

Impacto da Mensuração pelo Valor Justo na Crise Financeira Mundial: Identificando a Percepção de Especialistas em Economia e Finanças

ERIC BARRETO DE OLIVEIRA
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

FERNANDO DAL-RI MURCIA
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

IRAN SIQUEIRA LIMA
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Resumo

Na busca da compreensão das razões que ocasionaram a crise financeira mundial, diversos aspectos relacionados à regulamentação dos mercados têm sido discutidos. Especificamente na área de contabilidade, questiona-se, especialmente, se a mensuração pelo valor justo (*fair value*), caracterizada por sua inerente subjetividade, diferentemente da objetiva mensuração pelo custo histórico, teve algum impacto na deflagração ou no agravamento da crise financeira mundial. Dentro desse contexto, o presente estudo objetiva identificar a percepção de especialistas em economia e finanças no que diz respeito ao impacto da mensuração pelo valor justo na crise financeira mundial. Para isso, conduziram-se entrevistas semi-estruturadas com 13 profissionais com extenso conhecimento sobre o assunto, incluindo ex-ministros da Fazenda e ex-presidentes do Banco Central do Brasil. Os resultados encontrados indicam que a contabilidade a valor justo não teve um papel decisivo na deflagração da crise financeira, e tampouco poderia ter evitado a mesma. Ao contrário, alguns especialistas mencionaram que crise global talvez fosse descoberta mais tardiamente, caso os bancos não utilizassem uma contabilidade baseada no valor justo. Para os entrevistados, os principais fatores que ocasionaram a crise financeira foram: a alavancagem excessiva por parte dos bancos, a utilização de instrumentos financeiros modernos, e a política monetária frouxa por parte do governo norte-americano.

Abstract

In the search for the factors that have caused the world financial crisis, several aspects related to market regulation have been questioned by the academic community. Specifically in the accounting area, these questions regard the adoption of fair value measurements, characterized by an inherent subjectivity, opposed to historical cost approach, and its impact on the financial crises deflagration. In this scenario, this paper objectives to identify the perception of experts in financial and economics regarding the impact of fair value measurement on the financial crisis. For these, semi-structured interviews with 13 professionals, including former Economic ministers and Brazilian Central Bank presidents, have been conducted. Findings have evidence the fair value accounting did not have a crucial role in financial crisis deflagration and could not have avoided the crisis. Contrary, some specialists did mentioned that if fair value measurements were

not been used, the crisis might had take longer to be detected. According to the experts, the main factors that originated the crisis were: interest rates policies by the Fed, economic rising by the BRICs, new financial products, regulation and supervision flaws, inadequate performance of rating agencies and managers compensation systems.

1. Introdução

Segundo Wolf (2009), se todas as informações estiverem disponíveis no mercado, quem não investir em sua obtenção pode beneficiar-se dos esforços onerosos de quem gastou recursos para consegui-las. Esse fato reduzirá os incentivos para se investir em informações, deixando os mercados mais sujeitos aos caprichos da “ignorância racional”. Se os ignorantes seguirem as pessoas que consideram mais bem informadas, ocorrerá o “comportamento de manada”. Finalmente, quando a incerteza é difusa e inevitável, as manadas poderão tanto inflar quanto estourar “bolhas”.

Dentro dessa linha de raciocínio, seria possível dizer que, quanto maior o nível de evidenciação (*disclosure*) de uma companhia, menor seria a assimetria de informações. Consequentemente, o chamado “efeito manada” seria reduzido, haja vista que investidores menos informados teriam mais informações “gratuitas” (*disclosure* corporativo) a sua disposição.

Contudo, um aumento de *disclosure* nem sempre é desejado pelas empresas, pois existem custos em se divulgar informações. Dentre esses custos encontram-se os custos de propriedade, que segundo Verrecchia (2001) são os custos de se divulgar informações estratégicas cuja confidencialidade pode ser essencial para a sobrevivência da empresa.

No cenário da recente crise financeira, muitos fatores foram apontados entre os “culpados” pela criação de bolhas, e no mundo contábil, a mensuração com base no valor justo esteve entre os maiores vilões, conforme citado na Revista *The Economist* (2008, p. 1-4). Os defensores do custo histórico como base valor argumentam que a mensuração ao valor justo influenciou o andamento da crise haja vista que a subjetividade inerente a essa mensuração teria, aparentemente, distorcidos valores dos reais dos eventos econômicos sendo mensurados.

Contudo, não existe consenso sobre os fatores que, efetivamente, ocasionaram a crise mundial. Assumindo isto, o presente trabalho, de cunho exploratório, tem o seguinte problema de pesquisa: qual foi o impacto da contabilidade a valor justo na deflagração ou no agravamento da crise financeira mundial, segundo especialistas em economia e finanças? De forma que o artigo apresenta como objetivo: identificar a percepção de especialistas em economia e finanças no que diz respeito ao impacto da mensuração pelo valor justo na crise financeira mundial.

O trabalho é desenvolvido de acordo com um método indutivo, que parte de opiniões individuais para estruturar uma opinião geral. Taleb (2008) lembra que o aspecto mais preocupante da indução é que o aprendizado ocorre de trás para frente, e sugere, em sua obra, que generalizações realizadas sob o método indutivo são sempre arriscadas.

A presente pesquisa espera contribuir para a discussão acerca de uma nova regulamentação dos mercados proveniente da crise financeira. Nesse sentido, o trabalho representa uma contribuição da área da contabilidade para a discussão de um tema que, todavia, não é consenso entre profissionais e acadêmicos de varias áreas. Assim, justifica-se a realização da presente pesquisa como uma forma de prover *insights* para o processo de regulamentação contábil e financeira.

O restante do artigo, além desta breve introdução, está estruturado em quatro seções. A seção 2 trata da mensuração a valor justo e sua relação com a crise mundial e ilustra também algumas pesquisas similares. Na seção 3 são descritos os aspectos metodológicos para a consecução do objetivo do estudo. A seção 4 ilustra os resultados da pesquisa e a seção 5 apresenta as considerações finais do trabalho.

2. Mensuração pelo Valor Justo e a Crise Financeira Mundial

Pode-se dividir a contabilidade em três grandes etapas: reconhecimento, mensuração e evidenciação. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 304), definem a mensuração como “o processo de atribuição de valores monetários significativos a objetos ou eventos associados a uma empresa, e obtidos de modo a permitir agregação (tal como na avaliação total de ativos) ou desagregação, quando exigida em situações específica”.

Inerente ao processo de mensuração encontra-se, talvez, um dos maiores dilemas da contabilidade: objetividade x relevância. Obviamente, entre dois valores igualmente objetivos optar-se-á pelo mais relevante; entre dois valores igualmente relevantes, optar-se-á pelo mais objetivo. Contudo, o que fazer quando se tem um valor mais relevante e menos objetivo e outro valor menos relevante e mais objetivo? O que é preferível: o custo histórico ou o valor justo?

Para responder essa pergunta faz-se necessário primeiramente definir o valor justo, haja vista que se trata de um valor, muitas vezes, não observável, diferentemente do que ocorre com o custo histórico. O *International Accounting Standards Board* (IASB), no seu *Exposure Draft - Fair Value Measurements* (2009, p. 13) define o valor justo como “como o valor que seria recebido ao vender um ativo ou pago ao transferir um passivo em uma transação corriqueira entre participantes do mercado na data de mensuração¹”.

É relevante ressaltar que esta definição entende o valor justo com um valor de saída, de acordo com IASB (2009, p. 16). Martins (2001, p. 25) lembra que o conflito entre a utilidade, a praticabilidade e a objetividade faz parte do cotidiano do gestor do sistema de informações. Segundo o mesmo autor, os valores de entrada são aqueles obtidos nos segmentos de mercado de compra da entidade e refletem a importância associada à obtenção dos recursos, enquanto os valores de saída, obtidos nos segmentos de venda, refletem a importância dada pelo mercado aos recursos de que a empresa dispõe.

No mercado norte-americano, a norma que trata do assunto é o SFAS 157– *Fair Value Measurements*, pronunciamento do *Financial Accounting Standards Board*, publicado em 2006, com aplicação obrigatória para exercícios iniciados a partir de 15 de novembro de 2007, concentrou conceitos acerca da mensuração pelo valor justo e acrescentou novos requerimentos de divulgação.

De acordo com Young (2008, p. 1-6), as grandes instituições financeiras passaram a aplicar a SFAS 157 antes mesmo da sua obrigatoriedade, porém, quando o mercado ativo dos instrumentos chamados *Collateral Debt Obligation* (CDO) deixou de existir, elas foram obrigadas a divulgar seus números com base em estimativas de expectativas subjetivas. Evidentemente, muitos investidores não gostaram da informação recebida, representada por um valor numérico, que normalmente sugere uma precisão que não seria verdadeira naquele momento.

¹ Fair value is the price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date.

Nesse contexto, muitas demonstrações contábeis tiveram de ser ajustadas. Algumas porque seus modelos precisavam ser ajustados, e outras porque as premissas precisavam ser atualizadas, o que alimentou o repertório dos críticos da contabilidade a valor justo. Este fato também reforçou a preocupação com a mensuração do valor justo em mercados sem liquidez ou quando um mercado ativo deixa de existir.

Um estudo realizado pela *Securities Exchange Commission* (SEC), órgão regulador do mercado financeiro norte-americano, no ano de 2008, aponta que os participantes do mercado indicaram que as informações a respeito do valor justo são vitais em tempos de nervosismo no mercado. Nesse estudo, o *Staff* da SEC concluiu que a contabilidade não foi uma das causas primárias da falência dos bancos americanos no ano de 2008. Para a maioria destes, a contabilidade a valor justo foi aplicada de forma limitada, e as perdas decorrentes do valor justo não tiveram impacto significativo no capital desses bancos.

Em oposição ao uso do valor justo na contabilidade, Lopes de Sá (2008, p. 1) diz que “a questão não está em conservar valores históricos, mas, sim, em saber como de forma objetiva atualizá-los. A questão não está em volatilidade, mas, em responsabilidade técnica e social. Se a informação contábil fica ao sabor do subjetivismo tem toda a condição de lesar a quem dela se utiliza”.

Com opinião distinta, Lopes (2008) afirma que não existe uma discussão sobre o uso do *fair value* na avaliação de instrumentos financeiros, e reforça que o *fair value* é o único meio para a avaliação de derivativos, já que a maioria desses instrumentos não tem um valor de custo. Abandonar o *fair value* seria como retornar à década de 1980, quando esses instrumentos ainda eram *off-balance*.

Em suma, percebe-se que a mensuração pelo valor justo ainda não é consenso entre acadêmicos e participantes do mercado. Do mesmo modo, em tempos de crise, esse tipo de mensuração se mostra mais questionável. Nesse cenário, o presente estudo justifica-se como uma contribuição prática, à medida que busca identificar a opinião dos especialistas sobre o assunto.

2.1 Estudos Anteriores

A pesquisa bibliográfica, sobre estudos que abordaram o valor justo, evidenciou que esse tema é, todavia, pouco abordado por pesquisadores brasileiros da área de contabilidade. Dentre os estudos encontrados, ressalta-se o trabalho de Iudícibus e Martins (2007) que analisaram criticamente as normas contábeis sobre valor justo e propuseram algumas melhorias, de forma a tornar tal mensuração mais objetiva.

Também foram encontrados dois outros trabalhos teóricos sobre o tema: Lisboa, Pigatto e Costa (2000) e Murcia et al (2008). Esses dois trabalhos, assim como o estudo de Iudícibus e Martins (2007), se preocuparam em analisar criticamente os conceitos acerca do valor justo e as normas contábeis correlatas.

Também foram encontrados alguns estudos empíricos. Trombetta et al. (2007), por exemplo, examinaram evidência do valor justo de instrumentos financeiros em uma amostra de bancos brasileiros e encontraram problemas no tocante à comparabilidade entre tais mensurações. Já Murcia e Santos (2008), que analisaram o *disclosure* das operações com

instrumentos financeiros derivativos em uma amostra de 100 empresas brasileiras, identificaram ausência da divulgação dos critérios utilizados para se encontrar o valor justo. De acordo com esse estudo, a maioria das empresas divulga o valor justo das operações com derivativos, mas não apresenta os critérios que permitem identificar como encontraram tal valor.

Já no cenário internacional, pode-se dizer que o tema valor justo vem sendo abordado de maneira mais recorrente pela comunidade acadêmica, principalmente nos estudos sobre '*value relevance*'. Tais estudos buscam verificar se a mensuração pelo valor justo é mais relevante que outros tipos de mensuração (como o custo histórico, por exemplo). Dentre os trabalhos realizados nessa área, merece destaque as pesquisas conduzidas pela Professora Mary Barth, vinculada à Universidade de Stanford, e que também faz parte do *International Accounting Standards Board*.

Em um trabalho que buscou analisar uma amostra de bancos norte-americanos, por exemplo, Barth (1994) concluiu que os valores justos dos instrumentos financeiros são mais relevantes que os custos históricos, pois possuem maior poder explicativo, isto é, eles conseguem explicar de maneira mais acurada a variação nos preços das ações do que os valores históricos.

3. Aspectos Metodológicos

A presente pesquisa, de cunho exploratório-descritivo, teve como objetivo - identificar a percepção de especialistas em economia e finanças no que diz respeito ao impacto da mensuração pelo valor justo na crise financeira mundial. A descrição dos aspectos metodológicos deste estudo esta dividida em três partes: (i) roteiro e questionário de pesquisa, (ii) amostra do estudo e (iii) restrições e limitações do estudo.

3.1 Roteiro de Pesquisa

Pode-se dizer que as entrevistas normalmente são realizadas para a determinação de opiniões sobre os fatos estudados. No caso deste trabalho, apesar de haver um roteiro previamente estabelecido, que preserva a característica de comparabilidade, trata-se de uma entrevista semi-estruturada, que possibilitou adaptações no roteiro, de acordo com os conhecimentos e interesses de cada entrevistado.

As entrevistas foram realizadas pessoalmente pelos autores do trabalho, sendo que cada uma destas foi gravada e arquivada eletronicamente, posteriormente transcrita, submetida à avaliação de cada entrevistado e, por fim, consolidada.

No início de cada entrevista, buscou-se explicar aos entrevistados as ideias e motivações da pesquisa. Ressalta-se que o registro e a reprodução de tais entrevistas foram autorizados pelos entrevistados, de modo a identificar suas teses e percepções sobre a crise mundial.

De modo a aproveitar ao máximo o conhecimento dos especialistas, a primeira pergunta geral sobre a crise era aberta, permitindo a interação entre o entrevistado e o entrevistador. Em seguida, realizou-se uma série de perguntas fechadas com foco na contabilidade a valor justo. Contudo, nesses casos, também buscou-se estimular os comentários dos entrevistados de modo a enriquecer o trabalho.

O quadro 1 a seguir apresenta as questões utilizadas na condução das entrevistas.

Quadro 1 – Questões Utilizadas nas Entrevistas

Questão	Resposta
1. Em sua opinião, como a atual crise financeira foi preparada?	<p align="center">Aberta</p> <p>Onde o respondente poderia inventariar os fatores que influenciaram a crise.</p>
2. Em resumo, quais dos fatores inventariados pelos pesquisadores colaboraram para deflagrar e/ou agravar a atual crise financeira?	<p align="center">Escala Likert: 0 – 3</p> <p>Onde, 3 representa os fatores com maior relevância e 0 representa os fatores irrelevantes.</p>
3. Alguns críticos da contabilidade pelo valor justo têm falado que ela cria um efeito espiral, à medida que expõe o valor recuperável do ativo a cada vez que este valor é reduzido, criando um novo patamar para as próximas negociações. Qual o seu nível de concordância ou discordância com esta visão?	<p align="center">Escala Likert: Grau de Concordância</p> <p>Onde:</p> <p>A) Concordo totalmente B) Mais concordo que discordo C) Mais discordo que concordo D) Discordo totalmente</p>
4. A atual crise provavelmente seria descoberta mais tardiamente, caso os bancos norte- americanos e europeus não utilizassem uma contabilidade baseada no valor justo. Qual o seu nível de concordância ou discordância em relação a esta afirmação?	<p align="center">Escala Likert: Grau de Concordância</p> <p>Onde:</p> <p>A) Concordo totalmente B) Mais concordo que discordo C) Mais discordo que concordo D) Discordo totalmente</p>
5. Contabilizar um ativo financeiro pelo valor justo significa reconhecer nos balanços o seu valor de mercado, quando existe um mercado líquido para este ativo, ou um valor estimado, que pode ser baseado em transações recentes com ativos semelhantes, técnicas de <i>valuation</i> , como modelos de precificação de opções ou fluxo de caixa descontado. Você acredita que a contabilidade baseada no valor justo colaborou com o agravamento da crise financeira?	<p align="center">Escala Likert: Grau de Concordância</p> <p>Onde:</p> <p>A) Concordo totalmente B) Mais concordo que discordo C) Mais discordo que concordo D) Discordo totalmente</p>
6. Mesmo que a contabilidade não mostrasse o valor justo, as tesourarias das instituições financeiras já acompanhavam e calculavam o preço dos ativos financeiros que faziam parte de suas carteiras. Desta forma, você concorda ou discorda que, mesmo sem o <i>fair value accounting</i> , o efeito dos preços sobre a crise seria semelhante?	<p align="center">Escala Likert: Grau de Concordância</p> <p>Onde:</p> <p>A) Concordo totalmente B) Mais concordo que discordo C) Mais discordo que concordo D) Discordo totalmente</p>

3.2 Amostra de Especialistas em Economia e Finanças

Foram selecionados intencionalmente 13 profissionais com grande influência no mercado de capitais brasileiro, para que suas opiniões auxiliassem na composição das conclusões deste trabalho. São eles:

- **Alkimar Moura**, Professor do Depto de Economia da FGV e conselheiro da Bovespa.
- **Antônio Delfim Netto**, ex-ministro da Fazenda e Professor Titular do Depto de Economia da Universidade de São Paulo.
- **Arminio Fraga**, ex-presidente do Banco Central e sócio da Gávea Investimentos.
- **Clive Botelho**, tesoureiro do Banco Pine.
- **Gustavo Franco**, ex-presidente do Banco Central e sócio da Rio Bravo Investimentos.
- **Gustavo Loyola**, ex-presidente do Banco Central e sócio da Tendências Consultoria Integrada.
- **Hélio Nogueira da Cruz**, Professor do Depto de Economia da Universidade de São Paulo.
- **Marcos Eugênio da Silva**, Professor do Depto de Economia da Universidade de São Paulo.
- **Ilan Goldfajn**, Professor do Depto de Economia da PUC - Rio e Economista do Itaú-Unibanco.
- **Mailson da Nóbrega**, ex-ministro da Fazenda, sócio da Tendências Consultoria Integrada e conselheiro de diversas empresas.
- **Maria Helena Santana**, presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).
- **Roberto Padovani**, ex-assessor do Ministério da Fazenda e economista do Banco WestLB.
- **Teresa Grossi**, ex-diretora de fiscalização do Banco Central e membro Comitê de Auditoria do Itaú-Unibanco

3.3 Restrições e Limitações do Estudo.

Primeiramente é mister ressaltar que a pesquisa possui cunho exploratório, ou seja, buscou-se apenas identificar a percepção de especialistas do assunto sobre a crise financeira mundial, assim, o trabalho não teve como objetivo explicar tal fenômeno ou testar as hipóteses levantadas na literatura.

Do mesmo modo, a metodologia utilizada na pesquisa –entrevista semi-estruturada - implica uma inerente restrição no tocante à análise dos resultados, haja vista que a interpretação das respostas depende fundamentalmente do pesquisador responsável pela coleta dos dados.

Finalmente, a amostra de especialistas foi selecionada de maneira intencional, isto é, não-probabilística. Nesse sentido, os resultados da pesquisa representam apenas a percepção desses especialistas, não devendo ser generalizados para outras amostras.

4. Análise dos Resultados

Essa seção destina-se a apresentar as análises dos resultados da pesquisa. A seguir ilustram-se as respostas dos especialistas juntamente com comentários extraídos das entrevistas.

Questão 1: Em sua opinião, como a atual crise financeira foi preparada?

Como se tratava de uma questão aberta, isto é, o especialista tinha a opção de incluir os fatores que ocasionaram a crise, as respostas foram variadas. Para interpretar tais informações, optou-se em agrupar as respostas similares de modo a facilitar as análises. O quadro 2, no qual cada coluna representa um especialista e cada linha representa um fator determinante da crise financeira, evidencia essas análises.

Quadro 2 – Principais Fatores Mencionados pelos Especialistas

Principais Fatores Mencionados	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	T
Supervisão deficiente	X											X		2
Fé nas previsões dos economistas	X	X									X			3
Fé nos modelos de risco	X								X				X	3
Excesso de pessoas brilhantes no setor bancário	X								X					2
Alavancagem excessiva	X		X		X	X		X	X		X	X		8
Operações com setores menos regulados		X			X									2
Instrumentos financeiros modernos		X	X	X	X		X	X	X				X	8
Política monetária frouxa nos EUA			X	X	X	X		X	X	X			X	8
Afrouxamento da política de crédito			X						X					2
Incentivos do governo norte-americano			X						X			X	X	4
Modelo de negócios do banco			X				X					X		3
Agências de <i>rating</i>			X					X			X			3
Menor aversão ao risco				X			X	X	X	X				5
Regulação deficiente					X	X		X		X		X		5
Uso de instrumentos <i>off-balance-sheet</i>					X				X		X	X	X	5
Remuneração dos executivos							X		X			X		3
Valor justo não teve culpa na crise		X										X	X	3

Fonte: Dados da pesquisa

Com base no quadro 2, percebe-se que os principais fatores que ocasionaram a crise financeira, na opinião dos especialistas foram: alavancagem excessiva por parte dos bancos, a utilização de instrumentos financeiros modernos, e a política monetária frouxa por parte do governo norte-americano. Esses três fatores foram mencionados com determinantes da crise por oito dos treze pesquisadores entrevistados.

De acordo com Gustavo Loyola, por exemplo, “para atingir metas de inflação, os Bancos Centrais Mundiais se sentiram confortáveis em manter taxas de juros baixas, não se importando com os preços dos ativos financeiros”. De acordo com o ex-presidente do Banco Central, “esse ambiente de “fartura” leva a um comportamento menos avesso ao risco pelos agentes econômicos, isto é, esses *stakeholders* se tornam mais otimistas. Em tempos de exuberância, só existe memória do passado recente, e não dos tempos de maior risco, o que torna os investidores mais agressivos em termos de assunção de riscos.”

Por outro lado, percebe-se que a mensuração pelo valor justo não foi um fator determinante para o agravamento da crise. De acordo com Teresa Grossi, “o único componente que não teve nenhuma culpa na deflagração da crise foi a contabilidade a valor justo”. Para essa especialista, foram outros aspectos contábeis que contribuíram para a crise. Mais especificamente, a existência da possibilidade de manter certos elementos fora do balanço (*off the balance sheet*), o que incentivava a alavancagem por parte dos bancos.

Essa mesma linha de raciocínio é corroborada pelo Professor Delfim Netto. Segundo o ex-ministro da Fazenda do Brasil à época do “milagre econômico”, “o efeito de avaliar um ativo pelo valor de mercado não teve nenhum papel relevante na deflagração ou agravamento da crise. A possibilidade de fazer operações fora do balanço, isso sim, foi um problema”.

Questão 2: Em resumo, quais dos fatores inventariados pelos pesquisadores colaboraram para deflagrar e/ou agravar a atual crise financeira?

Conforme mencionado na descrição dos aspectos metodológicos deste estudo, a relevância dos fatores inventariados pelos pesquisadores foi identificada a partir de uma escala likert, que variava de 0-3, onde 0 representava irrelevância e 3 representava muito relevante. Para interpretar esses resultados, os fatores foram agrupados com base nas notas atribuídas pelos respondentes. Os quadros a seguir apresentam esses resultados.

Quadro 3 – Fatores Mais Relevantes para a Deflagração da Crise Mundial

Fatores que colaboraram com a deflagração da crise	Média	Mediana	Moda
Incentivos e remuneração dos gestores	2,33	3,00	3,00
Regulação deficiente	2,25	2,50	3,00
Incentivos do governo norte-americano para a expansão do crédito imobiliário	2,25	2,50	2,00
Excesso de Liquidez mundial	2,17	2,00	2,00
Incentivos do FED para os participantes do mercado (Políticas de taxas de juros)	2,17	2,00	3,00
Supervisão deficiente	2,08	2,00	1,00

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se que, para os especialistas, o fator mais relevante para a deflagração da crise mundial, é justamente os incentivos e as remunerações concedidas aos executivos. De acordo com o ex-ministro da Fazenda Mailson da Nóbrega, “existia um incentivo perverso decorrente da forma de remuneração dos executivos de instituições financeiras, que eram bonificados pelo lucro das instituições, independentemente do fato de essas operações se tornarem ruinosas ou não no futuro.”

Outro fator chave na opinião dos especialistas foi a regulamentação deficiente. De acordo com Maria Helena Santana, atual presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), “o ambiente regulatório, em direção à desregulamentação, não estava preparado para prevenir ou controlar a evolução do mercado”. Segundo essa especialista, “o crescimento descontrolado dos volumes de derivativos negociados no balcão, por exemplo, trouxe muito mais riscos e prejuízos do que benefícios sociais”.

Quadro 4 – Fatores de Média Relevância para a Deflagração da Crise Mundial

Fatores que colaboraram com a deflagração da crise	Média	Mediana	Moda
Transações de bancos com setores menos regulados, como <i>hedge funds</i>	1,83	2,00	3,00
Agências de <i>rating</i> não cumpriram seu papel	1,75	1,50	1,00
Investidores mal informados	1,50	1,50	0,00
Complexidade dos produtos financeiros modernos	1,42	1,50	1,00
Globalização e liberação dos mercados	1,42	1,00	1,00

Diretrizes de Basiléia II para gerenciamento de riscos	1,33	1,50	2,00
Deficiência dos processos de auditoria	1,17	1,00	1,00

Fonte: Dados da pesquisa

Com base no quadro 4, nota-se que dentre os fatores considerados relevantes para a deflagração da crise mundial encontra-se aspectos relacionados ao gerenciamento de riscos e à complexidade dos instrumentos financeiros modernos. De acordo com o ex-presidente do Banco Central e sócio da Gávea Investimentos Arminio Fraga, “a administração de risco tinha se tornado, ilusoriamente, uma ciência exata, e prometia um grau de controle muito maior do que era possível na realidade”.

Para esse mesmo especialista, “muitas entidades utilizavam sistemas de administração de risco muito parecidos, o que individualmente pode ter sido uma decisão racional, mas coletivamente deixava de ser. Partindo de hipóteses simplificadoras, a administração de risco conduziu as entidades ao uso generalizado de técnicas como o VaR”.

Quadro 5 – Fatores Menos Relevantes para a Deflagração da Crise Mundial

Fatores que colaboraram com a deflagração da crise	Média	Mediana	Moda
Modelos de risco muito complexos	0,92	1,00	1,00
Modelos de risco muito simples	0,92	1,00	1,00
Regras de contabilidade do FASB ou IASB – <i>fair value accounting</i>	0,67	0,50	1,00

Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se, com base no quadro 5, que na opinião dos especialistas, as regras de mensuração pelo valor justo (*fair value accounting*) não representaram fator relevante na deflagração da crise mundial. Para Teresa Grossi, especialista em supervisão bancária, “a norma sobre valor justo não teve impacto”. Segundo essa entrevistada, o grande problema foram “as outras normas que permitiam que veículos de investimento com características particulares não fossem consolidados”. De acordo com essa especialista, em razão dessa brecha na norma, “algumas instituições esconderam tudo que se passava em veículos de investimento, mostrando um grau de alavancagem menor do que existia na realidade”.

Questão 3: Alguns críticos da contabilidade pelo valor justo têm falado que ela cria um efeito espiral, à medida que expõe o valor recuperável do ativo a cada vez que este valor é reduzido, criando um novo patamar para as **próximas negociações. Qual o seu nível de concordância ou discordância com esta visão?**

Quadro 6 – Grau de Concordância com o efeito pró-cíclico da contabilidade a valor justo

Quantidade de respondentes	Grau de concordância
2	Concordo totalmente
8	Mais concordo do que discordo
1	Mais discordo do que concordo
2	Discordo totalmente

Fonte: Dados da pesquisa

Percebe-se que a grande maioria dos entrevistados possui um nível de concordância alto com a afirmação de que a contabilidade a valor justo tem efeito pró-cíclico. Apesar de concordar com a afirmação, no geral, os entrevistados entendem que a informação gerada pela contabilidade a valor justo é fundamental para os investidores. De acordo com o professor Delfim Netto, “a

avaliação a mercado é fundamental para calcular riscos corretamente, mesmo que, tecnicamente, ainda tenha muitos problemas. É um componente bastante sensível, pois é uma contabilidade onde o patrimônio flutua diariamente, e não há dúvida de que este é um mecanismo muito mais útil para o investidor”.

Questão 4: A atual crise provavelmente seria descoberta mais tardiamente, caso os bancos norte-americanos e europeus não utilizassem uma contabilidade baseada no valor justo. Qual o seu nível de concordância ou discordância em relação a esta afirmação?

Quadro 7 – Grau de Concordância com a proposição: A Crise Seria Descoberta mais Tardiamente, sem *Fair Value Accounting*

Quantidade de respondentes	Grau de concordância
3	Concordo totalmente
7	Mais concordo do que discordo
0	Mais discordo do que concordo
3	Discordo totalmente

Fonte: Dados da pesquisa

A proposição da questão 4 foi corroborada pela maioria dos entrevistados, que entendem que a contabilidade a valor justo dá maior transparência ao processo de evidenciação, e tende a agilizar a descoberta de focos de crise, conforme ilustra o quadro 7.

Questão 5: Contabilizar um ativo financeiro pelo valor justo significa reconhecer nos balanços o seu valor de mercado, quando existe um mercado líquido para este ativo, ou um valor estimado, que pode ser baseado em transações recentes com ativos semelhantes, técnicas de *valuation*, como modelos de precificação de opções ou fluxo de caixa descontado. Você acredita que a contabilidade baseada no valor justo colaborou com o agravamento da crise financeira?

Quadro 8 – Grau de Concordância com a proposição: A Contabilidade a Valor Justo Agravou a Crise

Quantidade de respondentes	Grau de concordância
0	Concordo totalmente
6	Mais concordo do que discordo
2	Mais discordo do que concordo
5	Discordo totalmente

Fonte: Dados da pesquisa

Em linha com a questão 3, o quadro 8 evidencia que quase metade dos entrevistados concorda que a contabilidade colaborou com o agravamento da crise. No entanto, a outra metade dos entrevistados tem opinião diferente, com o agravante de que 5 pessoas discordaram totalmente da proposição. Nesse sentido, pode-se dizer tais dados não são conclusivos, à medida que não existe consenso entre os especialistas.

Questão 6: Mesmo que a contabilidade não mostrasse o valor justo, as tesourarias das instituições financeiras já acompanhavam e calculavam o preço dos ativos financeiros que faziam

parte de suas carteiras. Desta forma, você concorda ou discorda que, mesmo sem o *fair value accounting*, o efeito dos preços sobre a crise seria semelhante?

Quadro 9 – Grau de Concordância com a proposição: Sem o Valor Justo o Efeito dos Preços Sobre a Crise Seria Semelhante

Quantidade de respondentes	Grau de concordância
5	Concordo totalmente
5	Mais concordo do que discordo
2	Mais discordo do que concordo
1	Discordo totalmente

Fonte: Dados da pesquisa

Nota-se a tendência dos entrevistados em concordar com a proposição da questão 6. Alguns entrevistados, no entanto, colocaram ressalvas na sua resposta, informando que, sem a contabilidade a valor justo, é provável que a informação sobre os preços demorasse mais para sair das tesourarias e chegar no mercado.

Nessa mesma linha de pensamento, o professor Alkimar Moura ressalta que “o *fair value* escancara a realidade e, mesmo que tenha um caráter pró-cíclico, favorece uma solução mais rápida”.

5. Considerações Finais

Na busca da compreensão das razões que ocasionaram a crise financeira mundial, diversos aspectos relacionados à regulamentação dos mercados têm sido discutidos. Especificamente na área de contabilidade, questiona-se, especialmente, se a mensuração pelo valor justo (*fair value*), caracterizada por sua inerente subjetividade, diferentemente da objetiva mensuração pelo custo histórico, teve algum impacto na deflagração ou no agravamento da crise financeira mundial. Dentro desse contexto, o presente estudo objetiva identificar a percepção de especialistas em economia e finanças no que diz respeito ao impacto da mensuração pelo valor justo na crise financeira mundial.

Para isso, conduziram-se entrevistas semi-estruturadas com 13 profissionais da área de economia e finanças. Pode-se dizer que a percepção desses profissionais é relevante, à medida que a amostra era composta por ex-ministros da Fazenda e ex-presidentes e ex-diretores do Banco Central, dentre outros especialistas.

De acordo com os especialistas em economia e finanças entrevistados no estudo, os principais fatores que ocasionaram a crise financeira mundial foram: alavancagem excessiva por parte dos bancos, a utilização de instrumentos financeiros modernos, e a política monetária frouxa por parte do governo norte-americano.

No que tange à contabilidade a valor justo, a maioria dos entrevistados acredita que: (i) ela é pró-cíclica, (ii) é relevante para os investidores, (iii) fez com que a crise tivesse sido descoberta mais cedo, e (iv) caso não tivesse sido utilizada, o efeito da crise sobre os preços seria o mesmo. Nesse sentido, pode-se dizer que a percepção dos especialistas é de que a contabilidade a valor justo não deflagrou a crise financeira mundial.

Finalmente, o presente trabalho espera contribuir para a discussão acerca da adoção do valor justo na contabilidade. Acredita-se que tais discussões sejam importantes de modo a prover *insights* para o processo de regulação como um todo. Sem dúvida, o *fair value accounting*

representa uma ruptura do paradigma do custo histórico como base valor, ainda defendido por alguns teóricos da contabilidade. Nesse sentido, em tempos de crise, parece natural que tal mensuração seja questionada, haja vista sua inerente subjetividade. Contudo, de acordo com os resultados desta pesquisa, a contabilidade a valor justo passou no seu primeiro teste.

6. Referências

BARTH, Mary. Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. **The Accounting Review**. V.69, p. 1-25, 1994.

BARTH, Mary; BEAVER, William; LANDSMAN, Wayne. The Relevance of Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View. **Journal of Accounting and Economics**. V.31, p.77-104, 2001.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB). **IAS 39 – Financial Instruments**. 2005.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB). **Discussion Paper - Fair Value Measurements**. 2007.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB). **Exposure Draft - Fair Value Measurements**. 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. **Revista de Contabilidade e Finanças da USP**, n. 44, 2007.

LISBOA, Lázaro P.; PIGATTO, José A. M.; COSTA, Fábio M. da. “Valor Justo” em Contabilidade. Anais do **XVI Congresso Brasileiro de Contabilidade**, 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel. Palestra "**Derivativos: contabilização e implicações das operações na crise atual**". São Paulo: Fipecafi, 14/11/2008.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas: Da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MURCIA, Fernando; SANTOS, Ari . Regulação Contábil e a Divulgação de Informações de Operações com Instrumentos Financeiros Derivativos: Análise do Impacto da CVM Nº 566/08 e da CVM Nº 475/08 no Disclosure das Companhias Abertas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 3, p. 3-21, 2009.

MURCIA, Fernando; SILVA, Adriana; BARRETO, Eric; CARVALHO, Luis Nelson. Conjectures Regarding the Adoption of Fair Value Measurements in Brazil. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, p. 11-28, 2008.

NELSON, Karen. Fair value accounting for commercial banks: An empirical analysis of SFAS No. 107. **The Accounting Review**. V. 71, p.161-183, 1996.

LOPES DE SÁ, Antônio. **Ajustes Contábeis e Valor Justo**. Disponível em http://www.acionista.com.br/mercado/artigos_mercado/190908_antonio_lopes.htm. Acesso em 23/11/2008.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Report and Recommendations Pursuant to Section 133 of the Emergency Economic Stabilization Act.** 2008.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Contabilidade - Justo valor e crise nos mercados.** <http://neopatrimonialismo.blogspot.com/search/label/Fair%20Value>. Acesso em 21/11/2008.

TALEB, Nassim. **A lógica do cisne negro: O impacto do altamente improvável.**

THE ECONOMIST. All's fair: **The crisis and fair-value accounting.** Disponível em http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=12274096. Acesso em: 16/11/2008.

YOUNG, Michael R. **Fair Value Accounting and Subprime.** http://www.willkie.com/files/tbl_s29Publications%5CFileUpload5686%5C2566%5CFair%20Value%20Accounting%20and%20Subprime.pdf. Acesso em 02/11/2008.