria as perdas das instituições financeiras (FASB, 2009, p. 1).

É importante dizer que a informação financeira desempenha um papel importante ao fornecer informações imparciais, transparentes e relevantes a respeito da performance econômica e das condições dos negócios. Ela depende da qualidade dos padrões contábeis e também da confiabilidade da aplicação das práticas dos auditores independentes. Essas informações são importantes para os investidores e outros participantes do mercado na sua alocação de recursos. Quando os padrões regulatórios diferem dos padrões contábeis, isso pode criar efeitos significativos nas informações financeiras, tais efeitos podem ser revelados de maneira que não estejam de acordo com a transparência e integridade dessa informação, gerando, portanto, uma assimetria de informações. Além disso, as normas contábeis não estavam alinhadas com as práticas de gestão de risco ou com a regulamentação prudencial, principalmente no que se refere ao tratamento dos veículos fora do balanço (FASB, 2009, p. 1).

Nessa crise, fica muito mais evidente, portanto, a necessidade de uma mudança por causa da elevada participação dos ativos financeiros, denotando a fragilidade dos balanços dos bancos e, com isso, dos próprios bancos e demais instituições financeiras. Com uma situação de iliquidez, não há valor para os ativos, causando desequilíbrios nos balanços dos bancos. Sendo assim, uma maior flexibilidade na avaliação dos ativos incentivaria a estabilidade do sistema financeiro, reduzindo dessa forma a desconfiança.

Os padrões contábeis, mesmo não sendo os responsáveis pela crise financeira, expuseram sua fraqueza, bem como suas aplicações. Essa fraqueza reduziu a credibilidade nas informações financeiras, o que, em parte contribuiu para uma perda de confiança no próprio sistema financeiro como um todo.

Sendo assim, pode-se dizer que a contabilidade a valor justo desempenhou um papel específico na crise atual. Sua aplicação levanta uma série de questões. Enquanto

algumas estão sendo abordadas pelos *standard setters*, outras têm uma dimensão mais macroeconômica.

2.3 CRISE DE VALUATION

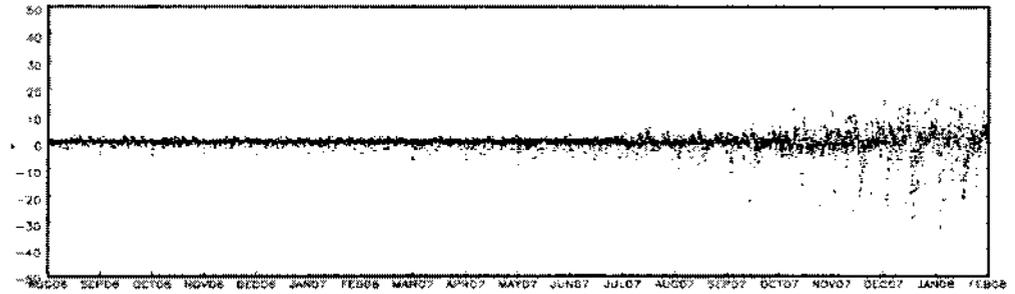
A crise atual é acima de tudo uma crise de *valuation*. *Valuation* envolve a interação entre a dinâmica do mercado, o comportamento econômico dos agentes, as normas de contabilidade e as regras prudenciais. O que é particularmente impressionante nessa crise é que a incerteza a respeito do valor real dos instrumentos financeiros complexos (produtos estruturados), prejudicada pela confiança no mercado global, aumentou a incerteza sobre as posições de risco das contrapartes e levou ao contágio entre várias classes de ativos, mercados e regiões. Tal incerteza levou os participantes do mercado a serem incapazes de avaliar os instrumentos financeiros ilíquidos, bem como situações de stress do mercado, resultando no colapso financeiro, que por muitos analistas já é considerado como a pior crise financeira desde a Grande Depressão. Dessa forma, a crise revive a questão de como os instrumentos financeiros devem ser reportados (Noyer, 2008, p.I).

Desde a eclosão da crise no final de agosto de 2007, os produtos financeiros mais sofisticados como os produtos estruturados e o conjunto das *securities* lastreadas em crédito, ficaram sem liquidez, tornando-se muito mais difícil encontrar preços de mercado para tais ativos.

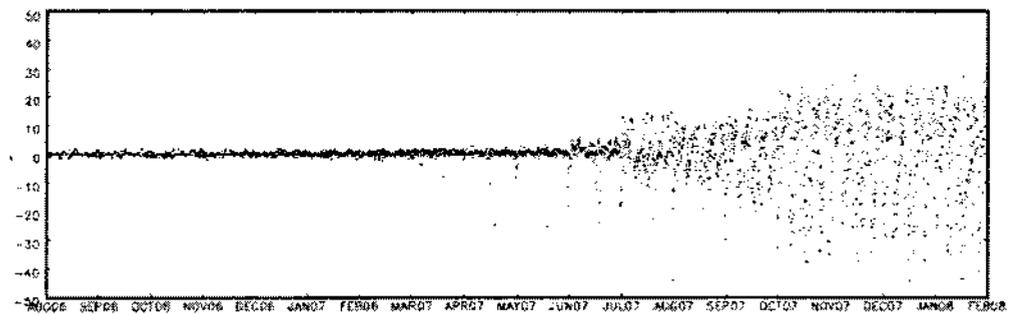
Tal fato pode ser observado na Figura 1, que mostra uma série de avaliações para esses últimos instrumentos financeiros. Podemos perceber que a partir de Julho de 2007, a dispersão começa a aumentar. Em agosto de 2007, houve uma quebra nos mercados ilíquidos, rompimento no funcionamento do mercado interbancário, uma crescente preocupação com a precisão dos resultados divulgados pelas instituições financeiras, levando ao aumento da volatilidade dos preços de suas ações, bem como um “aperto” nas condições de financiamento.

Figura 1 – Fonte: Clerc (2008)

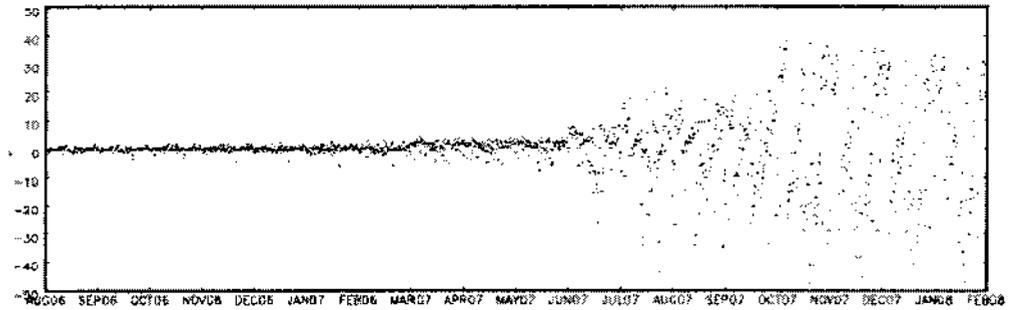
Chart 1
Rated home equity loan ABS tranches
(Y-axis: fitting error)
AAA—



AA—



A—



Source: Perraudin and Wu (2008).

Como a liquidez evaporou rapidamente no mercado de muitos produtos estruturados e os preços das transações primárias e secundárias tornaram-se indisponíveis, a maioria dos bancos e instituições financeiras optou por mudar de métodos de avaliação com base nos preços observáveis ou que consideravam ser observáveis (índices) para métodos que confiavam mais em avaliações com base em modelos. Em alguns casos, esses modelos de avaliação não exigiam utilizar informações consideradas não-observáveis (Noyer, 2008, p. II).

Dessa forma, a crise financeira internacional fez ressurgir a questão de como os instrumentos financeiros devem ser contabilizados em momentos de *stress* no mercado. *Valuation* não está relacionada somente a padrões contábeis, como a crise demonstrou, mas também é central para mensuração e gestão de riscos, requisitos de capital, análise de solvência e estabilidade financeira. Como tal, a questão é fundamental tanto para o bom funcionamento dos mercados financeiros e suas instituições, quanto para os sistemas financeiros em seu papel de alocar capital de forma eficiente na economia. Em outras palavras, a questão de avaliação está no cerne do atual sistema financeiro, que é baseado no mercado e sensível aos riscos.

Segundo Noyer (2008, p.II), o quadro de *Valuation* exposto na época em que a crise atingiu a economia mundial foi o legado de esforços já iniciados na última década com o objetivo de melhorar o gerenciamento de riscos das demonstrações financeiras das instituições financeiras. Para este autor, o uso generalizado de métodos sofisticados de gerenciamento e mensuração de risco por toda a indústria financeira aumentou a sensibilidade ao risco e a consciência de risco em todo o sistema. Em paralelo, o movimento em direção à marcação a mercado nas demonstrações financeiras fomentou a transparência e um melhor reconhecimento das exposições ao risco e contribuiu para afinar a disciplina no mercado.

A lógica subjacente à mudança para o método de marcação a mercado foi basicamente que as demonstrações financeiras precisam refletir o valor nos quais os itens de seus balancetes podem ser comprados ou vendidos nas transações correntes entre as partes, permitindo que os participantes do mercado, investidores e supervisores tenham uma melhor visão dos atuais perfis de risco das instituições financeiras.

A crise, a partir de uma crise de iliquidez, originou incerteza a respeito da avaliação dos produtos de créditos estruturados, preocupação a respeito da confiabilidade dos *ratings* e opacidade a respeito da exposição ao risco. Baseado na experiência da crise, Noyer (2008, p. II) aponta quatro resultados dessa crise.

Primeiro, no nível da firma, a crise revelou grandes dificuldades nas avaliações em diversas instituições financeiras. A maior parte da precificação do risco de crédito e dos modelos de avaliação de risco falhou ao produzir estimativas não condizentes com a

realidade do mercado. Estas falhas foram agravadas pelas avaliações de risco insuficientemente disciplinadas. Ademais, houve excessiva confiança nos *ratings* para os produtos estruturados, uma avaliação de risco de liquidez excessivamente otimista, uma perigosa confiança em uma única fonte para os preços ou a confiança na avaliação de mercados primários como guias para a contabilização a valor justo.

Segundo, a crise também revelou o quanto a divulgação irregular ou inadequada da exposição ao risco agravou a incerteza e alimentou a iliquidez do mercado, contribuindo assim para a queda do valor dos ativos. Isto se tornou mais evidente para os “*off-balance sheet vehicles*” (ou ativos “fora do balanço”), os quais foram utilizados por entidades reguladoras para esconder seus riscos, criando assim um senso de redução indevida de exposição.

Terceiro, a crise também expôs a necessidade de “clarear” algumas noções contábeis, consideradas como o ponto chave para a avaliação dos ativos complexos no mercado de preços. A experiência da crise mostrou que as instituições financeiras tiveram diferentes interpretações do que seria “mercado ativo” ou episódios de “*distress sale*”.

Quarto, a crise também sugere a interação no sistema financeiro através de práticas de avaliação, padrões de demonstrações financeiras e regras de solvência. A queda acentuada no preço dos ativos, em particular os produtos estruturados e securitizados, combinado com a regulamentação de solvência interna e gestão de risco das instituições financeiras deu origem à dinâmica endógena de preços de mercado sustentados e amplificou os choques iniciais. Na verdade, dadas as normas de contabilidade vigentes, como resultado do crescimento da securitização e do aumento do volume dos instrumentos marcados a mercado, a queda dos valores de mercado mostraram-se mais diretas e visíveis nos balanços, colocando pressão sobre os lucros e perdas ou sobre o capital próprio. Essas dinâmicas, junto com a expansão involuntária do balanço (por exemplo, as linhas de crédito para os Veículos de investimento estruturado –SIVs, ou *conduits*- foram ativadas e, a exposição ao risco inicialmente prevista para ser vendido teve que ser armazenado) significavam que as instituições financeiras regulamentadas tiveram que levantar capital e/ou vender ativos, para suprir a depressão do valor de mercado de seus ativos.

Sendo assim, o quadro de *Valuation* que se apresenta, quando baseado nos preços de mercado, estão condicionados à existência de valores para os instrumentos financeiros, bem como a confiabilidade nesses valores. No entanto, de acordo com Noyer (2008, p.4), os mercados financeiros estão longe de serem perfeitos e completos. Em primeiro lugar, como evidenciado no caso dos produtos estruturados, os preços de mercado podem não existir para cada um dos ativos em todos os momentos. Quando os ativos são adaptados especificamente às necessidades de um investidor, por exemplo, como foi o caso de uma série de títulos lastreados em ativos (ABS) de obrigações de dívida (CDOs), estes dificilmente poderiam ser comercializados. Seus preços eram dados por um tempo, a negociação era esporádica e em mercados que não podem ser considerados como “justa” a marcação dos valores.

Em segundo lugar, mesmo quando os ativos são negociados em mercados ativos, seus preços carregam consigo as imperfeições do mercado em que são negociados. Em outras palavras, os preços podem não refletir seu real valor futuro, mas somente o dinheiro disponível no mercado para os compradores. Além disso, nos momentos de nervosismos no mercado, a incerteza que afeta os preços tende a ser endógena. Em mercados sem liquidez, a marcação dos ativos a valor de mercado significa que "o valor do meu ativo depende do preço que os outros têm que conseguir para vender os seus ativos". Conseqüentemente, mudanças nos comportamentos dos participantes no mercado, principalmente sobre suas exposições ao risco, leva-os a tomar ações que podem precipitar a dinâmica dos preços.

Em terceiro lugar, as imperfeições do mercado não são neutras em relação ao desempenho dos modelos de risco. A maioria dos modelos supõe que os participantes do mercado são suficientemente atomistas e têm preferências de risco diferentes de modo que, em conjunto, suas ações são essencialmente aleatórias e nenhum deles pode ter um impacto sustentável sobre os preços de mercado. Em outras palavras, os modelos de risco falham em deixar de levar em consideração que as ações com base em medidas de risco influenciam o mercado.

A crise financeira se desenrolou devido às falhas de mercado, visto que este não conseguiu atingir seus dois objetivos principais: a precificação dos ativos e a discriminação de tais riscos. Dessa forma, as falhas de mercado que contribuem para os

problemas de avaliação poderiam ser corrigidas através de políticas públicas focalizadas, com o objetivo de corrigir tais imperfeições. As normas contábeis seriam o melhor instrumento para unir as informações financeiras e os riscos.

2.4 A CONSTRUÇÃO DO DESEQUILÍBRIO

A crise financeira, como dito no capítulo anterior, originou-se de uma combinação de baixas taxas de juros e de uma expansão monetária e de crédito. Além disso, o excesso de poupança nos países emergentes foi re-intermediado pelo sistema financeiro global, principalmente nos Estados Unidos.

Nesse contexto, a redução da emissão dos títulos do governo norte-americano fez com que os CDOs (*Collateralised Debt Obligation*) se tornassem muito mais atraentes, pois proporcionavam maior rendimento em relação a ativos com o mesmo valor e eram muito menos expostos ao risco de inadimplência.

Segundo Clerk (2008, p. 25), *“o acúmulo dos desequilíbrios internos e globais foi amplificado por uma dificuldade dupla: o valor justo para os ativos e a discriminação do risco. A conjugação destes dois elementos em um contexto de mercados de crédito imperfeitos deu origem a um efeito conhecido como amplificação do “mecanismo de aceleração financeira”.*

A aceleração financeira foi agravada no contexto do modelo *“originate-to-distribute”*, que representa uma importante mudança estrutural no financiamento da economia na última década. Em tal modelo de negócio, os emitentes de empréstimo tinham poucos incentivos para assegurar a volatilidade desses empréstimos, uma vez que eles esperavam transferir o risco de crédito a outros investidores. Este tipo de problema de risco moral foi ainda mais forte quando os empréstimos eram originados por entidades não-regulamentadas. Na próxima etapa da cadeia de securitização, os compradores dos empréstimos que pretendiam remontá-los em instrumentos de crédito complexos tinham poucos incentivos para fiscalizar a qualidade dos bens adquiridos. Uma das razões é que os compradores finais desses ativos eram guiados principalmente pela avaliação (*rating*) dos ativos subjacentes. Assim, as informações assimétricas têm participação em cada etapa do processo, proporcionando uma poderosa fonte de contágio.

Quanto à gestão de risco, os títulos produzidos ao longo da cadeia de securitização são garantidos por ativos, em geral à base de um conjunto de créditos, a fim de superar as informações assimétricas. O preço desses ativos, em última instância depende dos preços da habitação. Enquanto os preços da habitação aumentavam, a hipoteca pôde ser refinanciada com taxas menores de empréstimo. Uma vez que as perdas decorrentes dos empréstimos inadimplentes não são mais suportadas pelos concedentes de tais empréstimos, estes não se preocupam mais em manter o valor desses empréstimos abaixo do valor justo. O processo de securitização continua enquanto o valor presente líquido dos “empréstimos empacotados” ainda pode absorver as perdas.

Neste momento as inovações financeiras têm papel preponderante. Em resposta à crescente demanda por ativos financeiros, houve um enorme crescimento de novos produtos nos últimos anos, principalmente Collateralised debt obligations (CDOs) de ABS, os quais foram os principais responsáveis pelos *write-downs*. Os CDOs financiavam a compra de *bonds* de alto rendimento, tais como *BBB-rated mortgage-backed*, através da emissão de títulos de CDOs com rating AAA, ao quais apresentavam rendimentos mais baixos. Nesse cenário era crucial que fosse atribuído rating AAA para *sênior CDO Bond tranches*.

As agências de classificação de risco foram cruciais nesse processo: os investidores contavam com a sua classificação para cumprir com suas diretrizes de investimento ou suas restrições; elas ajudaram dessa forma a construir uma confiança nos CDOs para então avaliar esses produtos. Segundo Clerc (2008, p. 28), “o processo de avaliação dos produtos estruturados envolve determinar o reforço de crédito, que corresponde à quantidade de perdas que pode ser absorvida do ativo subjacente antes que um determinado *tranche* absorva qualquer perda.”

Por essas razões, as agências de regulamentação já haviam implantado novas regras contábeis para os produtos financeiros estruturados. Apesar de suas diferenças, IFRS e US GAAP já previam a utilização do valor justo para os ativos financeiros que não seriam mantidos até o vencimento. As duas normas de contabilidade propõem uma hierarquia de metodologias para mensurar o valor justo de um ativo, começando com preços observáveis em “mercados ativos”, e depois um modelo de marcação a mercado

para os ativos considerados menos líquidos, os quais envolvem informações “não-observáveis”. Isso acontece porque a disseminação do modelo “*originate-to-distribute*” e o crescimento das transferências de risco de crédito por meio da securitização fizeram aumentar a quantidade de ações marcadas a mercado no balanço dos bancos, visto que a maioria dos detentores de tais produtos financeiros estruturados desejaria vender esses ativos antes mesmo do vencimento. Sendo assim, ambas as normas contábeis prevêem provisões para o reconhecimento de mudanças no valor justo nos balanços dos bancos, ou seja, prevêem provisões para ajustes de marcação a mercado. Isso poderia estabelecer um *link* entre a contabilidade do valor justo e a regulamentação de capital dos bancos, o que facilitaria a alavancagem dos ativos quando o preços desses ativos – principalmente o das habitações- aumentasse (Clerc, 2008, p. 28).

A interação entre todos estes elementos explica por que, em contraste com outras crises bancárias já sofridas, de acordo com Clerc (2008, p. 28), o episódio atual tem sido caracterizado por uma correção acentuada e muito rápida, impactando diretamente nos balanços dos bancos através de impressionantes *write-downs*, com muitas instituições, então, sendo forçadas a levantar o capital externo e/ou vender seus ativos.

As vendas forçadas de ativos criaram problemas adicionais, pois em épocas de restrição de capitais, os bancos também enfrentam pressões por financiamentos de curto prazo. Isso ocorre porque a liquidação dos ativos de um banco impacta diretamente o balanço de outro banco, que detém os mesmos bens, pois o preço de mercado desses ativos tende a cair e assim por diante. Isso cria uma pressão sobre o capital do segundo banco e o força a liquidar algumas posições. Foi quando ocorreram os *write-downs* dessa crise. Quando o elo mais fraco da securitização quebrou, o *subprime*, houve um endurecimento da política monetária do Fed, com aumento do serviço da dívida hipotecária, quando aumentou as taxas de juros pela última vez em Junho de 2006 e após isso, começou a reduzi-las⁶. Ademais, as agências de classificação de risco, uma das responsáveis por manter essa estrutura, foram obrigadas a classificar esses ativos para baixo. Além disso, essas agências haviam vendido seguros para proteger as *sênior tranches de CDO*. Sob a contabilidade do valor justo, os detentores dos títulos “desclassificados” também tiveram que marcá-los para baixo, criando dessa forma uma

⁶ Disponível em: <<http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>> em 26/11/2010

espiral de queda de preços, evidenciando dessa forma a prociclicidade da marcação a mercado.

Esse fato levanta a questão de *Valuation* para os produtos financeiros complexos, como os CDOs. O tamanho da queda dos preços desses ativos mostrou que as suposições a respeito das taxas de recuperação, o *default* correlacionado ao conjunto desses ativos bem como os modelos utilizados para mensurá-los eram claramente imperfeitos, isso quer dizer que os CDOs foram superavaliados (Clerc, 2008, p. 30).

Conseqüentemente, o processo de correção dos preços pode ser considerado como uma tentativa do mercado de descobrir o valor real ou de equilíbrio dos ativos subjacentes. Dada a complexidade dos ativos envolvidos, a falta de liquidez no mercado para tais ativos e a imprecisão dos modelos de preço existentes faz com que um novo processo de precificação torne-se longo.

Num cenário onde a maioria dos ativos nos balanços das instituições financeiras eram produtos financeiros estruturados, os quais podem ser chamados de “produtos exóticos”, que envolvem fórmulas complexas (opções em cestas de ações, opções de fundos de hedge,...) e produtos envolvendo ativos ilíquidos ou produtos com liquidez volátil (títulos corporativos, CDOs,..), fez com que mesmo em condições normais de mercado, esses produtos se tornassem praticamente inviáveis de avaliar. De acordo com Clerc (2008, p. 30), devido à falta de liquidez, um número crescente de instrumentos que foram mantidos para negociação e, portanto, previamente avaliados através de preços de mercado tornaram-se valorizados através de modelos de avaliação que usam significativos insumos não observáveis. Isto levou a uma reclassificação dos ativos sob US GAAP do nível 1, para o nível 2 e nível 3, em seguida⁷.

De acordo com as normas de contabilidade (IFRS e US GAAP), é possível reverter preços para técnicas de modelagem somente na ausência de preços de mercado

⁷ O Nível 1 determina os preços cotados para instrumentos idênticos para mercados ativos. O Nível 2 estabelece o uso de insumo de avaliação- mais do que preços cotados- que são direta ou indiretamente observáveis no mercado (curva de taxa de juros, taxa swap, etc). O Nível 3 incorpora técnicas de avaliação com informações não-observáveis (fluxo de caixa esperado para desenvolvido pelo uso de informação própria).

ou se os preços de transação observados no mercado são resultado de transações forçadas, liquidação involuntária ou *distressed Sales*.

3 DESAFIOS DA MARCAÇÃO A MERCADO

Na busca da compreensão das razões que ocasionaram a crise financeira mundial, diversos aspectos relacionados à regulamentação dos mercados financeiros têm sido discutidos. No que se refere à contabilidade, questiona-se se a mensuração pelo valor justo teve algum impacto na deflagração ou no agravamento da crise financeira mundial.

A marcação a mercado não teve papel decisivo na deflagração da crise financeira e nem poderia ter evitado a mesma. Entretanto, devido a sua prociclicidade, este modelo de mensuração foi responsável por acelerar a descoberta da crise do *subprime*. A partir disso, a pergunta que se faz é: a contabilidade é tão importante para ser deixada somente na mão dos contadores? A resposta pode ser não. A contabilidade tem todos os atributos de uma área pública e está intimamente ligada à regulação, o que conduz políticas macroeconômicas. Assim, normas contábeis estão sujeitas às políticas públicas em geral. Devido às imperfeições de mercado, as questões de mensuração influenciam o comportamento das instituições financeiras e determinam a eficiência do mecanismo de preços ao guiar as decisões dos agentes (Shin et al, 2008, p. 93).

Segundo Shin (2008, p. 86), a contabilidade pode ser considerada somente como um disfarce, deixando os fundamentos econômicos inalterados. Com certeza, no contexto de mercados sem atritos onde os ativos são plenamente líquidos, a contabilidade pode ser considerada irrelevante. Mas no mundo imperfeito em que vivemos, onde, como vimos anteriormente, os mercados não são sempre líquidos e os incentivos são distorcidos, a contabilidade desempenha um papel importante. Dada essa importância, neste capítulo discutiremos acerca dos desafios da marcação a mercado no debate da estabilidade financeira.

3.1 IMPORTÂNCIA DOS PADRÕES CONTÁBEIS

A mudança nos padrões contábeis de custo histórico para a marcação a mercado tem gerado um debate bastante controverso. Enquanto o excessivo conservadorismo do

custo histórico leva a algumas ineficiências, a marcação a mercado leva a outros tipos de ineficiência ao injetar uma volatilidade excessiva que degrada a informação do valor de preços e induz a decisões sub-ótimas (Shin, 2009, p.86).

Num estudo realizado por Shin (2008, p.86), foram determinados os prós e contras da marcação a mercado. Sendo assim, foram considerados os atributos chaves dos itens encontrados nos balanços dos bancos: (i) longa duração, (ii) ilíquidos e (iii) sênior. A partir disso, foi montada uma estrutura de modelagem formal para avaliar as questões no movimento em direção ao “valor justo” ou “marcação a mercado”, num sistema em que os preços de mercado são empregados nas avaliações durante a maior parte do tempo.

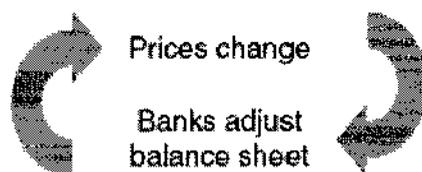
Os defensores da marcação a mercado argumentam que o valor de mercado de um ativo ou passivo é mais relevante do que o do custo histórico em que foi comprado ou incorrido, porque o valor de mercado reflete a quantia pela qual esse ativo ou passivo pode ser comprado ou vendido em uma transação atual entre as partes dispostas. Um sistema de mensuração que reflita os preços das transações, portanto, deveria levar a uma melhor visão sobre o perfil de risco atual das firmas para que os investidores pudessem exercer melhor a disciplina de mercado e a ação corretiva sobre as decisões das firmas (Shin, 2008, p.86).

Uma pré-condição para a aplicação da contabilidade a valor justo é que os valores de mercado estejam disponíveis para os ativos ou passivos em questão. No entanto, para classes importantes de ativos ou passivos os preços em que as transações ocorrem não combinam bem com o ideal de um hipotético mercado competitivo sem atrito. Os empréstimos são um bom exemplo. Os empréstimos não são padronizados e não são comercializados em mercados líquidos. Em vez disso, eles são típicos de muitos tipos de ativos negociados essencialmente através do mercado de balcão (over-the-counter- OTC), onde os preços são determinados através de negociações bilaterais e correspondentes. Os empréstimos são também embalados e divididos em títulos garantidos por ativos, como garantia de obrigações de dívida (CDOs). No entanto, estas operações também se realizam nos mercados de balcão. Assim, encontrar o “valor justo” de um ativo de empréstimo ou de securitização é como encontrar o preço hipotético que prevaleceria se existissem mercados sem atrito para esses ativos. Os

mercados de balcão geralmente são ilíquidos, exibindo prêmios de risco variáveis que dependem sensivelmente dos choques de oferta.

A chave para o debate é saber se a contabilidade de valor justo introduz uma excessiva volatilidade nos preços de transações, ou seja, se a marcação a mercado leva ao surgimento de uma fonte adicional endógena de volatilidade que é meramente uma consequência da norma contábil, ao invés de algo que reflita os fundamentos subjacentes. Assim, as decisões reais podem ser distorcidas devido ao regime de mensuração.

Os mercados financeiros são o melhor exemplo de um ambiente onde os indivíduos reagem ao que está acontecendo ao seu redor, e onde as ações dos indivíduos afetam os próprios resultados. Então, sob certas condições, mudanças nos preços provocam reações dos bancos, as quais movem preços, e provocam mais reações, e assim por diante. Os bancos reagem a mudanças de preços e as mudanças de preços provocam reações a mercado.



A contabilidade pela marcação a mercado garante que qualquer mudança no preço de mercado seja refletida imediatamente no balanço. Assim, os bancos são obrigados a ajustar seus ativos mais rapidamente. Sendo assim, os preços induzem as ações dos agentes econômicos, ou seja, os preços são espelhos dessas ações (Shin, 2008, p.88).

É importante distinguir entre a volatilidade dos preços que refletem apenas a volatilidade dos fundamentos econômicos da volatilidade que não pode ser justificada por estes fundamentos. Se os próprios fundamentos são voláteis, então os preços de mercado irão meramente refletir essa realidade. Entretanto, não podemos esquecer que a volatilidade é uma característica intrínseca aos preços dos ativos determinados nos mercados financeiros.

No entanto, a natureza "artificial" da volatilidade refere-se a algo mais maligno. Quando o horizonte de decisão dos participantes no mercado é reduzido devido a incentivos de curto prazo ou outras imperfeições do mercado, então, as flutuações dos preços de curto prazo afetam os interesses dos participantes do mercado e, conseqüentemente, influenciam suas ações.

Existe então a possibilidade de um ciclo de *feedback*, onde a antecipação dos movimentos de preços de curto prazo induz os participantes a agir no mercado como uma maneira de amplificar os movimentos dos preços.

Quando tais efeitos de *feedback* são fortes, então as decisões dos bancos baseiam-se na adivinhação de qual seria a segunda escolha de decisão dos agentes em vez de agir com base nos fundamentos percebidos (Clerc, 2008, p. 89).

Nesse sentido, há o perigo do surgimento de uma fonte adicional de volatilidade endógena que é meramente uma conseqüência da norma contábil, ao invés de algo que reflita os fundamentos subjacentes. Portanto, compreender a natureza e a gravidade desses efeitos é a chave para entender a natureza da controvérsia em torno dos padrões do valor justo.

3.1.1 CUSTO HISTÓRICO VERSUS MARCAÇÃO A MERCADO

A controvérsia que estourou com a crise é se a contabilidade pelo valor justo pode ter sido a responsável pelo aprofundamento de tal crise. A questão que se coloca é saber se existe um método mais adequado de avaliação dos ativos. Nessa seção, faremos uma comparação entre o regime de custo histórico e a marcação a mercado.

Em geral, a marcação a mercado tende a ampliar os movimentos nos preços dos ativos em relação aos seus valores fundamentais, enquanto o regime do custo histórico injeta um conservadorismo excessivo. O regime de marcação a mercado leva a uma ineficiência nas vendas em tempos difíceis, mas o regime do custo histórico transforma-se particularmente ineficiente em épocas de prosperidade. Para Shin (2004, p.1), o tempo de maturidade de um ativo (*seniority*) determina a função de rentabilidade de um ativo e tem um impacto importante sobre a escolha do regime ideal.

Isso leva a um claro *trade-off* entre os dois regimes de mensuração. Em particular, o modelo desenvolvido por Platin, Sapra e Shin gerou 3 implicações:

1- Para os ativos de curta duração, a marcação a mercado induz a uma menor ineficiência do que a contabilidade pelo custo histórico. Sendo o contrário para ativos de longa duração.

2- Para os ativos suficientemente líquidos, a marcação a mercado induz a menores ineficiências do que o custo histórico. Sendo o contrário para os ativos ilíquidos.

3- Para os chamados ativos “Junior” a marcação a mercado induz a menores ineficiências do que o custo histórico. Sendo o contrário para ativos “sênior”.

Esses resultados são bastante relevantes para a política econômica contábil. A oposição a marcação a mercado foi liderada pelo setor bancário e de seguros, enquanto que os investidores de capital têm sido os defensores mais entusiasmados dessa prática. Isso ocorre porque para os bancos e seguradoras, grande proporção de seus balanços consiste, precisamente, de itens que são de longa duração, “sênior”, e de pouca liquidez. Para os bancos, estes itens são apresentados geralmente do lado do ativo dos seus balanços. Empréstimos são, normalmente, sênior, de longo prazo e muito pouco líquidos. Para as companhias de seguros, o foco está sobre o passivo de seu balanço. Os passivos de seguro são de longo-prazo e ilíquidos. Em contraste, “Ações” (*equity*) é uma classe de ativos que são “Junior” (no caso de ações negociáveis) e negociadas em mercados líquidos de ações. Para os investidores desses ativos, a marcação a mercado tende a ser melhor. Isto ajuda a explicar porque os investidores em ações têm sido os defensores mais entusiastas da marcação a mercado.

O modelo destaca também a interação entre liquidez e o regime de mensuração. À medida que a liquidez dos ativos seca, a marcação a mercado torna-se significativamente mais ineficiente do que o regime do custo histórico, porque as preocupações estratégicas sobrecarregam a análise dos fundamentos.

É importante dizer que crises financeiras são sempre precedidas por excessos nos mercados financeiros e nessa crise não foi diferente. O clamor para a suspensão da marcação a mercado em momentos de nervosismo no mercado tende a ser exacerbados.

A escolha de um padrão contábil para as instituições financeiras é um dos assuntos mais contenciosos que os reguladores de política e *accounting standard setters* estão enfrentando neste momento.

Medidas políticas afetam as ações das empresas e estas, por sua vez, os preços. Os autores comparam um regime de mensuração baseado em preços passados (custo histórico) com um regime baseado em preços atuais (marcação a mercado). O custo histórico é ineficiente porque ignora os sinais de preços. Entretanto, ao tentar extrair um conteúdo informativo de preços correntes, o regime de marcação a mercado distorce estes conteúdos, adicionando um componente extra de flutuação de preços. O resultado é que a escolha entre esses dois regimes se resume a um dilema: ignorar os sinais de preços ou confiar em versões já degradadas.

Mesmo sob o regime de custo histórico, um ativo de longa duração é contabilizado pelo custo histórico com uma medida comprometida. Ou seja, se o valor justo de um ativo de longa duração é inferior ao seu custo registrado, ele será registrado pelo valor justo. Sob o regime de custo histórico com regime de *impairment* (ou *perda recuperável de um ativo*), o raciocínio poderia prever que a ineficiência de tal regime dependeria da natureza do *impairment* do ativo. Isto ocorre porque a natureza do *impairment* determina como o ativo de longa duração é computado.

A partir da perspectiva de estabilidade do sistema, induzir ações que reduzem os ciclos financeiros são desejáveis. Embora a contabilização pelo custo histórico tenha a limitação de que os preços recentes não são levados em consideração, ela tem a vantagem de induzir ações que reduzam o ciclo financeiro. Quando o preço de mercado de um ativo aumenta acima de seu custo histórico, o gerente da firma tem o incentivo para vender tal ativo, a fim de realizar o ganho de capital. Em outras palavras, quando o preço aumenta, o incentivo é para vender. No regime de marcação a mercado, um aumento no preço dos ativos leva a compra de mais desses ativos. Em outras palavras, quando o preço aumenta, o incentivo é para comprar mais ativos. É essa a resposta da marcação a mercado que está no centro do debate.

Sendo assim, os autores (Shin, 2008, p.92) sugerem que a estrita aplicação da marcação a mercado deva ser bastante cautelosa. Nesse debate, deve-se enfatizar a

importância da questão do “segundo melhor” (*Second Best choice*). Quando existem diversas imperfeições no mercado, a remoção de um conjunto delas não promove uma situação de bem-estar sempre.

Os *accounting standard setters* internacionais, IASB e FASB, não vêem como sua missão examinar o impacto global de seus padrões contábeis. Em vez disso, eles vêem seu papel de forma muito mais estreita, que seria apenas de assegurar que os valores contábeis reflitam os termos de negócio entre as partes (Shin, 2008, p.92).

Portanto, não existe melhor alternativa do que a marcação a mercado, já que o conceito de valor justo está muito mais próximo dos futuros fluxos de caixa da instituição, quando comparado ao custo histórico. Contudo, por envolver estimações dos valores envolvidos, se torna mais subjetivo, ao passo que o custo histórico é mais objetivo, por ser facilmente verificado em documentos fiscais (Lopes e Martins, 2007, p. 66).

3.1.2 PROCICLICIDADE

A crise revelou uma série de falhas em várias áreas do sistema financeiro internacional. Uma questão na qual os reguladores, supervisores e outras partes estão interessados é a aplicação do valor justo. As discussões se voltam para a melhoria dos métodos de avaliação e sua aplicação especialmente no que se refere a instrumentos financeiros. Há também uma reflexão a respeito de quais informações as instituições devem fornecer aos investidores, sobretudo no que se refere à aplicação ao valor justo. Nesta seção, discutiremos as vantagens do valor justo e suas limitações além de estabelecer contribuições para melhorar o valor justo, como a utilização de reservas de avaliação e de provisões dinâmicas. Essas contribuições não só melhoram a contabilidade a valor justo como também podem diminuir a prociclicidade (Viñals, 2008, p.121).

Outra área de debate a respeito do valor justo considera em que medida sua aplicação afeta a gestão, bem como as decisões de investimento e, em particular, como podem exacerbar o comportamento pró-cíclico por mercados financeiros. O comportamento pró-cíclico dos agentes significa que em bons tempos estes tendem a aumentar a sua tomada de riscos e, portanto, de sua vulnerabilidade. Essas

vulnerabilidades tendem a se manifestar quando o ciclo econômico torna-se adverso, solicitando mudanças nas estratégias dos operadores de mercado e ampliando o ciclo.

A prociclicidade é uma característica intrínseca aos mercados financeiros. As conseqüências adversas da prociclicidade tendem a ser mais adversas quando a interação entre a avaliação dos ativos e a alavancagem torna-se mais importante. Se os métodos de avaliação tendem a introduzir incentivos para aumentar a alavancagem e a avaliação incorreta dos riscos, o processo de ajuste quando mudam as condições econômicas tende a ser mais pronunciado, ampliando seu impacto negativo na economia. A alavancagem e os desajustes tendem a crescer lentamente, enquanto que os ajustes para baixo tendem a ocorrer mais rapidamente. Seria desejável então introduzir incentivos que mitigassem esse comportamento pró-cíclico, evitando dessa forma regulamentações que pudessem fortalecê-lo (Viñals, 2008, p. 121).

O uso do valor justo para aproximar o valor dos instrumentos financeiros já é discutido há bastante tempo. Seu uso aumentou gradativamente ao longo do tempo e ganhou mais significância com produtos específicos, como os derivativos. Por isso, a avaliação pelo custo tem sido inadequada para prover uma visão verdadeira e justa das empresas. O custo histórico também é menos informativo a partir de uma perspectiva de tempo, e também é insensível para emitir sinais de mercado, o que dificulta a decisão dos agentes e a disciplina do mercado (Viñals, 2008, p. 122).

Sendo assim, as limitações da contabilidade baseada no custo histórico apóiam o uso do valor justo como o método de avaliação em que as regras devem ser baseadas. O valor justo oferece uma vantagem evidente na medida em que prevê uma melhor aproximação da atividade econômica. Mesmo assim, o valor justo terá que ser aperfeiçoado em várias áreas, permitindo uma melhor avaliação dos riscos ao longo do ciclo de negócios, além de ser mais compatível com a estabilidade financeira. Para Viñals, o problema do uso do valor justo está presente quando não há liquidez nos mercados e os produtos financeiros são complexos, exatamente como foi o caso da crise financeira de 2008.

Para esse caso, quando os mercados desaparecem e não é mais possível usar um preço de mercado para avaliar instrumentos financeiros, Viñals defende que é

necessário recorrer a um modelo de avaliação interna baseada em informações não observáveis diretamente nos mercados e que, por sua vez, estão sujeitos às altas pró-cíclicas.

Para examinar a relação existente entre *valuation* e prociclicidade, Viñals identifica algumas soluções para essa interação. Primeiro, discute as vantagens do valor justo e suas limitações, salientando as mais relevantes e que mais contribuíram para a crise. Segundo, analisa fatores que contribuam para a melhoria no valor justo, desde que o retorno do custo histórico não parece ser viável, possível e nem desejável (Viñals, 2008, p.123).

Como qualquer outro método de avaliação, o valor justo não pode ser considerado como uma descrição perfeita da realidade. Para avaliar o valor justo existem duas questões pertinentes: se ele oferece informações adequadas que permitam os agentes tomarem decisões de investimento fundamentadas e as fraquezas que isto implica.

3.1.2.1 AS VANTAGENS DO VALOR JUSTO

As inovações financeiras nas décadas recentes desenvolveram uma série de produtos para os quais a avaliação sob custo histórico não tinha utilidade, como por exemplo, os derivativos financeiros. Para tais ativos, o valor justo mostrou ser o único método capaz de oferecer uma avaliação confiável e transparente. Isso porque o valor justo oferece uma vantagem adicional, que é uma visão mais próxima da situação atual dos mercados financeiros. Ao contrário dos métodos baseados no custo histórico, permite que as informações contidas nos preços de mercado em cada momento possam ser incluídas. Isso é útil para aqueles que têm que submeter fundos, ou já tem fundos submetidos a uma instituição financeira. Essa informação estaria muito mais próxima do que as instituições utilizam para efeito de gestão, o que contribui para a introdução adequada de incentivos entre gestores e investidores (Viñals, 2008, p. 123).

Conseqüentemente, o valor justo está associado a uma maior disciplina do mercado, uma vez que a ação dos agentes terá um impacto mais direto sobre as decisões das instituições. Ademais, à medida que os investidores consideram as informações financeiras como úteis e relevantes, a confiança deve ser reforçada. Portanto, a maior

disciplina do mercado e o reforço da confiança implicam em melhorias em termos de eficiência e isso só é possível com a utilização do valor justo.

Além disso, o valor justo é uma estimativa de mercado para os instrumentos financeiros, o que permite também incluir com antecedência todas as informações disponíveis no mercado num dado momento. Isso contribui para a detecção de potenciais problemas de solvência, os quais podem ser responsáveis por afetar instituições já que reflete rapidamente na deterioração da qualidade de seus balanços. Foi exatamente o que ocorreu com a crise financeira de 2008. A marcação a mercado não foi a culpada pela deflagração da crise que assolou o sistema financeiro mundial, mas foi responsável por identificar a sua percepção mais rapidamente.

Resumidamente, as vantagens do valor justo, principalmente por causa de uma série de instrumentos financeiros complexos para os quais a avaliação pelo custo histórico não é viável, tem a ver com melhorias na alocação de recursos que internalizem as informações presentes nos mercados financeiros.

3.1.2.2 AS DESVANTAGENS DO VALOR JUSTO

Nenhum método de avaliação é livre de limitações, visto que métodos não são mais do que convenções para medir valor. Por isso, é também necessário demonstrar as limitações do uso do valor justo. As principais limitações descritas em torno do valor justo são: subjetividade, maior volatilidade e excessiva ênfase no curto prazo (Viñals, 2008, p.123).

Quando os mercados financeiros estão ativos, os preços negociados refletem o consenso entre compradores e vendedores sobre o fluxo de caixa futuro dos instrumentos financeiros e sobre o grau de incerteza em torno deles. Nesse caso, o valor justo coincide com o preço de mercado. No entanto, quando não há mercados ativos, ou seja, os mercados se tornam ilíquidos, os preços não estão sempre disponíveis para a aplicação do valor justo. Nessas circunstâncias, estimar o valor justo envolve a utilização de métodos que permitem a estimação de qual seria o preço de mercado de tal instrumento financeiro. Nesse caso, independentemente do modelo ou técnica utilizado para desenvolver técnicas de avaliação, há algum tipo de subjetividade na sua

concepção, já que a avaliação pode ser afetada pelo julgamento daquele que desenvolveu o modelo (Viñals, 2008, p.124).

Ademais, o uso de modelos de avaliação pode originar novas informações assimétricas, criando problemas de risco moral. Isso ocorre porque quando há incentivos para manipular a informação divulgada ao mercado, o uso de modelos de avaliação abre a possibilidade (e isso é muito mais evidente do que quando se usa o custo histórico) de que as instituições financeiras tomem seus próprios parâmetros, acentuando dessa forma a assimetria de informações.

Um dos argumentos contra a utilização da marcação a mercado é de que o valor justo aumenta a volatilidade nos balanços dos bancos, sobre os lucros e contas de resultados, e conseqüentemente sobre os níveis de capital regulamentados, o que aumenta a prociclicidade nos mercados. Isso acontece porque à medida que o valor justo leva em consideração condições de mercado num momento específico de tempo, os ganhos e perdas seriam influenciados por essas condições temporárias (Viñals, 2008, p.124).

A maior sensibilidade do valor justo nos mercados financeiros pode afetar o comportamento dos gerentes de bancos, incentivando comportamentos inadequados em termos de gestão de risco. Por exemplo, se uma reavaliação dos ativos foi reflexo do lucro de uma instituição, que pode levar a um aumento nos dividendos para os acionistas, restringindo a capacidade das instituições de amenizar os choques intertemporais (Viñals, 2008, p.124).

Outro argumento é que como resultado da maior volatilidade induzida nos lucros e nas contas de resultados, o uso do valor justo pode criar incentivos “perversos” nas decisões de gestão dos bancos, enfatizando excessivamente o curto prazo. Estes incentivos podem ser percebidos nas decisões de investimento, evitando os setores em que volatilidade das taxas de crédito é maior, e também afetam os gestores quando sua remuneração está vinculada aos resultados contábeis. Entretanto, os gestores podem ser beneficiados porque tomam mais decisões que resultam em lucros de curto prazo, sem levar em conta estratégias de longo prazo, incluindo a tomada de riscos. Além disso, no

caso de instrumentos relativamente ilíquidos, as decisões de curto prazo dos gestores podem afetar (ou até mesmo alterar) o preço que o valor justo tenderia a aproximar.

3.1.2.2 AS LIMITAÇÕES EXPOSTAS PELA CRISE FINANCEIRA

É importante mostrar que a atual turbulência no sistema financeiro destacou ainda mais as limitações do valor justo. Na verdade, durante a crise foi a primeira vez que muitos dos produtos desenvolvidos recentemente, os produtos financeiros estruturados, foram testados. Durante a crise, as entidades que avaliavam seus produtos específicos, foram obrigadas a recorrer à marcação a mercado, em grande parte baseadas em informações não observáveis diretamente nos mercados. Nesse período de transição, a fraqueza do valor justo foi colocada à prova (Viñals, 2008, p.125).

Por um lado, para as instituições que, antes da eclosão da crise recorreram a um número limitado de fontes de informação para realizar a avaliação de seus ativos, em especial os instrumentos financeiros estruturados, tiveram mais dificuldade de adaptação. Por exemplo, algumas instituições se basearam muito nos mercados de preços primários como forma de se aproximar do valor justo. Assim, quando esses mercados praticamente desapareceram para segmentos específicos de negócios, os problemas de avaliação surgiram com maior intensidade (Viñals, 2008, p.125). É claro que as dificuldades foram maiores para as instituições, que antes mesmo da crise, não desenvolveram nenhum tipo de plano de contingência.

Particularmente, os produtos financeiros combinados, foram “reempacotados”, via securitização de ativos, deram origem a novos instrumentos financeiros, os produtos financeiros estruturados que foram revendidos aos investidores. As sucessivas combinações de securitização alteraram as perdas desses produtos. Dessa forma, o nível de risco, que aumenta a cada securitização, tornou-se muito mais difícil de calcular. Além da complexidade inerente a esse tipo de avaliação, a crise destacou algumas deficiências que devem ser levadas em consideração.

Esses modelos foram desenvolvidos em condições econômicas favoráveis, sem levar em consideração a forma que operariam em condições adversas. Os modelos de avaliação não levaram em conta todos os fatores de risco relevantes e em particular, três deles: modelo de risco, risco de liquidez e risco de contraparte. Muitos deles não

consideraram que os ativos subjacentes a esses produtos eram hipotecas de alto risco, as quais eram extremamente sensíveis a mudanças nas taxas de juros e nos preços das casas (Viñals, 2008, p. 125).

Outro fator importante é a falta de confiança do investidor, já que não estava claro quem seria o tomador de risco. A falta de transparência também era evidente no que se refere ao fornecimento de informação sobre qual modelo seria aplicado para estimar o valor justo dos mais diversos produtos.

A fraqueza da implementação do valor justo ocorre principalmente no que tange aos produtos financeiros estruturados, já que esse tipo de avaliação não consegue capturar as características desses produtos. Ademais, a crise destacou problemas de governança, já que os sistemas não foram capazes de verificar os métodos de avaliação. E por último, a informação reportada ao mercado não foi suficiente para permitir que os usuários da informação entendessem-na (Viñals, 2008, p. 126).

Entretanto, o retorno da mensuração pelo custo histórico não parece ser a alternativa mais viável e nem desejável. Mesmo assim, a aplicação do valor justo sob condições adversas destacou limitações significativas. Será necessário então tomar medidas que melhorem o funcionamento do valor justo, de acordo com a tese de Viñals.

Um novo cenário contábil ideal deve combinar dois elementos de grande importância para o sistema financeiro: oferecer informações relevantes, confiáveis e comparáveis para que os investidores possam tomar as suas decisões de investimento e que ao mesmo tempo contribua para a estabilidade financeira, ou que pelo menos limite os incentivos, que a partir da regulamentação possam contribuir para a estabilidade. Portanto, melhorias no valor justo implicam em buscar mecanismos de avaliação mais verdadeiros em relação aos perfis de risco das instituições.

3.2 RESERVAS DE AVALIAÇÃO E PROVISÕES DINÂMICAS

Viñals sugere que as instituições financeiras podem realizar reservas de avaliação para os produtos complexos que são marcados a mercado. Essas reservas implicariam, em termos contábeis, na incerteza associada ao cálculo do valor justo. Muitos dos problemas associados à aplicação do valor justo nos produtos estruturados

está na velocidade em que as condições de mercado podem se deteriorar rapidamente. Por conseguinte, pode ser extremamente difícil fazer estimativas de certas informações necessárias para os modelos de avaliação e que, aliás, não são observáveis no mercado.

Diante de tais dificuldades, propõe-se realizar testes de stress prevendo os mais diversos cenários possíveis e que forneçam uma medida do grau de incerteza de um instrumento específico num dado período de tempo. Dessa forma, as instituições financeiras passariam a refletir essas medições em suas demonstrações financeiras. Os modelos de avaliação requerem estimativas das probabilidades de perdas e dos riscos de *default*. A estimação dos produtos estruturados é muito complexa e envolve muita incerteza. Por isso, os bancos devem utilizar diferentes medidas de estimativas de valor justo para cada tipo de instrumento, dependendo dos valores distintos que os *inputs* podem ser dados nos mais diferentes cenários. Portanto, a melhor forma é que as instituições financeiras reflitam em suas contas a estimativa do valor justo do instrumento, juntamente com uma avaliação da reserva, que reflitam as incertezas que cercam essa estimativa (Viñals, 2008, p.127).

A partir dessa questão, Viñals propõe que se faça uso de reservas de avaliação. Estas devem ter como objetivo serem objetivas e transparentes, além de serem simétricas, funcionando tanto em bons momentos do ciclo, mas também quando as condições econômicas se tornam adversas. Não é uma questão de criar “amortecedores” para enfrentar dificuldades, mas melhorar a avaliação dos instrumentos, explicitando a transparência e incorporando a incerteza que cerca essas avaliações. Ademais, é importante mostrar que os problemas da marcação a mercado não surgem somente quando as condições econômicas se tornam adversas, elas já existem nos tempos de prosperidade. É nesse período de prosperidade, principalmente, que os agentes com excessivo otimismo, avaliam os riscos inapropriadamente e tornam-se mais propícios a tomar riscos excessivamente. É por isso que as reservas de avaliação devem agir o tempo todo.

A inclusão de reservas de avaliação dá uma medida mais verdadeira do valor do instrumento do que aquela que seria obtida a partir de uma aplicação direta de uma estimativa pontual do valor justo, uma vez que reflete explicitamente nas demonstrações financeiras uma medida do grau de incerteza que as instituições gerenciam quando estão

avaliando os instrumentos, já que os investidores podem tomar suas decisões com base nas decisões das firmas.

Segundo Viñals (2008, p.127), o segundo mecanismo que pode auxiliar a melhorar o valor justo são as provisões dinâmicas, que são na verdade, uma boa forma para mensurar o valor justo de uma carteira de empréstimos. Conceitualmente, as provisões devem ser entendidas como ajustes ao valor contábil dos empréstimos nos balanços das instituições financeiras. Esses ajustes levam em consideração o impacto que o risco de crédito suportado pelas instituições financeiras detém para esses empréstimos.

Entretanto, a questão das “provisões dinâmicas” gira em torno de saber se essa correção no valor deverá contemplar exclusivamente as perdas específicas que podem ser identificadas para empréstimos específicos, ou se devem ser considerados os prejuízos que a instituição, ciente do que tenha incorrido, não pode identificar especificamente o nível de cada empréstimo individual, supõe-se então que os investidores devam ser surpreendidos no futuro por aquilo que já saibam que vai acontecer. Isso porque uma avaliação correta da carteira de empréstimos no portfólio de crédito devem também incluir os fatores de risco, que embora não tenham sido quantificados num nível individual, possam ser quantificados através de procedimentos estatísticos. A ausência de correção dos valores distorce a maneira verdadeira e apropriada que as informações financeiras devem fornecer, dificultando dessa forma a tomada de decisão dos investidores. Sendo assim, as provisões dinâmicas, ao serem uma aproximação ao valor justo das carteiras de empréstimos dos bancos reduzem o fato de que, em momentos favoráveis do ciclo, riscos são assumidos, mas somente são identificados nas contas de resultado com certo atraso (Viñals, 2008, p. 128).

Portanto, os dois métodos propostos por Viñals (reservas de avaliação e provisões dinâmicas) têm como principal objetivo fornecer uma informação objetiva e transparente ao investidor.

Um dos argumentos favoráveis às reservas de valor e às provisões dinâmicas seriam que os mecanismos envolvidos não oferecem somente uma visão mais verdadeira e mais justa, mas também contribui para mitigar a atual prociclicidade das

regras contábeis e, em geral, o comportamento pró-cíclico dos participantes do mercado financeiro. Ou seja, ambas as medidas favorecem uma visão de longo prazo, tanto para os gestores quanto para aqueles que precisam avaliar o perfil de risco dos bancos.

Além dos instrumentos específicos citados, existe uma série de outras orientações que podem ser seguidas em busca da revisão do valor justo. O primeiro a ser citado é a busca por melhores avaliações. Este princípio deve ser obrigatório tanto no que se refere a aspectos quantitativos referentes aos modelos de avaliação (considerando todos os fatores de risco e o uso de metodologias testadas) quanto ao fornecer uma visão mais realista dos riscos e lucros associados à atividade de negócios durante todo o ciclo econômico (através das reservas de avaliação e das provisões dinâmicas).

O segundo princípio seria minimizar o impacto pró-cíclico induzido pelo valor justo. Isto é, durante as fases favoráveis do ciclo, os participantes do mercado financeiro exibem um comportamento que os leva a tomar riscos, que em situações adversas tendem a se materializar. Sendo assim, as normas contábeis não devem encorajar esse comportamento. Do ponto de vista da aplicação do valor justo, a utilização das provisões dinâmicas e das reservas de avaliação pode contribuir para mitigar esses riscos.

O terceiro princípio estabelecido por Viñals (p.128) sugere a importância da governança. Esse princípio estabelece que tanto aspectos quantitativos quanto qualitativos são relevantes na implementação dos modelos de avaliação. Os modelos devem ser revistos e testados por unidades independentes e submetidos a testes de *stress* diferentes.

O quarto e último princípio é o da transparência. A importância desse princípio se pauta no fato de que assim que os investidores tomaram decisões bem fundamentadas de seus investimentos, eles precisam receber as informações necessárias. Isso é importante não só para saber o volume das exposições avaliadas por meio do valor justo, mas também para questões relacionadas com os métodos de avaliação e as informações utilizadas, para que os usuários possam compreender melhor as informações financeiras.

Concluindo, o principal argumento que sustenta as regras contábeis em relação à avaliação de ativos envolve a aplicação do valor justo como o melhor padrão para fornecer informações relevantes, confiáveis e comparáveis aos usuários finais das demonstrações financeiras. Entretanto, o valor justo precisa ser melhorado a fim de reforçar a relevância e confiabilidade dessas informações.

Quanto aos dois mecanismos especificamente discutidos acima, ambos partilham características que são relevantes em termos de sua eficácia e utilidade para os participantes do mercado: objetividade, transparência e simetria ao longo do ciclo de negócios. Quanto aos quatro princípios gerais, estes envolvem a busca por melhores avaliações, minimização do impacto pró-cíclico induzido pelo valor justo, fortalecimento da governança e promoção da transparência. Essas alterações propostas, no nível das instituições financeiras, devem permitir que a qualidade da informação seja compatível com a aplicação das melhores práticas de gestão de risco, a fim de restringir incentivos inadequados que possam comprometer a estabilidade do sistema financeiro.

3.3 MAIS TRANSPARÊNCIA

Devido à globalização financeira, que promoveu a internacionalização dos capitais, a necessidade de transparência nas demonstrações financeiras foi acentuada, tornando-se necessária uma linguagem universal.

Empenhado em minimizar as diferenças na comunicação contábil, o International Accounting Standards Committee- IASC- foi constituído em 1973. Em 2000, uma nova Constituição foi aprovada, estabelecendo o IASC como uma entidade independente e determinando que as suas atividades fossem conduzidas pelo International Accounting Standard Board- IASB, cuja responsabilidade exclusiva é estabelecer normas contábeis (IBRACON, 2002, p. 11).

O principal objetivo do IASB é estabelecer normas contábeis que ajudem os usuários das demonstrações financeiras na tomada de decisões. Uma das principais vantagens da padronização das normas contábeis seria uma maior comparabilidade e compreensão da informação contábil internacional, economizando tempo e dinheiro na consolidação de informações financeiras de empresas multinacionais.

O alicerce fundamental entre o relacionamento entre as empresas e os investidores é a confiança. Diante das crises de confiança no mercado (como caso da “Enron” em 2001) e motivado pelo fato de que um conjunto único de normas contábeis seria fundamental para maior transparência nas informações, além da redução de riscos, em 2002 o FASB assinou um acordo de convergência com o IASB. Tal acordo firmou o compromisso em eliminar as diferenças e conjuntamente desenvolver padrões compatíveis e de alta qualidade. Em dezembro de 2007, a SEC eliminou a necessidade de conciliação com o US GAAP, das demonstrações das empresas estrangeiras nelas registradas, desde que fossem completamente preparadas em conformidade com o IFRS.

Um dos tópicos de convergência consiste na revisão das normas dos instrumentos financeiros. Remover tais inconsistências na contabilidade desses instrumentos permitirá comparações mais adequadas entre as entidades que aplicam IFRS e US GAAP.

O IASC (International Accounting Standards Committee) já havia começado seu trabalho sobre instrumentos financeiros em 1988. A primeira versão do IAS 39 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração- foi publicada somente em 1999, tornando-se efetiva a partir de 2001. Ocorreram desde então diversas revisões nessa norma.

No entanto, argumenta-se que as exigências do IAS 39 são muito complexas, o que traz dificuldades de entendimento, interpretação e aplicação. Por isso, os usuários das demonstrações financeiras vinham solicitando os IASB o desenvolvimento de normas menos complexas. Assim como parte de seu compromisso de convergência, a referida norma entrou no escopo de revisão conjunta entre o IASB e o FASB.

Em 2008, a crise do *subprime* acentuou a preocupação sobre a contabilização dos instrumentos financeiros. Isso ocorreu porque a preferência pela liquidez derrubou os preços dos ativos menos líquidos, sendo que o mecanismo de marcação a mercado intensificou o movimento de queda, ao mostrar instantaneamente o processo de deterioração de preços.

O valor justo evidenciou a crise, mas a crise também sublinhou os problemas do valor justo. Assim, como parte do compromisso global existente entre FASB e IASB, as questões contábeis emergidas durante a crise global estão sendo consideradas.

Para aconselhar os órgãos foi criado um grupo consultivo formado por especialistas de diversas origens profissionais, o *Financial Crisis Advisory Group*-FCAG, com o objetivo de aconselhar o IASB e FASB sobre as implicações da crise e potenciais mudanças do âmbito regulatório.

A partir disso, iniciou-se um processo para simplificar as regras sobre instrumentos financeiros. Nesse sentido, foi formado o FCAG (Grupo de Assessoramento para a Crise Financeira)⁸, pois logo após a crise, na procura pelos responsáveis por suas causas, surgiram vozes sugerindo que a culpa poderia ser da contabilidade, mas principalmente do valor justo (pois esta forma de precificar os ativos acentuaria as perdas das instituições financeiras). (FASB, 2009, p. 1)

É importante dizer que a informação financeira desempenha um papel importante ao fornecer informações imparciais, transparentes e relevantes a respeito da performance econômica e das condições dos negócios. Ela depende do quão alta é a qualidade dos padrões contábeis e também da confiabilidade da aplicação das práticas dos auditores independentes. Essas informações são importantes para os investidores e outros participantes do mercado na sua alocação de recursos. Quando os padrões regulatórios diferem dos padrões contábeis de forma que isso pode criar efeitos significativos nas informações financeiras, os efeitos podem ser revelados de maneira que não estejam de acordo com a transparência e integridade dessa informação, gerando portanto, uma assimetria de informações. Além disso, as normas contábeis não estavam alinhadas com as práticas de gestão de risco ou com a regulamentação prudencial, principalmente no que se refere ao tratamento dos veículos fora do balanço (FASB, 2009, p. 1).

⁸ O Grupo de Assessoramento para a Crise Financeira (FCAG), organização não-governamental que regulamenta as normas contábeis norte-americanas, foi formado para aconselhar o Conselho de Normas Internacionais Contábeis (IASB) e o Conselho de Padrões de Contabilidade Financeira (FASB) sobre as implicações da crise financeira e potenciais mudanças no ambiente regulatório global.

Dessa forma, o FCAG concluiu em seu relatório de julho/2009 que deve ser dada prioridade ao projeto de simplificar e melhorar as normas contábeis sobre os instrumentos financeiros, sem desconsiderar a consulta pública e, inclusive, mantendo as consultas aos órgãos interessados, entre eles, os reguladores prudenciais (FASB, 2009, p. 18).

Mesmo antes das recomendações do FCAG o IASB dividiu seu projeto de revisão do IAS 39 e três etapas⁹:

- 1- Classificação e Mensuração
- 2- Metodologia e *impairment*¹⁰
- 3- Hedge accounting¹¹

O objetivo final do projeto é melhorar a utilidade das informações financeiras, na tomada de decisões, por meio da simplificação dos requisitos para a classificação e mensuração dos instrumentos financeiros, substituindo dessa forma a IAS 39.

No processo de aceleração da revisão da IAS 39, em março de 2008, o IASB emitiu o relatório de discussões, o qual esteve aberto a comentários até setembro de 2008. Em julho de 2009, foi emitida uma minuta sobre a classificação e mensuração, cuja consulta pública foi até setembro de 2009. A minuta sobre metodologia de *impairment* foi publicada em novembro de 2009 com prazo final para comentário em 30 de junho de 2010, enquanto que para *hedge accounting*, ainda está prevista para ser emitida, com tempo suficiente para ser finalizada até o segundo trimestre de 2011. Em maio de 2010, foi emitida uma minuta sobre *fair value option* para os passivos

⁹ Disponível em: <<http://www.iasb.org>>. Acesso em: 04/11/2010.

¹⁰ Consiste na perda recuperável de um ativo financeiro, o qual ocorre quando o valor contábil reconhecido é maior do que o valor estimado de recuperação.

¹¹ Segundo Lopes et al (2009, p. 135), esta é uma metodologia especial, dada aos derivativos, quando há comprovação que são utilizados para fins de proteção, de modo que as demonstrações financeiras reflitam de maneira adequada o regime de competência. Seu objetivo principal é refletir a operação dentro de sua essência econômica, de modo a resolver o problema de confrontação entre receitas/ganhos e despesas/perdas.

financeiros, aberta a comentários até julho do mesmo ano. O IASB espera a substituição de todas as exigências do IAS 39 até o segundo trimestre de 2011 (IASB, 2009)¹².

Anteriormente, em 12 de novembro de 2009, foi publicada a IFRS 9 – Instrumentos Financeiros- cumprindo parcialmente a meta estabelecida para a primeira etapa do projeto de revisão, uma vez que seu escopo ficou limitado aos instrumentos financeiros (Almeida, 2010, p. 17).

Uma das alterações previstas pela IFRS 9 consiste na eliminação das quatro categorias de classificação dos ativos financeiros previstas pela IAS 39 (valor justo pelo resultado, mantido até o vencimento, disponível para venda e empréstimos e recebíveis) e a introdução de apenas duas categorias: custo amortizado e valor justo. Com tal alteração, a categoria disponível para venda foi totalmente eliminada, uma vez que os títulos classificados como valor justo terão seus ajustes reconhecidos no resultado, com exceção aos instrumentos patrimoniais (optativo), caso a entidade tenha elegido, no seu reconhecimento inicial, por reconhecer os ganhos e perdas do patrimônio líquido (Almeida, 2010, p.18).

CONCLUSÃO

O sistema financeiro que emergiu após a ruptura dos acordos de Bretton Woods, caracterizado por grande intensificação dos fluxos internacionais de capitais e alta volatilidade das principais variáveis financeiras (taxas de juros e de câmbio) e dos preços dos ativos, além da criação de diversos tipos de inovações financeiras, reforçou a posição dos defensores da autoregulação dos mercados. Sendo assim, a autoregulação não interferiria no livre jogo da concorrência entre os intermediários financeiros e não os obrigava a adotar práticas de regulação para a realização de determinadas operações. Ademais, a criação de novos produtos financeiros teve como mola propulsora o desejo de escapar às normas prudenciais e aos diversos regulamentos impostos por autoridades monetárias nacionais (Farhi, 2010, p.2).

Sendo assim, a crise financeira iniciada em 2007 evidenciou o quão frágil é a estrutura da arquitetura financeira internacional, resultante do afrouxamento dos

¹² Disponível em: <iasb.org.br> em 05/11/2010.

controles prudenciais, o que colaborou para uma acumulação de riscos no sistema, sendo que os prejuízos até agora permanecem incalculáveis.

A crise explicitou, igualmente, as enormes deficiências dos mecanismos de supervisão e regulação baseados na convicção que os mercados eram eficientes e que a governança corporativa e a gestão e o monitoramento dos riscos bancários haviam evoluído ao ponto de serem considerados os mais apropriados e eficientes para se evitar a ocorrência deste tipo de episódio (Farhi, 2010, p. 1).

Como dito no capítulo 1, a interação entre os bancos universais e o *global shadow banking system* provocou o surgimento da arquitetura financeira que se tornou o ponto central da crise. Sendo que a interação entre um sistema bancário regulado e outro “paralelo” se desenvolveu tendo como pano de fundo as relações estabelecidas nos opacos mercados de balcão. Isso aconteceu principalmente porque foi dada ampla liberdade de ação aos agentes financeiros. Sendo que as instituições de supervisão e regulação acreditavam que os mecanismos de governança corporativa e os instrumentos de gestão e monitoramento dos riscos bancários haviam evoluído a tal ponto que as próprias decisões dos agentes poderiam ser consideradas as mais apropriadas e que, portanto, seriam capazes de evitar a ocorrência de risco sistêmico. Não havia normas e especificações para os ativos negociados nos mercados de balcão. Nos mercados de balcão, a inexistência dessas câmaras de compensação coloca em evidência um elevado risco de inadimplência da contraparte perdedora (risco de contraparte) (Farhi, 2010, p. 14).

Com a crise financeira, o G-20 (Grupo dos 20) passou a ser o principal agente na coordenação internacional das respostas à crise, em substituição ao Grupo dos 7 (G-7), que reúne as principais economias desenvolvidas. O principal objetivo seria promover a cooperação internacional para enfrentar a crise financeira e coordenar as políticas de combate à recessão. Busca-se um consenso entre os países-membros sobre a urgente necessidade de reformar profundamente a supervisão e a regulação financeira (Farhi, 2010, p. 17).

Portanto, o colapso das hipotecas e os danos causados no sistema financeiro e na economia real revelam a falha do capitalismo anglo-saxão com sua

desregulamentação, privatização e a crença na “alquimia” da financeirização. Os bancos precisarão de apoio para “alavancar” ao reorganizar seus negócios e restaurar sua solvência, sendo clara a necessidade de reformas na supervisão e regulação destinadas a evitar a repetição do desmoronamento do sistema financeiro, como ocorreu neste episódio. Essas reformas são necessárias para evitar que uma crise em um segmento do sistema se propague para o sistema financeiro como um todo. *A novidade na crise atual é a crise das finanças desregulamentadas, ou seja, um mundo “livre”, de crescente globalização das relações financeiras entre países e de complacência com vários instrumentos financeiros sofisticados. Somente isto explica porque uma crise em um segmento do setor imobiliário norte-americano (subprime) acaba resultando em uma crise internacional, com contornos sistêmicos* (Farhi, 2010, p. 18).

Segundo Farhi (2010, p. 19), dada a interpenetração de ativos e passivos dos bancos e instituições do *global shadow banking system*, os reguladores teriam de realizar a unificação dos organismos encarregados da implementação e da execução das novas regras, de forma a aplicá-las para todas as instituições financeiras e ser capaz de avaliar o conjunto dos riscos presentes no sistema. Ademais, deveriam instituir normas de funcionamento para os mercados de balcão, pouco habituados a cumprir qualquer tipo de regulamentação. Sendo ideal que as normas fossem adotadas internacionalmente e houvesse um organismo único de supervisão e regulação. No entanto, esse fato entra em confronto com a fortíssima resistência dos governos, principalmente dos Estados Unidos.

Sendo assim, as discussões ficam entre União Européia e diversas economias emergentes de um lado, e Estados Unidos de outro. As questões da harmonização internacional dessas novas regras foram confiadas pelo G-20 ao Financial Stability Board (FSB), que substituiu o Financial Stability Forum (FSF). O fato é que ainda não houve consenso nas medidas a serem tomadas pelo G-20, sendo que muitas medidas podem ser tomadas somente unilateralmente, de modo que as reformas sejam somente nacionais.

No que concerne à regulamentação contábil, novas medidas estão sendo tomadas para melhorar a forma como os ativos financeiros, principalmente os produtos

estruturados, são avaliados e dessa forma, evitar que um novo episódio semelhante aconteça.

Como dito anteriormente, as exigências das normas IAS 39 são consideradas extensas e complexas no que se refere a entendimento, interpretação e aplicação. Por tal razão, os usuários das demonstrações financeiras têm solicitado aos IASB o desenvolvimento de normas baseadas em princípios e menos complexas, principalmente depois da crise financeira internacional.

Com a finalidade de atender tais solicitações, o IASB iniciou seu projeto de revisão das normas IAS 39, cujo objetivo é simplificar e aumentar a utilidade das demonstrações financeiras, principalmente no que se refere a tomada de decisões, simplificando a classificação e mensuração dos instrumentos financeiros, vindo, ao final, substituir a IAS 39. Esta seção tratará das fases do projeto e das mudanças oriundas da introdução da IFRS 9.

Dia 28 de outubro de 2010, o IASB divulgou a finalização das adições propostas sobre a contabilização de passivos financeiros, que se refere à primeira fase do projeto. Sendo que esses requisitos serão adicionados ao IFRS 9 *Financial Instruments*, concluindo dessa forma a fase de classificação e mensuração do projeto do IASB para substituir o IAS 39. De acordo com o IASB¹³, as novas exigências resolvem o problema da volatilidade lucros ou perdas (P&L), decorrentes do próprio emitente optar por mensurar sua própria dívida pelo valor justo. Em resposta ao *feedback* recebido, o IASB decidiu manter o custo amortizado para a maioria dos passivos. Com as novas exigências, a entidade que optar por mensurar um passivo pelo valor justo apresentará a parte da alteração no seu valor justo, devido a alterações de risco de crédito da própria entidade. O IFRS 9 deverá ser aplicado nas demonstrações financeiras com início em 1 de Janeiro de 2013.

A segunda e terceira fases, relacionadas a metodologia e *impairment e hedge accounting*, continuam a ser deliberadas nos encontros do IASB e deverão ser

¹³ Disponível em: <iasb.org.br> em: 08/11/2010

finalizadas até Junho de 2011, promovendo as adições necessárias ao IFRS 9 e, portanto, substituir o IAS 39 em sua totalidade.

A IFRS 9 passa a ser mandatária a partir de 1º de janeiro de 2013, porém sua aplicação antecipada é incentivada. Para isso, como regra de transição, a data de aplicação pode ser em qualquer data entre a emissão da norma e 31 de dezembro de 2010. A partir de então, só poderá ser adotada no começo dos exercícios de 2011 e 2012 (Almeida, 2010, p. 53).

O conjunto de reformas regulatórias e de aperfeiçoamento da supervisão não impedirá futuras crises financeiras, dada a própria natureza da atividade, entretanto, o intuito das discussões é reduzir seus impactos macroeconômicos. O fato de o andamento das reformas de supervisão e regulação do sistema financeiro ter deixado muito a desejar e não refletir o amplo consenso e a urgência de acordar medidas afirmadas nas reuniões do G20 torna mais agudo o risco de repetição de eventos análogos, na medida em que o contexto de “liberalização financeira” que lhes deu origem se perpetue.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, L, SILVA, A, & FERNANDES, T. *Considerações sobre o valor justo dos ativos*. Gazeta Mercantil/Finanças & Mercados- pág3, 24/11/2008.

ALMEIDA, Diana Lúcia. *Reclassificação dos ativos financeiros e os possíveis impactos nos indicadores prudenciais e de rentabilidade dos bancos brasileiros*. São Paulo, 2010. Tese (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós Graduação em Controladoria e Contabilidade, Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Bañales, Jorge A. “*Reflexos da crise imobiliária nos EUA são sentidos até hoje*”, Washington, 9 agosto de 2008 (EFE), reproduzida na *UOL-Online*. Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultnot/efe/2008/08/09/ult1767u126198.jhtm>>. Acesso em: 26/11/2009.

BIS (Bank for International Settlements) - "Recent Innovations in International Banking", Basel, abril 1986. Disponível em: < <http://www.bis.org/publ/ecsc01a.pdf>>.

Acesso em: 26/11/2009

BLACKBURN, R. *The subprime crisis*. New Left Review, University of Essex, mar-abr 2008.

BRENNER, R. *The Economics of Global Turbulence: the advanced capitalist Economies from long boom to long downturn, 1945-2005*, London and New York 2006.

CHICK, V. *The evolution of the Banking System and the theory of monetary policy*.

Symposium on "Theory and Monetary Policy: New Tracks for the 1990's". Berlin, 1988.

CINTRA, M. A. M. *Crise ressuscita Minsky*. Folha de S. Paulo, Outubro de 2008.

CINTRA, M & FARHI, M. *A crise financeira e o global shadow banking system*. Novos Estudos, n.82, p.33-55, São Paulo, novembro de 2008.

CLERC, Laurent. *Valuation and Fundamentals* in Financial Stability Review, No 12, pág. 23 a 39, Banque de France, Outubro, 2008.

Financial Accounting Standard Board- FASB. *Report of the Financial Crisis Advisory Group (FCAG)*. 28/06/2009. Disponível em:

<<http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/2D2862CC-BEFC-4A1E-8DDC-F159B78C2AA6/0/FCAGReportJuly2009.pdf>>. Acesso em: 05/11/2010.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços, cap. 9, p. 449-556. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

FREITAS, M. & CINTRA, M. Inflação e deflação de ativos a partir do mercado imobiliário americano. *Revista de Economia Política*, vol. 28, nº 3 (111), pp. 414-433, julho-setembro/2008

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD – IASB. International Accounting Standard Board (IAS 32): *Financial Instruments: presentation*, 2008a.

International Accounting Standard Board (IAS 39): *Financial Instruments: recognition and measurement*, 2008b.

LOPES, Alexandre Broedel; MARTINS, Eliseu. Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

Lopes et AL. Manual de Contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos: IAS 39, IAS 32, CPC 14, Minutas do CPC 38, 39 e 40, Normas da CVM, do Bacen e da Receita Federal do Brasil. São Paulo: Atlas, 2009.

Minsky, H. *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, Yale University Press, 1986.

MOURA, Alkimar R. *Um réquiem para a regra de marcação a mercado?* São Paulo, Valor, 04/05/2009.

NORRIS, F. *Accountants misled us to crisis*. High & low finance, The New York Times, 10/09/2009.

NOYER, Christian. *Valuation Challenges in a changing environment* in Financial Stability Review, No. 12, pág I a VII, Banque de France, Outubro, 2008.

PAIVA, Eduardo (instrutor). Centro de Treinamento Finder. *Marcação a Mercado*. São Paulo. 2002. [112 f]. (Programa de Capacitação Técnica Mercado Financeiro & finanças).

SHIN, Hyun S. et all. *Fair value Accounting and Financial Stability Fundamentals* in Financial Stability Review, No 12, pág. 85 a 95, Banque de France, Outubro, 2008.

SHIN, Hyun S. et all. *Marking-to-market: a Panacea or Pandora's Box?* London, Setembro, 2004.

TAVARES, M. A crise financeira atual. Paper Itamaraty, abril, 2009.

VALENTI, G. *Contabilidade: Comitê de Crise não só defendeu conceito, como pediu ampliação do uso*. São Paulo, Valor, 11/08/2009.