

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

LUCIANA ALVES RODRIGUES

**EARNINGS MANAGEMENT E SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS POR EMPRESAS  
ESTRANGEIRAS LISTADAS NA NYSE**

BELO HORIZONTE

2011

LUCIANA ALVES RODRIGUES

**EARNINGS MANAGEMENT E SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS POR EMPRESAS  
ESTRANGEIRAS LISTADAS NA NYSE**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Contabilidade e Controladoria da Universidade Federal de Minas Gerais como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade e Controladoria

Orientador: Prof. Dr. Poueri do Carmo Mário

BELO HORIZONTE

2011

*Dedico aos meus pais Ana e Cristóvão (in memoriam).*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus em primeiro lugar por proporcionar esta experiência única na minha vida e por ter me concedido sabedoria e forças para seguir em frente.

Agradeço ao meu orientador Professor Dr. Poueri que soube em todos os momentos me ouvir e me ajudar a solucionar todos os problemas encontrados no desenrolar dos trabalhos, sem a sua colaboração e confiança a realização deste não seria possível.

Agradeço a minha querida mãe D. Ana pela dedicação e amor incondicional. A minha segunda mãe, minha irmã Sol, por toda preocupação e incentivo dado ao longo do curso.

Agradeço ao meu “pretinho” Marco pelo apoio e compreensão durante todo esse período que se estende desde a época do pré-vestibular... Obrigada por estar ao meu lado me apoiando, em todos os momentos e me aturando durante esses 104 meses e 21 dias de namoro.

Agradeço aos meus irmãos Lídio, Washington, Wellington e Weslei, meus 4 (quatro) pais, pelo incentivo e exemplo dados. Agradeço a todos os meus amigos e familiares pelo apoio e incentivo.

Agradeço aos professores Dr. Wagner Lamounier e Dr. Aureliano Bressan pelas significativas contribuições quando da qualificação do projeto. Agradeço, imensamente, à professora Dr<sup>a</sup> Jacqueline Veneroso pelos valiosos ensinamentos ao longo de todo o curso. Agradeço a todos os meus colegas de turma pela cumplicidade e parceria nos trabalhos.

Agradeço aos meus colegas de trabalho pelo apoio e preocupação, principalmente ao Frederico Pedrosa por permitir a flexibilização dos meus horários.

*Ainda que eu andasse pelo vale da sombra da  
morte, não temeria mal algum, porque tu estás  
comigo, a tua vara e o teu cajado me consolam.*

*Salmo 23*

## RESUMO

O SFAS 140 requer que empresas que possuam ativos financeiros securitizados informem suas políticas de contabilização, volume, fluxo de caixa, principais premissas usadas para determinar o valor justo dos juros retidos e análise de sensibilidade do valor justo, alterando as principais premissas. A contabilização das operações de securitização bem como as estimativas do valor justo vem sendo tema de pesquisas internacionais. Nesse sentido, estima-se que este seja um tema de elevada relevância no cenário financeiro nacional. Sendo assim, o presente estudo teve como objetivo geral identificar se os gestores das empresas estrangeiras listadas na *NYSE* que realizam operações de securitização praticam *Income Smoothing*. Especificamente buscou-se descrever as operações de securitização realizadas pelas empresas integrantes da amostra e comparar os resultados encontrados com os resultados apresentados por DMS (2010), no que se refere a relação entre os ganhos de securitização e as taxas de desconto bem como a relação entre os ganhos de securitização e os incentivos para gerir resultados, além de aplicar a métrica de Eckel (1981) para detectar a presença de *Income Smoothing* nas empresas analisadas. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, bibliográfica e documental com abordagem quantitativa, utilizando os formulários 20F ou 40F das empresas estrangeiras que possuem ações listadas na *NYSE*, no período de 2007 a 2010. A amostra foi composta por 80 (oitenta) empresas, dentre as quais 16 (dezesesseis) possuíam as informações básicas necessárias à aplicação do modelo proposto por DMS (2010) para analisar a relação entre os ganhos de securitização e a prática de *Earnings Management*. Os resultados da análise qualitativa demonstraram que a maior parte das empresas realiza operações de securitização via *SPE/Trust*, com o intuito de obter diversificação de fontes de financiamento e maior liquidez. Quanto à aplicação do modelo proposto por DMS (2010) a relação negativa esperada entre a variável dependente “*Securitization Gain*” e as variáveis explicativas “*Pre-securitization earnings*” e “ $\Delta$ *Pre-securitization earnings*” não foi confirmada em nenhuma das regressões estimadas. Dentre as *proxies* adicionadas às regressões destinadas a isolar o componente discricionário do ganho, apenas a variável *Indust\_Gains* apresentou poder de explicação da variável dependente, apresentando-se com sinal previsto e estatisticamente significativa ao nível de 5% em, praticamente, todas as regressões testadas. Diante das análises realizadas e dos resultados encontrados verificou-se que o modelo proposto por DMS (2010) não se mostrou eficiente para detectar a presença ou não de *Income Smoothing*, ou seja, os resultados apresentados não foram suficientes para fornecer evidências

de que os gestores das empresas estrangeiras que negociam suas ações na *NYSE* utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para gerenciar as receitas de securitização. Quanto a aplicação da Métrica de Eckel (1981), apesar de terem sido identificados indícios de alisamento de resultados em 50% das empresas analisadas, não se pode afirmar que este fenômeno seja decorrente do alisamento das receitas de securitização, visto que a métrica utilizada limita-se a indicar apenas a presença ou não de suavização de resultados sem identificar sua origem.

Palavras-chave: Securitização. Valor Justo. *Earnings Management*.

## ABSTRACT

SFAS 140 requires companies that have securitized financial assets report their accounting policies, volume, cash flow, principal assumptions used to determine the fair value of retained interests and sensitivity analysis of the fair value by changing the main premises. The securitization accounting operations as well as estimates of fair value has been the subject of international research. In this sense, it is estimated that this is a topic of high relevance in the national financial landscape. Therefore, this study aimed to identify whether the general managers of foreign companies listed on the NYSE performing securitization practice Income Smoothing. We sought specifically to describe the securitization operations carried out by member firms of the sample and compare the results with the results presented by DMS (2010), regarding the relationship between securitization gains and discount rates and the relationship between securitization gains and incentives to manage results, also apply metrics Eckel (1981) for detecting the presence of smoothing the companies analyzed. So, we carried out a descriptive, bibliographical and documentary research with a quantitative approach, using the 20F or 40F forms of foreign companies that have shares listed on the NYSE in the period from 2007 to 2010. The sample consisted of 80 companies, among which 16 had the basic information needed to implement the model proposed by DMS (2010) to analyze the relationship between earnings and the practice of securitization Earnings Management. The results of qualitative analysis showed that most companies conduct operations through the securitization SPE/Trust, in order to achieve diversification of funding sources and greater liquidity. Application of the model proposed by DMS (2010) expected the negative relationship between the dependent variable "Securitization Gain" and the explanatory variables "Result Pre-securitization" and " $\Delta$  Result Pre-securitization" was not confirmed in any of the regressions estimated. Among the proxies added to the regressions to isolate the discretionary component of the gain, the variable *Indust\_Gains* presented explanatory power of the dependent variable, presenting with expected sign and statistically significant at 5% in almost all regressions tested. Before the analyzes and the results verified that the model proposed by DMS (2010) was not effective to detect the presence or absence of smoothing, namely, the results were not sufficient to provide evidence companies that trade their shares on the NYSE using the flexibility available in the rules of fair value accounting to manage revenues from securitization. The application of metric Eckel (1981), despite having been identified evidence of income smoothing in 50% of companies surveyed, one can not



say that this phenomenon is due to the smoothing of revenue securitization, since the metric used is limited to indicate only the presence or absence of smoothing results without identifying its source.

**Keywords:** Securitization. Fair Value. Earnings Management.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1.	Estrutura da Operação de Securitização.....	26
Figura 2.	Etapas para Avaliação do Desreconhecimento de um Ativo Financeiro.....	43

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1. Distribuição do Efeito dos Ganhos ou Perdas Relatados no Resultado.....	103
--	-----

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1.	Benefícios da Securitização.....	32
Quadro 2.	Síntese dos Resultados encontrados por Martinez (2001).....	59
Quadro 3.	Síntese dos Resultados encontrados por Fuji (2004).....	60
Quadro 4.	Síntese dos Resultados encontrados por Tukamoto (2004).....	60
Quadro 5.	Amostra Final Analisada.....	78
Quadro 6.	Descrição das Variáveis.....	81
Quadro 7.	Síntese das Principais Características das Operações de Securitização Realizadas.....	95

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1.	Ilustração Empresa ALFA – Balanço Patrimonial em 31-1-X0 – Em \$.....	38
Tabela 2.	Ilustração SPE – Balanço Patrimonial em 31-1-X0 – Em \$.....	38
Tabela 3.	Ilustração Empresa ALFA – Balanço Patrimonial em 28-2-X0 – Em \$.....	40
Tabela 4.	Ilustração das Informações Quantitativas sobre os Principais Pressupostos Utilizados na Mensuração dos Juros Retidos no Momento da Venda ou Securitização.....	46
Tabela 5.	Ilustração dos Principais Pressupostos Econômicos e Sensibilidade do Valor Justo dos Fluxos de Caixa Residuais à Mudanças Adversas Imediatas de 10% e 20% em tais Pressupostos.....	47
Tabela 6.	Ilustração da Divulgação de Perdas em um Conjunto de Crédito.....	48
Tabela 7.	Ilustração da Divulgação dos Fluxos de Caixa da Securitização entre a SPE e o Cedente.....	48
Tabela 8.	Ilustração das Informações Quantitativas sobre Inadimplência, Perdas Líquidas de Crédito, Componentes de Ativos Financeiros Securitizados e outros Ativos em Conjunto.....	49
Tabela 9.	Composição da Amostra por Setor.....	97
Tabela 10.	Ganho de Securitização dividido pelo Patrimônio Líquido do Ano Anterior.....	98
Tabela 11.	Estatísticas Descritivas das Variáveis.....	99
Tabela 12.	Correlação entre as Variáveis do Modelo.....	100
Tabela 13.	Taxa Média de Desconto e Correlação da Taxa Desconto com Ganho e Perda de Securitização.....	101
Tabela 14.	Resultado da Regressão 1.1.....	105
Tabela 15.	Resultado da Regressão 1.2.....	106
Tabela 16.	Resultado da Regressão 1.3.....	107
Tabela 17.	Resultado da Regressão 1.4.....	108
Tabela 18.	Resultado da Regressão 1.5.....	109
Tabela 19.	Resultado da Regressão 2.1.....	111
Tabela 20.	Resultado da Regressão 2.2.....	112
Tabela 21.	Resultado da Regressão 2.3.....	113
Tabela 22.	Resultado da Regressão 2.4.....	114
Tabela 23.	Resultado da Regressão 2.5.....	115

Tabela 24. Resultados das Regressões Primeiro Cenário – Variável Independente: Resultado Pré-Securitização.....	117
Tabela 25. Resultados das Regressões Primeiro Cenário – Variável Independente: $\Delta$ Resultado Pré-Securitização.....	118
Tabela 26. Resultados das Regressões Segundo Cenário – Variável Independente: Resultado Pré-Securitização.....	119
Tabela 27. Resultados das Regressões Segundo Cenário – Variável Independente: $\Delta$ Resultado Pré-Securitização.....	120
Tabela 28. Resultados da Aplicação da Métrica de Eckel (1981) para Income Smoothing.....	122

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

- ADR – *American Depositary Receipt*
- CEO – *Chief executive officer*
- CMN – Conselho Monetário Nacional
- CP – Certificados de Participação
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis
- CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários
- DMS (2010) – Dechow, Myers e Shakespeare (2010)
- FAS – *Financial Accounting Standards*
- FASB – *Financial Accounting Standards Board*
- FIDC – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
- GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*
- IAS – *International Accounting Standards*
- IASB – *International Accounting Standards Board*
- IFs – Instituições Financeiras
- NYSE – *New York Stock Exchange*
- SEC – *Securities Exchange Commission*
- SFAC – *Statements of Financial Accounting Concepts*
- SFAS – *Statement of Financial Accounting Standards*
- SFN – Sistema Financeiro Nacional
- SPE – Sociedade de Propósito Específico
- TDF – Títulos de Dívida Fiduciária
- VIE – Entidade de Participação Variável

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	17
1.1 Contextualização.....	17
1.2 Questão de Pesquisa.....	20
1.3 Objetivos.....	20
1.3.1 Objetivo Geral.....	20
1.3.2 Objetivos Específicos .....	20
1.4 Relevância/Justificativa .....	21
2. REFERENCIAL TEÓRICO .....	22
2.1 Securitização de Ativos .....	22
2.1.1 Evolução Histórica.....	23
2.1.2 Estrutura da Operação.....	26
2.1.3 Ativos Securitizáveis .....	28
2.1.4 Riscos Envolvidos na Operação .....	29
2.1.5 Benefícios da Securitização .....	31
2.2 Fair Value .....	33
2.2.1 Aplicações do Fair Value.....	35
2.2.2 Legislação Pertinente.....	36
2.3 Aspectos Contábeis da Operação de Securitização .....	37
2.3.1 Contabilização .....	38
2.3.2 Avaliação do Desreconhecimento de um Ativo Financeiro .....	41
2.3.3 Exemplo das Divulgações Exigidas pelo SFAS 140 .....	44
2.4 Earnings Management .....	49
2.4.1 Incentivos e tipos de Earnings Management .....	52
2.4.2 Métricas para detecção de Income Smoothing .....	53
2.4.2.1 Métrica de Eckel (1981) .....	53
2.4.2.2 Métrica de Leuz, Nanda e Wysocki (2003) .....	55
2.4.3 Principais Pesquisas Realizadas sobre Earnings Management.....	57
2.5 Estudos Realizados .....	61
2.5.1 O trabalho de Niu e Richardson (2004) .....	61
2.5.2 O trabalho de Karaoglu (2005) .....	63
2.5.3 O trabalho de Feng, Gramlich e Gupta (2009) .....	65



2.5.4	O trabalho de Dechow e Shakespeare (2009).....	67
2.5.5	O trabalho de Dechow, Myers e Shakespeare (2010) – DMS.....	69
2.5.6	O trabalho de Barth e Taylor (2010) – crítica a DMS (2010).....	72
3.	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....	75
3.1	Classificação da Pesquisa .....	75
3.2	Seleção da Amostra e variáveis “chave” analisadas.....	76
3.3	O Modelo de Dechow, Myers e Shakespeare (2010) – DMS.....	80
3.4	Descrição dos Procedimentos Utilizados.....	82
4.	RESULTADOS E ANÁLISES.....	84
4.1	Análise Qualitativa das Operações de Securitização Realizadas.....	84
4.2	Descrição da Composição da Amostra e Tamanho dos Ganhos Reconhecidos.....	97
4.3	Estatística Descritiva e Análise de Correlação das Variáveis.....	99
4.4	Análise dos Resultados das Regressões e Estimadores .....	104
4.4.1	Da Inclusão da Variável Dummy para “Crise” .....	116
4.5	Análise dos Resultados da Aplicação da Métrica de Eckel (1981) .....	121
5.	CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES.....	124
6.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	129

## 1. INTRODUÇÃO

Este capítulo visa contextualizar o trabalho, sendo que são apresentados conceitos inerentes às operações de Securitização de Ativos, *Fair Value* e *Earnings Management* e a problemática que envolve tais operações. Apresentam-se ainda, a questão de pesquisa, os objetivos, bem como a relevância, a justificativa e a organização do estudo.

### 1.1 Contextualização

Com a crescente internacionalização dos mercados financeiros e das empresas, as autoridades governamentais devem adaptar constantemente suas legislações aos novos instrumentos financeiros criados. Nesse sentido, a securitização de ativos é uma operação estruturada que vem provocando modernização do mercado de capitais, bem como oferecendo alternativa inovadora na forma de captação de recursos de longo prazo para as empresas (LUXO, 2007).

Galdi *et al.* (2006) conceituam securitização como uma operação financeira na qual ativos são convertidos em títulos negociáveis - *securities* (valores mobiliários e títulos de crédito). Esses títulos são vendidos a investidores, que passam a ser os novos beneficiários dos fluxos gerados pelos ativos. Em sentido amplo, entende-se como securitização qualquer processo de desintermediação financeira, ou seja, que envolva a retirada de valores mobiliários do ativo e do passivo dos intermediários financeiros, relativos a operações originadas em empréstimos dessas organizações ou que resulte em emissão de títulos negociados diretamente entre agentes econômicos não financeiros.

A securitização pode gerar benefícios às economias, o que justifica o desenvolvimento deste mercado nos Estados Unidos da América (EUA) a partir dos anos 70. A securitização proporciona às empresas o acesso direto ao mercado de capitais para captar recursos para o financiamento de seus ativos; favorece a competitividade no mercado de crédito, pois representa uma alternativa de captação para os bancos de menor porte; e reduz os riscos do sistema bancário, já que parte do risco é transferida ao investidor (PINHEIRO e SAVOIA,

2009). Este último ponto pode ser criticado se considerada a última crise financeira mundial e os efeitos de operações de securitização realizadas.

Luxo (2007) afirma que a operação estruturada de securitização de ativos é conhecida como uma operação *off-balance sheet* (fora do balanço) na medida em que não impacta o passivo circulante (recursos onerosos), nem tampouco o não circulante, em comparação com as operações de crédito tradicionais, seja pela emissão de títulos, bem como pelas operações de empréstimo bancário. A securitização de recebíveis isola um grupo específico de ativos do balanço de seu originador e permite um gerenciamento de riscos mais eficiente (CANÇADO e GARCIA, 2007).

Segundo Dechow, Myers e Shakespeare (2010) – DMS – nas empresas que mantêm interesse nos recebíveis vendidos (ou seja, menos de 100% dos fluxos de caixa futuro são vendidos), como é típico de operações de securitização, o desreconhecimento (*derecognition*) dos ativos constitui uma grande oportunidade para manipular resultados, pois os fluxos de caixa retidos devem ser registrados pelo valor justo (*Fair Value*), embora nenhum valor de mercado ativo seja suscetível de existir.

O valor justo ou *Fair Value* pode ser definido como a quantia pela qual os ativos e passivos podem ser comprados ou vendidos em uma transação atual entre partes dispostas a negociar, ou seja, exceto em uma venda forçada ou liquidação. Desta forma, o valor justo de um segmento operacional se refere ao valor pelo qual a unidade de negócios como um todo pode ser comprada ou vendida em uma transação atual entre as partes dispostas a realizá-la (SANTOS e SCHMIDT, 2003).

Galdi e Pereira (2007) afirmam que a adoção do *Fair Value* pode resultar no aumento da relevância da informação contábil, mas aumenta também sua subjetividade, o que vai contra a convenção contábil da objetividade.

Nesse sentido, Iudícibus e Martins (2007) acrescentam que o conceito e a aplicação do *Fair Value* representam uma virada espetacular, agressiva e arriscada no que se refere à avaliação contábil.

Espetacular, pois os órgãos reguladores até tomam a dianteira com relação aos *scholars* na defesa e no *enforcement* dessa nova e revolucionária forma de avaliação. Agressiva, pois coloca o *Fair Value* em lugar de e não em complemento a algo que já existe e que vem há séculos nas demonstrações contábeis como forma principal de avaliação, ou seja, o custo histórico como base de registro inicial. Arriscada, pois, ao apagar-se o registro histórico para, em seu lugar, colocar-se ativos e passivos avaliados pelo valor justo, estar-se-á dificultando o *tracking* entre competência e fluxos de caixa. Por outro lado, o grau de subjetividade dos cálculos de fluxos descontados, quando não existir mercado ativo, beira quase a não aceitabilidade, sob o ponto de vista de um mínimo de objetividade e consistência (IUDÍCIBUS E MARTINS, 2007).

O aumento da subjetividade da mensuração do valor a ser contabilizado é acompanhado pelo aumento da discricionariedade da administração sobre os resultados. Nesse contexto, a literatura tem investigado o *Earnings Management* (Gerenciamento de Resultados Contábeis ou Manipulação da Informação Contábil), que consiste na manipulação, dentro dos limites das normas, dos resultados contábeis a serem divulgados pelas empresas com a intenção de se obter algum ganho privado (SCHIPPER 1989).

DMS (2010) encontraram evidências de que os gestores utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para suavizar os resultados (*Income Smoothing*) por meio do gerenciamento das receitas de securitização de ativos. Segundo os autores, as regras contábeis para avaliar o juro retido de securitizações exigem que os gestores façam suposições sobre as taxas de desconto, de inadimplência e de pagamento. Estes pressupostos fornecem poder discricionário aos gestores para determinar o ganho “na venda de seu contas a receber”.

Nesse sentido, a mensuração do valor justo, não só nas operações de securitização, ganha relevância, pois está sujeita a subjetividade e discricionariedade dos gestores em sua respectiva apuração, implicando em uma oportunidade de pesquisa.

## 1.2 Questão de Pesquisa

Os gestores das empresas estrangeiras listadas na *NYSE (New York Stock Exchange)* que realizam operações de securitização praticam *income smoothing*?

## 1.3 Objetivos

### 1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral é identificar se os gestores das empresas estrangeiras listadas na *NYSE* que realizam operações de securitização praticam *income smoothing*.

### 1.3.2 Objetivos Específicos

- Descrever as operações de securitização realizadas pelas empresas integrantes da amostra.
- Comparar os resultados encontrados com os resultados apresentados por DMS (2010), no que se refere a relação entre os ganhos de securitização e as taxas de desconto.
- Comparar os resultados encontrados com os resultados apresentados por DMS (2010), no que se refere a relação entre os ganhos de securitização e os incentivos para gerir resultados;
- Aplicar a métrica de Eckel (1981) para detectar a presença de *income smoothing nas empresas analisadas*.

#### 1.4 Relevância/Justificativa

Conforme Cançado e Garcia (2007) a securitização como ferramenta financeira é útil e importante para os diversos agentes de mercado. Não menos útil é o conhecimento acerca da ferramenta para os profissionais ligados à área financeira, como contadores e auditores, entre outros.

A securitização é uma ferramenta importante na transferência de fundos entre agentes poupadores e tomadores de crédito. Ademais, pode ser utilizada como instrumento de fomento de vários mercados, permitindo o crescimento da atividade econômica, dentre os quais destaca-se o mercado imobiliário (CANÇADO e GARCIA, 2007).

Segundo Barth e Taylor (2010) a contabilização de securitização de ativos é uma configuração potencialmente poderosa para se estudar *Earnings Management*. A justificativa em se estudar o tema está em entender como as operações de securitização podem influenciar os gestores na prática daquele, seja por meio da utilização da flexibilidade das regras de contabilização do valor justo ou não, caso seja por motivação de ganhos para si.

Os resultados da pesquisa ainda podem ser úteis na definição de instrumentos regulatórios e fiscalizatórios superiores, com o propósito de dimensionar os riscos envolvidos nessas operações, além de analisar um tema ainda pouco explorado na literatura contábil brasileira.

O trabalho contribui para o debate a respeito da confiabilidade das informações contábeis prestadas ao mercado e das estimativas do valor justo em relação às operações de securitização.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo descreve os aspectos teóricos e conceituais das operações de Securitização de Ativos, do *Fair Value* e de *Earnings Management*, além de apresentar estudos nacionais e internacionais relacionados ao tema deste trabalho, especificamente.

### 2.1 Securitização de Ativos

Chaves (2006) define securitização de créditos como negócio jurídico coligado que viabiliza a antecipação do recebimento de créditos presentes e/ou futuros por quem necessite, mediante a cessão destes a uma entidade adquirente, que emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários, amortizando-os e/ou resgatando-os após o efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos.

Segundo Cançado e Garcia (2007) a securitização pode ser definida como a “monetização” de títulos de crédito, isto é, o processo de transformação de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais, através da utilização de determinados veículos.

De acordo com Tomiatti e Oliveira (2007) realizar uma operação de securitização significa converter determinados créditos em lastro para títulos ou valores mobiliários a serem emitidos. A securitização serve como operação de suporte para a emissão de debêntures *commercial papers*.<sup>1</sup>

Adhikari e Betancourt (2008) acrescentam que securitização é o processo pelo qual os ativos financeiros, tais como créditos e empréstimos, são agrupados e valores mobiliários são emitidos apoiados pelos fluxos de caixa desses ativos.

---

<sup>1</sup> Termo em inglês para um título de curto prazo emitido por instituições não financeiras, sem garantia real, podendo ser garantido por fiança bancária, negociável em mercado secundário e com data de vencimento certa.

### 2.1.1 Evolução Histórica

A securitização surgiu nos últimos anos, nos Estados Unidos e nos países europeus, como uma nova técnica financeira que permite às empresas obterem recursos com a emissão de títulos lastreados em recebíveis e ativos, principalmente pelas empresas que são detentoras de grandes carteiras de recebíveis, tais como: vendas a prazo, concessionárias de energia e telecomunicação, entre outras (TOMIATTI E OLIVEIRA, 2007).

Ainda, segundo Tomiatti e Oliveira (2007), as primeiras operações de securitização tiveram início nos Estados Unidos na década de 70, impulsionadas pelas agências governamentais ligadas ao crédito hipotecário, quando essas promoveram o desenvolvimento do mercado de títulos lastreados em hipotecas. Esse tipo de operação encontra-se em pleno desenvolvimento em países como Itália, Alemanha, Espanha, México e Japão.

Ao contrário do ocorrido nos Estados Unidos, no Brasil as primeiras securitizações de crédito não tiveram a participação de entidades governamentais que auxiliassem na sua consolidação. No Brasil, a securitização de créditos foi introduzida pela iniciativa privada, mais especificamente pelo Grupo Mesbla (CHAVES, 2006).

Atualmente, o setor que origina maior volume de ativos securitizados é o imobiliário. Só nos Estados Unidos, o mercado de créditos de recebíveis imobiliários superou US\$ 3,2 trilhões em 2002. Cançado e Garcia (2007) destacam ainda a existência de alguns tipos de securitização:

- *Asset backed securities (ABS)*: títulos emitidos com lastro em recebíveis, cuja natureza pode ser de recebíveis de cartões de crédito, empréstimos imobiliários, financiamentos de veículos etc.;
- *Mortgage backed securities (MBS)*: títulos emitidos com lastro em hipotecas de imóveis;
- *Collateralised debt obligations (CDO)*: títulos emitidos com lastro em recebíveis corporativos, provenientes de dívidas de mercados emergentes.



Segundo Cançado e Garcia (2007), o segundo maior mercado mundial de securitização fica na Europa, no qual destaca-se a Inglaterra. Em países em que o mercado de securitização está consolidado, as operações com lastro em carteiras de crédito pulverizado representam praticamente a totalidade do mercado. Nos países da América Latina os volumes envolvidos em operações de securitização ainda são pequenos, sendo predominante nesse mercado a participação da Argentina e do México.

No Brasil, a securitização tem sido viabilizada pela constituição dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, que dão ao investidor uma alternativa de aplicação de baixo risco e com remuneração superior àquela paga pelos bancos. Este mercado tem experimentado grande crescimento no País, seja motivado pelas vantagens que confere ao investidor, seja pela alternativa de captação que oferece à empresa originadora dos créditos (PINHEIRO, 2008).

Em 2005, o mercado brasileiro de securitização, especificamente as cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), apresentaram crescimento relevante. Somente no primeiro semestre atingiu cerca de R\$ 1,3 bilhões, tendo sido registradas 29 emissões entre CRIs e FIDCs. O ano de 2005 foi encerrado contabilizando 101 ofertas públicas de FIDCs e CRIs, no montante de R\$ 4,89 bilhões. Em 2006, registrou-se volume de emissão de cerca de R\$ 12 bilhões (CANÇADO E GARCIA, 2007).

Apesar do crescimento da emissão de certificados de recebíveis imobiliários, cumpre destacar que a securitização de ativos lastreados em carteiras de recebíveis de hipotecas imobiliárias foi apontada como uma das causas da maior crise econômica mundial desde a crise de 1929 (FERREIRA, 2010).

Segundo Freitas (2009) a partir de 2003, com o forte aquecimento do mercado imobiliário nos Estados Unidos e a expansão da concessão de empréstimos imobiliários a tomadores de alto risco, os bancos fizeram uso intenso das transações não registradas no balanço, transferindo às

sociedades de propósito específico parte de suas carteiras de empréstimos *subprime*<sup>2</sup>. O crescimento das hipotecas *subprime*, num primeiro momento, foi visto como uma inovação positiva, pois permitiu maior acesso a compra da casa própria às populações de menor condição econômica. Este movimento ajudou a sustentar altas taxas de crescimento do consumo, uma vez que as residências funcionavam como garantia, o que também ajudou para manter a economia aquecida (FERREIRA, 2010).

No entanto, em 2006 os problemas vieram à tona, quando a contínua elevação da taxa básica de juros pelo Federal Reserve (FED), a partir do final de 2004, acarretou o aumento crescente da inadimplência dos mutuários das hipotecas *subprimes*. Foram particularmente afetadas as hipotecas ajustáveis, que combinam taxas de juros fixas nos dois primeiros anos e juros flutuantes pelos 28 anos restantes do contrato de 30 anos. Com o crescimento do número de contratos inadimplentes levados a execução, os preços dos imóveis que servem de garantia aos empréstimos entraram em trajetória de queda, afetando seriamente o mercado imobiliário e se alastrando rapidamente para os diversos segmentos do mercado financeiro, tanto americano como global (FREITAS, 2009).

Ferreira (2010) acrescenta que o grande benefício trazido pela securitização seria a habilidade de transformar ativos ilíquidos em ativos líquidos. Além disso, ao retirarem a carteira de recebíveis de hipotecas de seus balanços, os bancos liberavam mais capital, o que poderia irrigar a economia, gerando externalidades macro-econômicas positivas. Como a crise mostrou essa externalidade positiva, quando em excesso, pode contribuir para o processo de formação de uma bolha, neste caso a imobiliária. No momento em que este processo gera uma crise de liquidez, conclui-se que os problemas das hipotecas *subprime* se transformaram em um problema sistêmico, gerando a primeira “*corrida bancária moderna*” pós globalização e maior grau de interconexão do sistema financeiro global.

---

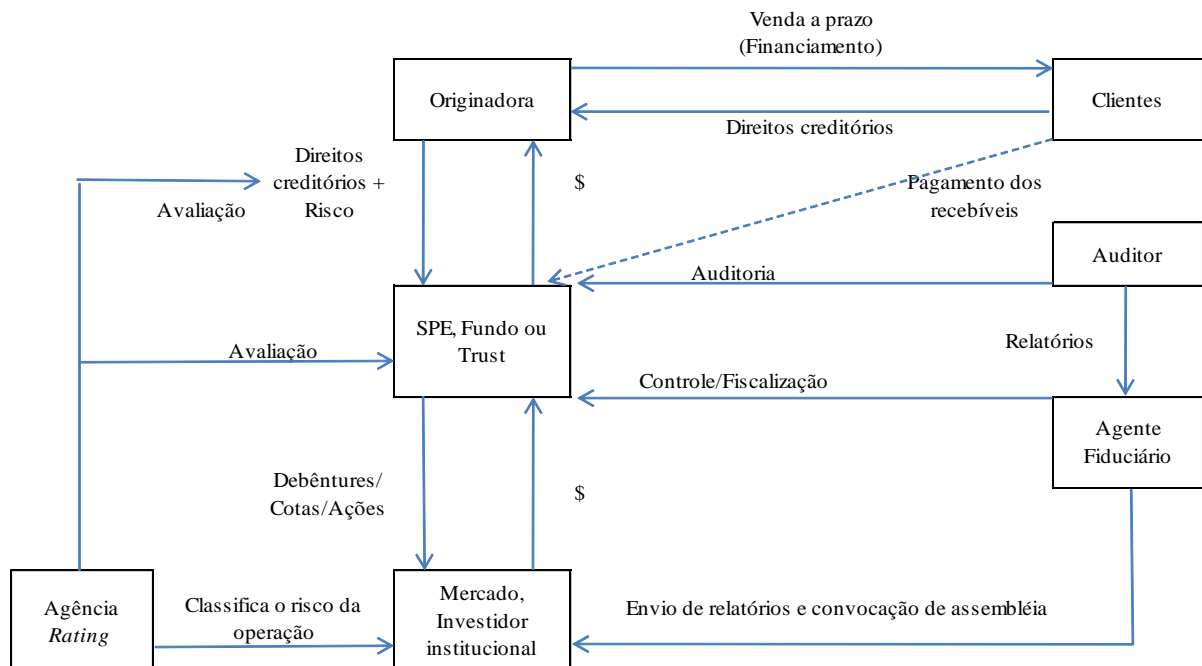
<sup>2</sup> Termo associado a empréstimos cujo tomador apresenta histórico de crédito problemático. O termo está geralmente associado ao crédito imobiliário, mas pode incluir qualquer outro tipo de crédito, como por exemplo, créditos destinados ao financiamento de veículos ou de cartões de crédito.

### 2.1.2 Estrutura da Operação

Segundo Galdi *et al.* (2006) a securitização tem como pressuposto inicial a existência de um agente econômico (originador) que acumule, em seu balanço, ativos financeiros decorrentes de sua atividade empresarial. Nesse sentido, a operação tem início com a cessão dos recebíveis financeiros para um veículo de securitização, que pode ser uma companhia securitizadora constituída sob a forma de Sociedade de Propósito Específico (SPE), ou um fundo ou uma *trust*<sup>3</sup>. Estas entidades emitem valores mobiliários que têm como lastro e fonte o pagamento dos fluxos de caixa futuros associados aos créditos adquiridos do originador.

Ainda, segundo os autores, os recursos obtidos na venda dos valores mobiliários aos investidores são transferidos para a empresa que cedeu os créditos. Deste modo, a empresa originadora dos créditos monetiza os recebíveis financeiros e recompõe suas disponibilidades financeiras. O processo de securitização pode ser desenhado, de forma genérica, conforme figura 1:

Figura 1 – Estrutura da operação de securitização



Fonte: Adaptado de Galdi *et al.* (2006)

<sup>3</sup> Termo em inglês que designa uma instituição formada para atuar como agente fiduciário para pessoas físicas ou jurídicas na administração de fundos, contratos de custódia e outros serviços afins.

Os principais participantes de uma operação de securitização são:

1. Agentes os quais possuem contratos de financiamento/empréstimo com a empresa originadora;
2. Empresa originadora a qual possui os direitos;
3. SPE, fundo ou *trust*, os quais viabilizam a operação de securitização;
4. Investidores os quais compram os valores mobiliários emitidos pela SPE, fundo ou *trust*;
5. Agente fiduciário;
6. Agência de *rating* responsável pela avaliação do risco de inadimplência da operação;
7. Auditores externos.

Em resumo, conforme Galdi *et al.* (2006), os veículos de securitização são criados para captar recursos e emitirem valores mobiliários, que de forma geral serão específicos ao tipo de operação de securitização a ser realizada. Assim, a securitização típica resulta das seguintes etapas:

- criação da SPE, fundo ou *trust* com o único objetivo de adquirir os direitos creditórios elegíveis, através da emissão de contratos específicos ao tipo de operação;
- elaboração dos contratos que tornarão a operação, sob o ponto de vista legal, válida e eficiente, tais como, contrato de cessão de crédito e contratos com prestadores de serviços;
- elaboração da escritura de emissão de títulos mobiliários, com base nos contratos acima referidos, adequando suas condições de remuneração e periodicidade de pagamentos à expectativa dos valores a serem recebidos, conforme performance dos direitos creditórios;

- emissão e distribuição dos valores mobiliários, cujo resgate dar-se-á mediante a utilização do fluxo de caixa gerado pelo originador;
- efetiva cessão dos créditos selecionados pelo originador à SPE e entrega de recursos àquele;
- recebimento das parcelas devidas por compradores/financiados e repasse desses recursos ao mercado investidor (em tal procedimento, os próprios bancos/empresas originadoras podem ser agentes como mandatários dos veículos de securitização).

### 2.1.3 Ativos Securitizáveis

Segundo Chaves (2006) na securitização, apenas os créditos pecuniários, ou seja, os que traduzem uma obrigação de pagamento de soma em dinheiro, devem ser cedidos, uma vez que tais créditos proporcionam solvabilidade imediata, garantindo à entidade cessionária fluxos de caixa estáveis e, por conseguinte, viabilizando à mesma o pagamento aos investidores dos títulos ou valores mobiliários emitidos.

Cançado e Garcia (2007) relacionam os ativos mais utilizados nas operações de securitização efetuadas no mercado brasileiro: financiamento e *leasings*<sup>4</sup> de aeronaves e automóveis; financiamentos de barcos; financiamentos de giro de concessionários; *leasings* de contêineres marítimos, chassis e equipamentos; empréstimos sobre automóveis, para aquisição de computadores, baseados em *factoring*<sup>5</sup>, sobre equipamentos agrícolas, oriundos de franquias, estudantis, garantidos por imóveis, pessoais consignados ou não; hipotecas sobre terras e de imóveis; recebíveis de passagens aéreas, de empresas de saúde, de estacionamento, comerciais e de cartões de crédito; campos de óleo e gás; fluxo de royalties.

---

<sup>4</sup> Contrato denominado na legislação brasileira como arrendamento mercantil.

<sup>5</sup> Prestação contínua e cumulativa de assessoria mercadológica e creditícia, de seleção de riscos, de gestão de crédito, de acompanhamento de contas a receber e de outros serviços, conjugada com a aquisição de créditos de empresas resultantes de suas vendas mercantis ou de prestação de serviços, realizadas a prazo.

#### 2.1.4 Riscos Envolvidos na Operação

Segundo Pinheiro (2008) numa operação de securitização diversos riscos são transferidos ao investidor. Sendo assim, cabe ao estruturador da operação tomar medidas que os mitiguem, e ao investidor, uma remuneração compensatória destes riscos.

Pinheiro (2008) consolida as matrizes de risco de Kothari (2006) e Carneiro e Goldfajn (2000) apresentando as seguintes modalidades de riscos: operacionais; de crédito; de preço; de taxa de juros; de taxa de câmbio; de liquidez; de pré-pagamento; sistêmico e de seleção adversa de portfólio.

- Riscos operacionais: a Resolução nº 3380 de 29 de junho de 2006, do Conselho Monetário Nacional relaciona os seguintes subtipos de riscos operacionais: fraudes internas; fraudes externas; demandas trabalhistas e segurança do local de trabalho; práticas inadequadas relativas a clientes, produtos e serviços; danos a ativos físicos próprios ou em uso pela instituição; aqueles que acarretem a interrupção das atividades da instituição; falhas em sistemas de tecnologia da informação; falhas na execução, cumprimento de prazos e gerenciamento das atividades na instituição.
- Risco de Crédito: consiste na possibilidade de perda financeira ocasionada pela falha no cumprimento das obrigações por parte do tomador de um crédito ou da contraparte de um contrato, pela decadência do tomador de crédito, pela depreciação de garantias atreladas a um empréstimo ou pelo atraso de pagamento que não se configura em perda definitiva.
- Risco de Preço: pode ser compreendido como uma variante do risco de crédito, uma vez que se manifesta quando o tomador opta por inadimplir e entregar o bem financiado. É comum nas operações de financiamento de veículos, de imóveis ou de outros bens para os quais houver liquidez e preço no mercado de usados.
- Risco de Taxa de Juros: é o risco decorrente dos descasamentos existentes nos ativos e nos passivos da securitização. O ativo de uma operação estruturada pode conter operações de crédito pré-fixadas e possuir um passivo composto por títulos

securitizados com taxas flutuantes. Em um cenário de elevação das taxas de juros o custo de financiamento sobe, mas as receitas estão pré-fixadas. Da mesma forma, na situação em que o passivo é pré-fixado e o ativo pós-fixado, uma queda das taxas de juros provoca redução das receitas, para um custo de financiamento constante.

- **Risco de Taxa de Câmbio:** existirá caso haja descasamento de moedas entre o ativo e o passivo. Dessa forma, ocorrerá esta modalidade de risco se os recebíveis forem indexados à moeda estrangeira, ou se os recebíveis referirem-se à obrigação em moeda estrangeira, típico de uma securitização “*cross-border*” (além da fronteira).
- **Risco de Liquidez:** é a deficiência momentânea de caixa proveniente do descasamento do fluxo de caixa de ativos e passivos. Outra interpretação é dada por Carneiro e Goldfajn (2000), os quais definem risco de liquidez como perdas decorrentes da inexpressividade do mercado secundário. Tal modalidade está incorporada nas metodologias utilizadas para risco de mercado, ao se considerar um prazo para a liquidação do ativo.
- **Risco de Pré-pagamento:** decorre da perda das receitas futuras que o investidor teria direito, caso o crédito fosse pago apenas quando ocorrer o seu vencimento. O risco de pré-pagamento não se caracteriza como risco de perda financeira, mas a possibilidade de perda de oportunidade para o investidor. A princípio, este investidor poderia reinvestir os recursos provenientes do título recebido antecipadamente. A queda das taxas de juros do mercado pode constituir-se em forte motivadora para que o tomador decida antecipar o fluxo de caixa devido. A conveniência de pré-pagamento do tomador é justamente a condição em que o investidor incorre no risco de reinvestimento.
- **Risco Sistêmico:** está relacionado à ocorrência de crises sistêmicas no mercado financeiro, como por exemplo, uma elevação brusca da taxa de juros ou uma substancial elevação da taxa de inflação.
- **Risco de Seleção Adversa de Portfólio:** a questão da seleção adversa de portfólio é levantada por Greenbaum e Thakor (1987), segundo os quais, os intermediários

financeiros separam os bons ativos para a securitização e mantêm os de pior qualidade em carteira, caracterizando uma seleção adversa.

### 2.1.5 Benefícios da Securitização

A securitização pode ser praticada com vários objetivos. Dentre eles Veiga (2005) destaca:

- Transferência do risco de crédito para terceiros;
- Transformação de ativos de baixa liquidez em ativos líquidos;
- Gerenciamento de Risco (*Risk Management*);
- Emissão de títulos como forma alternativa de captação, buscando reduzir tanto o custo do dinheiro quanto a concentração de passivos;
- Aumento da possibilidade de retorno sobre o patrimônio, em função da realocação de capital em ativos mais rentáveis;
- Redução do volume total de ativos considerados na ponderação de risco para enquadramento ou aumento do índice de capital (capital/ativos ponderados pelo risco);
- Possibilidade de maior rentabilidade por meio do ganho sobre o *spread* correspondente à diferença dos juros pagos pelos tomadores e os juros pagos aos investidores (adquirentes dos títulos).

Segundo Pinheiro (2008) a securitização apresenta vantagens para o originador dos ativos, o investidor em títulos securitizados, o tomador de crédito e o banco de investimento. O quadro 1 a seguir, sintetiza os pontos de vista segundo alguns autores:



Quadro 1 – Benefícios da Securitização

Beneficiário	Rosenthal e Ocampo (1988)	Kendall e Fishman (2000)	Daividson et. al. (2003)	Fabozzi et. al. (2006)	Kothari (2006)
<b>Originador</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Expansão do volume de originação sem a expansão da base de capital.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desenvolvimento da habilidade para venda dos ativos;</li> <li>• Lucro nas vendas dos ativos;</li> <li>• Aumento da receita de serviços;</li> <li>• Maior eficiência no uso do capital.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transferência do risco de crédito ao concessionário;</li> <li>• Redução do custo de captação para a empresa;</li> <li>• Liberação de capital para outros investimentos;</li> <li>• Redução do capital requerido;</li> <li>• Antecipação de receitas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Elevação do ROE;</li> <li>• Redução do capital requerido;</li> <li>• Obtenção de fundos mais baratos;</li> <li>• Diversificação das fontes de fundos;</li> <li>• Antecipação de receitas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fonte mais barata de fundos;</li> <li>• Aumento da base de investidores;</li> <li>• Redução dos descasamentos;</li> <li>• Aumento do ROE;</li> <li>• Arbitragem do capital;</li> <li>• Melhor estrutura de capital;</li> <li>• Desoneração das linhas de crédito;</li> <li>• Não representa dívida;</li> <li>• Redução da concentração (crédito);</li> <li>• Transferência de riscos;</li> <li>• Melhora do resultado contábil.</li> </ul>
<b>Investidor</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Risco segregado do originador;</li> <li>• Maiores retornos para o mesmo perfil de risco.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Altas taxas e baixo risco;</li> <li>• Liquidez;</li> <li>• Diversificação;</li> <li>• Lucro potencial no trading.</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Diversificação dos setores de interesse;</li> <li>• Maiores retornos para o mesmo perfil de risco;</li> <li>• Possibilidade de investir em setores antes não possíveis.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menor risco;</li> <li>• Ratings elevados;</li> <li>• Resiliência do rating;</li> <li>• Objetivos de risco-retorno;</li> <li>• Spreads atraentes;</li> <li>• Baixo histórico de perdas;</li> <li>• Responsabilidade moral das agências de rating.</li> </ul>
<b>Tomador do Crédito</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fundos mais baratos.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fundos mais baratos;</li> <li>• Aumento da prateleira de produtos de crédito;</li> <li>• Taxas e prazos competitivos;</li> <li>• Disponibilidade de fundos.</li> </ul>			
<b>Banco de Investimento</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Quebra do processo verticalizado, permitindo a especialização em etapas e consequentes ganhos de escala.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nova linha de produtos;</li> <li>• Fluxo contínuo de originação;</li> <li>• Volume de trading;</li> <li>• Potencial de inovação e expansão do mercado.</li> </ul>			

Fonte: Adaptado de Pinheiro (2008).

## 2.2 *Fair Value*

As regras contábeis vêm sofrendo alterações em todo o mundo, para atenderem às novas necessidades dos investidores com relação à qualidade e confiabilidade das informações divulgadas pela administração da empresa. Uma das alterações nas demonstrações que corroboram com a tentativa deste aumento é a utilização do *Fair Value* (ALMEIDA, 2007).

Iudícibus e Martins (2007, p. 10) relatam que “o conceito e aplicação do Valor Justo representam, sem dúvida, uma espetacular, agressiva e, de certo modo, arriscada virada no que se refere à avaliação contábil”. Com isso, pode-se perceber a grande representatividade deste tema no avanço da contabilidade rumo a sua convergência em âmbito internacional, trazendo mais uma ferramenta para auxiliar na solução de determinados problemas.

O *IASB - International Accounting Standards Board* (principal órgão de normatização contábil internacional) define *Fair Value* como “o montante pelo qual um ativo poderia ser trocado entre partes interessadas bem-informadas e dispostas em uma transação entre partes não relacionadas”. Deste modo, o *Fair Value* pode ser entendido como o valor pelo qual um item patrimonial poderia ser negociado em um mercado eficiente (BORBA; SOUZA & ZANDONAI, 2009).

A seguir serão apresentados alguns dos pronunciamentos do IASB nos quais são encontrados conceitos de Valor Justo. Ressalte-se que usaremos o termo *Fair Value* representando Valor Justo, em português.

- IAS 36/1998 – Teste de *impairment* dos ativos: Valor justo é o montante obtido de uma venda de um ativo em uma transação de barganha entre partes interessadas e conhecedoras do assunto.
- IAS 32/2003 – Divulgação e publicação de instrumentos financeiros: O valor justo é o valor pelo qual um ativo pode ser transacionado ou um passivo registrado entre partes conscientes e dispostas a realizar uma operação em bases comutativas.

- IAS 39/2003 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração: O valor justo é o valor pelo qual um ativo pode ser transacionado ou um passivo registrado entre partes conscientes e dispostas a realizar uma operação em bases comutativas. Criação de uma hierarquia para ser utilizada na determinação do valor justo de um instrumento financeiro.

O conceito de valor justo é apresentado nos seguintes pronunciamentos do *FASB - Financial Accounting Standards Board* (principal órgão de normatização contábil nos Estados Unidos):

- *Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 13/1976* – Contabilização de Arrendamento Mercantil: O valor justo de um bem arrendado é o preço pelo qual um bem poderia ser vendido em uma transação sem favorecimentos entre partes interessadas.
- SFAS 107/1991 – Divulgação do valor justo de instrumentos financeiros: O valor justo de um instrumento financeiro é o montante que o instrumento pode ser trocado em uma transação corrente entre duas partes não relacionadas, a não ser em uma venda ou liquidação forçada.
- SFAS 115/1993 – Contabilização de certos investimentos em títulos de dívida e ações de capital: O valor justo de ações de capital é imediatamente determinado se preços de vendas ou cotações de oferta de compra e venda corrente estão disponíveis em um mercado organizado.
- *Statements of Financial Accounting Concepts (SFAC) 7/2000* – O uso das informações do fluxo de caixa e valor presente na mensuração contábil: O valor justo é apresentado como uma forma de mensuração que os participantes do mercado usam para determinar o valor pelo qual um ativo (ou passivo) pode ser comprado ou vendido numa transação.
- SFAS 142/2001 – *Goodwill* e outros ativos intangíveis: O valor justo de um ativo (ou passivo) é o montante que o ativo (ou passivo) pode ser comprado (ou incorrido) ou

vendido (ou pago) em uma transação corrente entre partes interessadas, a não ser em uma liquidação ou venda forçada.

- SFAS 143/2001 – Contabilização de ativos “*Accounting for Asset Retirement Obligations*”: O valor justo de um passivo decorrente de uma obrigação registrada no ativo dos planos de aposentadorias dos funcionários é o montante em que o passivo pode ser liquidado em uma transação corrente entre partes interessadas, a não ser em uma liquidação ou venda forçada.
- SFAS 144/2001 – Contabilidade para o teste de *impairment* ou baixa de ativos de longa vida: O valor justo de um ativo (passivo) é o montante que o ativo/passivo pode ser comprado (incorrido) ou vendido (registrado) em uma transação corrente entre partes relacionadas, a não ser em uma venda de liquidação ou forçada.

### 2.2.1 Aplicações do *Fair Value*

Segundo Hendriksen e Van Breda (1999) o *Fair Value* não é uma base de mensuração específica que possa ser aplicada a todos os elementos patrimoniais indistintamente. Nesse sentido, pode-se concluir que a aplicação de um único método de avaliação para todos os elementos patrimoniais não seja adequada, pois cada qual possui uma característica econômica particular e capacidade peculiar de propiciar benefícios futuros à entidade.

Lopes (1999) entende que com a utilização do *Fair Value*, “tem-se um argumento significativo no conteúdo informativo das demonstrações contábeis, uma vez que elas passam a conter um número maior de informações e as mesmas estarão a valores mais próximos da visão do mercado”.

Nos últimos anos tem-se assistido a movimentos normativos na direção de uma aplicação maior de avaliações pelo valor justo, particularmente envolvendo instituições financeiras, sociedades seguradoras, sociedades de capitalização, entidades abertas de previdência complementar, e certos fundos de investimento.

O que se percebe, portanto, é que o problema reside na abundância de atributos positivos e negativos relacionados aos critérios de custo histórico e valor justo, dificultando o delineamento de uma fronteira que permita indicar sua aplicabilidade para cada item do balanço patrimonial. Se, por um lado, as mensurações pelo valor justo são em geral mais relevantes, as estimativas que o baseiam são mais subjetivas e os números apresentados, mais voláteis. Já os saldos das contas computadas pelo custo histórico oscilam menos, são baseados em critérios mais objetivos, mas retratam uma avaliação mais estática, defasada no tempo.

Esses prós e contras têm sido objeto de amplo debate entre órgãos normativos, contadores e administradores, e, necessariamente envolvem ponderações visando a identificar o critério que mais bem se aplicaria em cada caso.

### **2.2.2 Legislação Pertinente**

Nos anos 90, a *Securities Exchange Commission (SEC)*, órgão de regulamentação do mercado de capitais Norte Americano, começou a observar problemas relacionados às premissas e metodologias utilizadas para determinar o Valor Justo de um mesmo ativo, presente em diferentes demonstrações financeiras de empresas negociadas publicamente na bolsa de valores dos Estados Unidos, e, devido a este fato, está aumentando a fiscalização em relação aos critérios de mensuração do Valor Justo. Esta fiscalização da SEC atinge não somente as empresas americanas, como também todas as empresas ao redor do mundo, inclusive as brasileiras, que possuem títulos negociados na bolsa de valores Norte Americana (ALMEIDA, 2007).

O SFAS 140 – Contabilização para transferência e realização de ativos financeiros e extinção de obrigações – publicado em 2000, requer que empresas que possuam ativos financeiros securitizados informem suas políticas de contabilização, volume, fluxo de caixa e principais premissas usadas para determinar o Valor Justo dos juros retidos e análise de sensibilidade do Valor Justo, alterando as principais premissas.

Segundo o SFAS 140, na efetivação da transferência de qualquer ativo financeiro, a empresa que transfere o valor previamente contabilizado dos ativos vendidos transferidos, tendo como

base o Valor Justo para considerar os juros retidos na transferência na data da transação, presumidamente o preço pago, este valor deve ser testado periodicamente pela nova mensuração do Valor Justo. Se não for possível estimar o Valor Justo dos ativos, a empresa que o transferiu deve contabilizá-lo como zero. E se não for possível estimar o Valor Justo das obrigações transferidas, não deverá ser reconhecido nenhum ganho na transação.

O tema do Valor Justo é tão importante, que em setembro de 2006, o *FASB* divulgou um pronunciamento, SFAS 157 com aplicação obrigatória para exercícios iniciados a partir de 15 de novembro de 2007, que estabelece procedimentos para sua mensuração, assim como aumenta a necessidade de divulgação das informações sobre sua mensuração. O objetivo deste pronunciamento é de reconciliar as inconsistências geradas ao longo dos anos, devido ao desenvolvimento do uso do conceito Valor Justo e demonstrar como calcular o Valor Justo e como utilizá-lo nos outros pronunciamentos que requerem esta mensuração (ALMEIDA, 2007).

Além disso, o SFAS 166 de 2009 exige que os lucros retidos em ativos securitizados sejam mensurados inicialmente pelo valor justo. Segundo Barth (2000), a contabilização do Valor Justo e a harmonização internacional das normas contábeis fazem parte das questões contábeis mais importantes que devem ser discutidas nos dias de hoje.

### **2.3 Aspectos Contábeis da Operação de Securitização**

Este item apresenta um exemplo de contabilização de uma operação de securitização de acordo com as Normas Internacionais de Contabilidade, um fluxograma com as etapas para a avaliação de quando um ativo financeiro deve ser ou não desreconhecido, bem como um exemplo das exigências de *disclosure* do SFAS 140.

### 2.3.1 Contabilização

A seguir é apresentado um exemplo de contabilização de uma operação de securitização de recebíveis via SPE, adaptado de Iudícibus *et. al.* (2010).

Criou-se uma SPE para adquirir os recebíveis da Empresa ALFA (originadora), que necessita de recursos financeiros. A operação é desenhada de maneira que não exista direito de regresso para os adquirentes dos recebíveis. A SPE emite debêntures lastreados nos recebíveis no valor de \$ 500.000,00 pagando juros de 5% a.a. A Empresa ALFA em 1º-2-X0 transfere para a SPE parte de direitos creditórios no valor de \$ 525.000,00. Em 28-2-X0 a Empresa ALFA recebe \$ 485.000,00 (deságio de 40.000,00) da SPE. A despesa para emissão das debêntures é de 15.000,00 e seu prazo é de um ano. Os recebíveis são liquidados conforme seu recebimento e as debêntures são resgatadas no vencimento (com pagamento de juros mais principal). Desconsideramos os impostos da tributação para a resolução deste exercício. Considere que as contas a receber já estão ajustadas a valor presente e ainda, que o balanço da Empresa ALFA e da SPE em 31-1-X0 é composto por:

Tabela 1 – Ilustração Empresa ALFA – Balanço Patrimonial em 31-1-X0 – Em \$

Ativo		Passivo + PL	
Disponibilidade	500,00	Passivo	
Contas a receber	<u>575.000,00</u>	Contas a Pagar	500.000,00
	575.500,00	PL	<u>75.500,00</u>
		Capital Social	575.500,00

Fonte: Adaptado de Iudícibus *et. al.* (2010)

Tabela 2 – Ilustração SPE – Balanço Patrimonial em 31-1-X0 –Em \$

Ativo		Passivo + PL	
Disponibilidade	20,00	PL	<u>20,00</u>
		Capital Social	20,00

Fonte: Adaptado de Iudícibus *et. al.* (2010)

I) Na empresa Originadora (ALFA):

Os lançamentos contábeis podem ser apresentados, basicamente, de duas maneiras. A primeira, mais utilizada na prática, apresenta a cessão dos recebíveis como venda de um ativo, conforme demonstrado a seguir (desde que não haja compromisso de recompra dos recebíveis por parte da empresa):

1. Na cessão do direito creditório:

D – Direitos Creditórios Cedidos	\$ 485.000,00
C – Venda de Recebíveis (conta de resultado)	\$ 485.000,00
D – Custo dos Recebíveis (cedidos/vendidos)	\$ 525.000,00
C – Contas a Receber (conta de resultado)	\$ 525.000,00

No recebimento dos recursos da SPE:

D – Disponibilidades	\$ 485.000,00
C – Direitos Creditórios Cedidos	\$ 485.000,00

Esses lançamentos resultam em um impacto negativo de \$ 40.000,00 (\$ 485.000,00 - \$ 525.000,00) no resultado do exercício da empresa. Isso é o fruto da distorção de as contas a receber não terem sido reconhecidas a valor presente, com o efeito do ajuste reduzindo o valor efetivo das receitas de vendas.

Por outro lado, se a entidade produz receitas e costumeiramente cede esses direitos de crédito, isso significa que esses ativos financeiros não são corretamente classificados e considerados como recebíveis. Deveriam desde o início, serem considerados como ativos reconhecidos ao valor justo por meio do resultado, o que implicaria na imediata contabilização do ajuste o valor presente como redução do valor das receitas de vendas.

Voltando ao exemplo, após a contabilização teríamos:



Tabela 3 – Ilustração Empresa ALFA – Balanço Patrimonial em 28-2-X0 – Em \$

Ativo		Passivo + PL	
Disponibilidade	485.500,00	Passivo	
Contas a receber	<u>50.000,00</u>	Contas a Pagar	500.000,00
	535.500,00	PL	
		Capital Social	75.500,00
		L/P acumulado	<u>(40.000,00)</u>
			535.500,00

Fonte: Adaptado de Iudícibus *et. al.* (2010)

II) Na SPE:

Os lançamentos contábeis, incluídas as previsões constantes do Pronunciamento Técnico CPC 08 – Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários, sob ponto de vista da SPE, são:

1. A Empresa ALFA transfere os direitos creditórios para a SPE no valor nominal de \$ 525.000,00 por \$ 485.000,00 (deságio de \$ 40.000,00):

D – Contas a Receber	\$ 525.000,00
C – Receitas a apropriar (Redutora)	<u>\$ 40.000,00</u>
C – Direitos Creditórios a Pagar	\$ 485.000,00

2. A SPE emite debêntures no valor de \$ 500.000,00 com juros de 5% (500.000,00 x 5% = \$ 25.000,00) e \$ 15.000,00 de despesas com emissão:

D – Disponibilidades	\$ 485.000,00
D – Despesas Financeiras a apropriar	\$ 15.000,00
C – Debêntures	\$ 500.000,00

Os seguintes lançamentos seriam feitos até o término da operação:

3. Em 28-2-X0 a SPE paga pelos valores creditórios transferidos pela Empresa ALFA o valor de \$ 485.000,00:

D – Direitos Creditórios a Pagar	\$ 485.000,00
C – Disponibilidades	\$ 485.000,00

Os clientes pagam para a SPE os direitos creditórios, no valor de \$ 525.000,00:

D – Disponibilidades	\$ 525.000,00
C – Contas a Receber	\$ 525.000,00

De 28-2-X0 a 1º-2-X1:

4. A SPE apropria as receitas de acordo com a liquidação dos recebíveis:

D – Receita a Apropriar	\$ 40.000,00
C – Receitas Operacionais	\$ 40.000,00

5. A SPE apropria as despesas financeiras *pro rata temporis* até o vencimento das debêntures:

D – Despesas Financeiras	\$ 40.000,00
C – Despesas Financeiras a Apropriar	<u>\$ 15.000,00</u>
C – Juros a Pagar	\$ 25.000,00

6. Em 1º-2-X1 ocorre o pagamento dos juros e do principal das debêntures:

D – Debêntures	\$ 500.000,00
D – Juros a Pagar	<u>\$ 25.000,00</u>
C – Disponibilidades	\$ 525.000,00

### 2.3.2 Avaliação do Desreconhecimento de um Ativo Financeiro

Iudícibus *et. al.* (2010) apresentam um guia (baseado na norma) para avaliação de quando um ativo financeiro deve ou não ser desreconhecido. A entidade deve avaliar as seis etapas descritas:

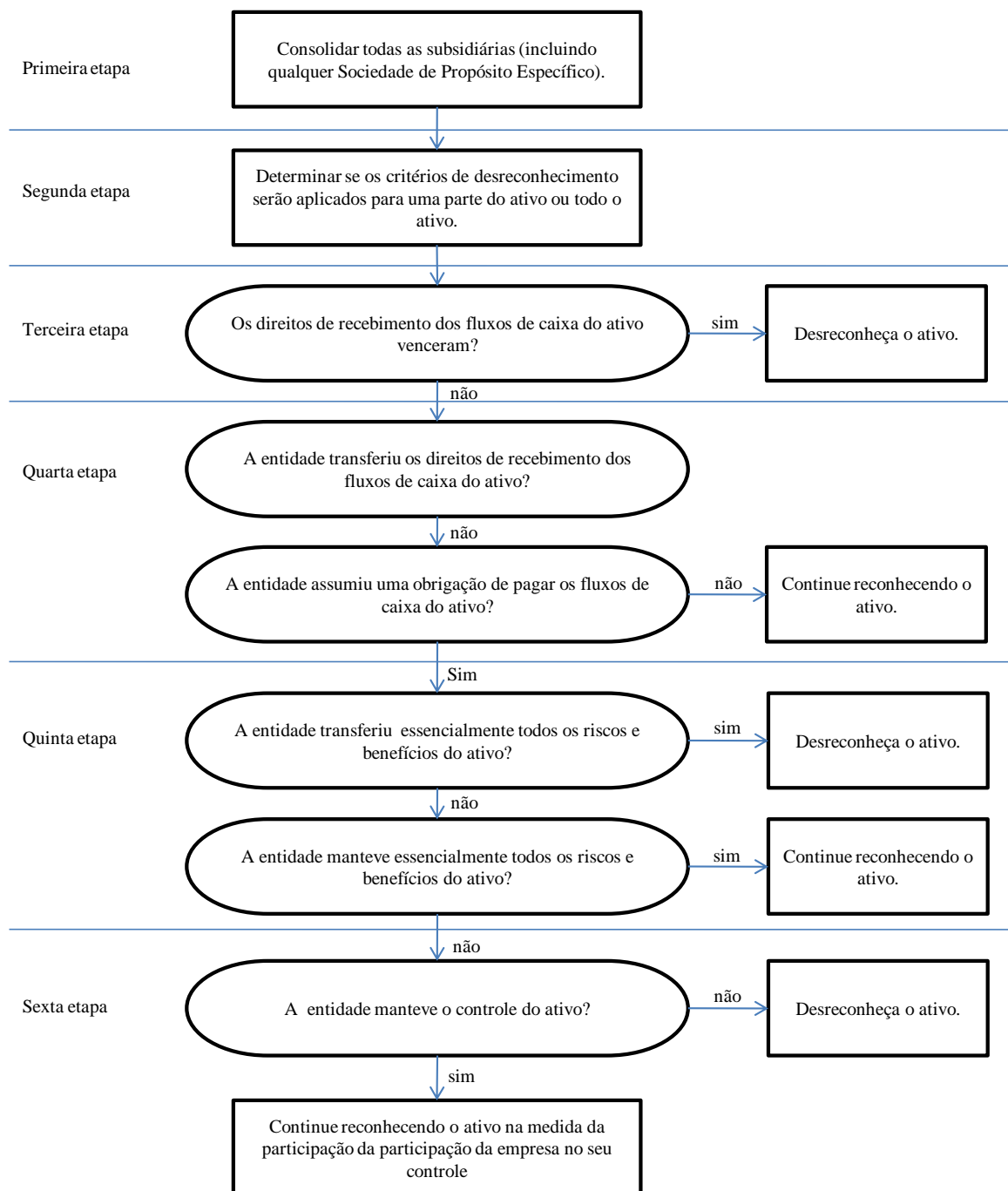
- **Primeira Etapa – Consolidação das Controladas:** Em primeiro lugar, a entidade deve consolidar todas as controladas, incluindo as SPEs (de acordo as normas de consolidação) e aplicar os princípios de desreconhecimento para a entidade consolidada. A norma faz com que a maioria das operações de securitização, provavelmente, não atenda aos critérios de desreconhecimento.

- **Segunda Etapa – Determinar a Abrangência do Desreconhecimento do Ativo:** A entidade deve então determinar a qual parte do ativo os critérios de desreconhecimento serão aplicados. Os critérios podem ser aplicados para: (a) a totalidade de um ativo; (b) um percentual inteiro do ativo; (c) um tipo específico de fluxo de caixa identificado de um ativo; (d) um percentual inteiro de um tipo específico de fluxo de caixa identificado de um ativo.
- **Terceira Etapa – Determinar se os Direitos aos Fluxos de Caixa do Ativo Encerraram:** Nesse momento, deve-se determinar se os direitos aos fluxos de caixa do ativo encerraram. Isso acontece, por exemplo, quando todos os pagamentos de um título já foram recebidos. Se for concluído que os direitos encerraram, então a entidade deve desreconhecer o ativo.
- **Quarta Etapa – Determinar se o Ativo foi Transferido:** Se os direitos aos fluxos de caixa não venceram, a entidade deve analisar se o ativo foi transferido. Isso ocorre quando o direito aos fluxos de caixa do ativo é transferido (quando ocorre a venda do ativo, por exemplo) ou quando a entidade assume uma obrigação contratual de passar os fluxos de caixa do ativo para terceiros. Se não tiver sido transferido, a entidade não deve desreconhecer o ativo.
- **Quinta Etapa – Analisar se na Essência os Riscos e Recompensas do Ativo foram Transferidos:** Considerando-se que o ativo foi transferido, deve-se então analisar se a entidade transferiu, na essência, todos os riscos e benefícios do ativo. Essa transferência refere-se à exposição por parte da entidade ao desvio-padrão do montante e prazo dos fluxos de caixa antes e depois da transferência do ativo. Se na essência a entidade transferiu todos os riscos e benefícios, deve-se então desreconhecer o ativo. Caso contrário, deve ser analisado se na essência a entidade manteve todos os riscos e recompensas do ativo e, em caso positivo, a entidade continua reconhecendo-o.
- **Sexta Etapa – Analisar se o Controle do Ativo foi Transferido:** Se for considerado que na essência a entidade não transferiu nem manteve todos os riscos e benefícios do ativo, deve-se então analisar a situação do controle do ativo. A caracterização do controle refere-se à capacidade de uma entidade vender o ativo para terceiros sem precisar de autorização de outra entidade. Para essa análise deve-se sempre prevalecer

a essência da relação, e não as disposições contratuais. Se a entidade não manteve o controle do ativo, deve então desreconhecer o ativo. Caso contrário, deve continuar reconhecendo o ativo na medida de seu envolvimento continuado.

A seguir, apresenta-se o fluxograma com as etapas descritas anteriormente.

Figura 2 – Etapas para Avaliação do Desreconhecimento de um Ativo Financeiro



### 2.3.3 Exemplo das Divulgações Exigidas pelo SFAS 140

O apêndice C do SFAS 140 apresenta exemplos específicos que ilustram as divulgações exigidas. Os formatos nas ilustrações não são exigidos pela norma. No entanto, o Conselho incentiva as entidades a usarem um formato que apresente as informações de maneira compreensível conforme circunstâncias específicas. O primeiro exemplo ilustra a divulgação das políticas contábeis para os juros retidos. Em especial, descreve as políticas contábeis para (a) mensuração inicial e (b) mensuração subsequente, incluindo a determinação do valor justo.

#### **Exemplo I – Resumo das Principais Práticas Contábeis:**

Quando a empresa vende securitizações de recebíveis de financiamento de veículo, cartão de crédito e empréstimos hipotecários residenciais, retém apenas parcelas dos juros ou uma ou mais parcelas do empréstimo, sujeita a taxas e prazos diferentes dos previstos para as outras parcelas, os serviços de manutenção e, em alguns casos, uma conta de reserva de caixa, com todos os juros retidos na securitização de recebíveis. O ganho ou perda na venda dos recebíveis depende em parte da quantia escriturada anteriormente do ativo financeiro envolvido na transferência, alocado entre os ativos vendidos e os juros acumulados com base em seu valor justo na data da transferência. Para obter os valores justos de mercado, são utilizados preços quando disponíveis. No entanto, as cotações geralmente não estão disponíveis para juros retidos, de modo geral, a Companhia estima o valor justo com base no valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados utilizando as melhores estimativas da gerência para suposições de perdas de crédito, taxa de pagamento antecipado, as curvas de rendimentos futuros e taxas de desconto proporcionais aos riscos envolvidos.

Além da divulgação dos pressupostos utilizados na determinação do valor dos juros retidos na época de securitização, esta declaração também exige divulgações similares no fim do último período que está sendo apresentado. O exemplo II ilustra as divulgações sobre as características das securitizações, ganho ou perda de securitizações e outras vendas por tipo de ativo principal.

**Exemplo II - Venda de Recebíveis:**

Durante 20X2 e de 20X1, a Companhia vendeu recebíveis de financiamento de veículo, empréstimos hipotecários para habitação e de cartões de crédito em operações de securitização. Em todas essas securitizações, a empresa manteve responsabilidades de manutenção e interesses subordinados. A Empresa recebe taxas anuais de manutenção de aproximadamente 5% (para empréstimos hipotecários), 2% (para empréstimos de cartão de crédito) e 1,5% (para financiamento de veículo) do saldo devedor e direitos de fluxos de caixa futuros após os investidores dos fundos de securitização receberem o retorno contratado. Os investidores e os fundos de securitização não têm direito a outros ativos da Companhia em caso de inadimplência na data de vencimento. Os juros retidos da Companhia estão subordinados aos interesses dos investidores. Seu valor está sujeito aos riscos de crédito, de pagamento e de taxa de juros na transferência dos ativos financeiros.

A Companhia reconheceu os ganhos antes de impostos nos montantes de 22,3 e 16,9 milhões de dólares na securitização de financiamentos de veículos, 30,2 e 21,4 milhões de dólares na securitização de recebíveis de cartão de crédito e 25,6 e 15,0 milhões de dólares na securitização de empréstimos hipotecários residenciais em 20X2 e 20X1, respectivamente.

O exemplo III é uma ilustração das informações quantitativas sobre os principais pressupostos utilizados na mensuração dos juros retidos no momento da venda ou securitização, para cada exercício financeiro apresentado, resultantes de securitizações concluídas durante o ano (taxa anual):

Tabela 4 – Ilustração das Informações Quantitativas sobre os Principais Pressupostos Utilizados na Mensuração dos Juros Retidos no Momento da Venda ou Securitização

	20X2				20X1			
	Financiamento de Veículos	Cartões de Crédito	Empréstimos Hipotecários Residenciais		Financiamento de Veículos	Cartões de Crédito	Empréstimos Hipotecários Residenciais	
			Taxa Fixa	Ajustável			Taxa Fixa	Ajustável
Taxa de Pagamento Antecipado	1.00%	15.00%	10.00%	8.00%	1.00%	12.85%	8.00%	6.00%
Duração Média Ponderada (em anos)	1.8	0.4	7.2	6.5	1.8	0.4	8.5	7.2
Perdas de Crédito Esperadas	3,10 - 3,40%	6.10%	1.25%	1.30%	3,50 - 3,80%	5.30%	1.25%	2.10%
Fluxo de Caixa Residual Descontado	12,0 - 13,0%	12.00%	10.00%	8.50%	13,00 - 13,50%	13.00%	11.75%	11.00%
Retorno Variável dos Cedentes	Curva de rendimento do Eurodollar futuro mais spread contratual acima da LIBOR, variando de 30 a 80 pontos base.		Não aplicável.		Curva de rendimento do Eurodollar futuro mais spread acima da LIBOR contratual, variando de 30 a 80 pontos base.		Não aplicável.	

Fonte: Adaptado de SFAS 140.

O exemplo IV é uma ilustração que combina a divulgação dos principais pressupostos utilizados na avaliação dos juros retidos no final do último período e as suposições feitas no valor justo atual de duas ou mais variações pessimistas dos níveis esperados para cada um dos pressupostos fundamentais.

Em 31 de dezembro de 20X2, os principais pressupostos econômicos e a sensibilidade do valor justo atual dos fluxos de caixa residuais para mudanças adversas imediatas de 10% e 20% nos referidos pressupostos são os seguintes (em milhões de dólares):

Tabela 5 – Ilustração dos Principais Pressupostos Econômicos e Sensibilidade do Valor Justo dos Fluxos de Caixa Residuais à Mudanças Adversas Imediatas de 10% e 20% em tais Pressupostos

	Financiamento de Veículos	Cartões de Crédito	Empréstimos Hipotecários Residenciais	
			Taxa Fixada	Ajustável
Valor Contábil/Valor Justo do Juro Retido	\$ 15,6	\$ 21,25	\$ 12,0	\$ 13,3
Duração Média Ponderada (em anos)	1.7	0.4	6.5	6.1
Taxa de Pagamento Antecipada Presumida (taxa anual)	1.30%	15.00%	11.50%	9.30%
Impacto no Valor Justo - 10% de mudanças adversas	\$ 0,3	\$ 1,6	\$ 3,3	\$ 2,6
Impacto no Valor Justo - 20% de mudanças adversas	\$ 0,7	\$ 3,0	\$ 7,8	\$ 6,0
Perdas de Crédito Esperadas (taxa anual)	3.00%	6.10%	0.90%	1.80%
Impacto no Valor Justo - 10% de mudanças adversas	\$ 7,2	\$ 3,2	\$ 1,1	\$ 1,2
Impacto no Valor Justo - 20% de mudanças adversas	\$ 8,4	\$ 6,5	\$ 2,2	\$ 3,0
Taxa de desconto Fluxo de Caixa Residual (anual)	14.00%	14.00%	12.00%	9.00%
Impacto no Valor Justo - 10% de mudanças adversas	\$ 1,0	\$ 0,1	\$ 0,6	\$ 0,5
Impacto no Valor Justo - 20% de mudanças adversas	\$ 1,8	\$ 0,1	\$ 0,9	\$ 0,9
Taxa de Juros Contratual variável e ajustável	Curva de rendimento do Eurodollar futuro mais <i>spread</i> contratual			
Impacto no Valor Justo - 10% de mudanças adversas	\$ 1,5	\$ 4,0	\$ 0,4	\$ 1,5
Impacto no Valor Justo - 20% de mudanças adversas	\$ 2,5	\$ 8,1	\$ 0,7	\$ 3,8

Fonte: Adaptado de SFAS 140.

Essa sensibilidade é hipotética e deve ser usada com cautela. Como os números indicam, alterações no valor justo com base em uma variação de 10% nos pressupostos geralmente não podem ser extrapolados porque a relação da mudança no pressuposto e a mudança no valor justo pode não ser linear. Além disso, neste quadro, o efeito de uma variação em um pressuposto específico sobre o valor justo dos juros acumulados é calculado sem alterar qualquer outra hipótese, na realidade, as mudanças em um fator podem resultar em mudanças em outros (por exemplo, o aumento da taxas de juros de mercado pode resultar em pagamentos antecipados mais baixos e as perdas de crédito aumentam), o que pode ampliar ou neutralizar as sensibilidades.

O exemplo V ilustra a divulgação de perdas esperadas conjunto estático de crédito.



Tabela 6 – Ilustração da Divulgação de Perdas em um Conjunto de Crédito

<b>Perdas de Crédito Realizadas e Previstas (%):</b>	<b>Financiamentos de Veículos Securitizados</b>		
	<b>20X0</b>	<b>20X1</b>	<b>20X2</b>
31 de dezembro de 20X2	5,00	5,90	5,10
31 de dezembro de 20X1	5,10	5,00	
31 de dezembro de 20X0	4,50		

Fonte: Adaptado de SFAS 140.

Nota: o conjunto de perdas estáticas é calculado pela soma das perdas de crédito realizadas e previstas dividido pelo equilíbrio original de cada conjunto de ativos. A quantidade mostrada aqui a cada ano é uma média ponderada de todas as securitizações durante o período.

O exemplo VI é uma ilustração da divulgação dos fluxos de caixa da securitização entre a SPE e o cedente. A tabela 7 abaixo resume determinados fluxos de caixa recebidos e pagos a fundos de securitização (em milhões de dólares):

Tabela 7 – Ilustração da Divulgação dos Fluxos de Caixa da Securitização entre a SPE e o Cedente

	<b>Exercício Findo em 31 De dezembro</b>	
	<b>20X2</b>	<b>20X1</b>
Receitas de novas securitizações	\$ 1,413	\$ 971
Receitas previamente reinvestidas em securitização de cartões de crédito	3.150	2.565
Taxas de serviço recebidas	23	19
Outros fluxos de caixa recebidos de lucros retidos	81	52
Compras de ativos inadimplentes ou excluídos	(45)	(25)
Serviços de manutenção	(102)	(73)
Reembolso de serviços de manutenção	90	63

Fonte: Adaptado de SFAS 140.

O exemplo VII apresenta informações quantitativas sobre a inadimplência, perdas líquidas de crédito, componentes de ativos financeiros securitizados e outros ativos geridos em conjunto com eles (em milhões de dólares):

Tabela 8 – Ilustração das Informações Quantitativas sobre Inadimplência, Perdas Líquidas de Crédito, Componentes de Ativos Financeiros Securitizados e outros Ativos em Conjunto

Tipos de Empréstimos	Valor Total Principal de Empréstimos		Valor Principal de Empréstimos com 60 dias ou mais de atraso		Saldos Médios		Perdas de Crédito Líquidas	
	Em 31 de Dezembro				Durante o Ano			
	20X2	20X1	20X2	20X1	20X2	20X1	20X2	20X1
Financiamento de Veículo	\$ 830	\$ 488	\$ 42,3	\$ 26,8	\$ 720	\$ 370	\$ 21,6	\$ 12,6
Empréstimo Hipotecário Residencial (taxa fixa)	482	302	5.8	3.6	470	270	5.6	3.2
Empréstimo Hipotecário Residencial (ajustável)	544	341	7.1	6.8	520	300	6.2	6
Cartões de Crédito	<u>300</u>	<u>250</u>	<u>15</u>	<u>12.5</u>	<u>350</u>	<u>300</u>	<u>16</u>	<u>15</u>
Total de Empréstimos Geridos ou Securitizados	2.156	1.381	<u>\$ 70,2</u>	<u>\$ 49,7</u>	2.060	1.240	<u>\$ 49,4</u>	<u>\$ 36,8</u>
Menos:								
Empréstimos Securitizados	1.485	905			1.368	752		
Empréstimos Mantidos para Venda ou Securitizações	<u>19</u>	<u>11</u>			<u>17</u>	<u>2</u>		
Empréstimos em Carteira	\$ 652	\$ 465			\$ 675	\$ 479		

Fonte: Adaptado de SFAS 140.

## 2.4 *Earnings Management*

DMS (2010) encontraram evidências de que os gestores utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para suavizar os resultados por meio do gerenciamento das receitas de securitização de ativos. Segundo os autores, as regras contábeis para avaliar o lucro retido de securitizações exigem que os gestores façam suposições sobre as taxas de desconto, de inadimplência e de pagamento. Estes pressupostos fornecem poder discricionário aos gestores para determinar o ganho “na venda de seu contas a receber”.

Nesse sentido, a literatura tem investigado o *Earnings Management* (Gerenciamento de Resultados Contábeis ou Manipulação da Informação Contábil), que segundo AMAT, BLAKE e OLIVERAS (2000), é o processo mediante o qual os contadores utilizam seus conhecimentos sobre normatização contábil para manipular cifras refletidas nas contas e demonstrações contábeis de uma empresa.

Segundo Martinez (2001), *Earnings Management* caracteriza-se fundamentalmente como alteração proposital dos resultados contábeis (intencional), visando alcançar, atender motivação particular. A gestão “maneja” artificialmente os resultados com propósitos bem definidos, que não são os de expressar a realidade latente do negócio.

Ainda, segundo Martinez (2001), no contexto de *Earnings Management*, opera-se dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil, mas nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade ao gestor. O gestor, neste caso, não realiza escolhas em função da realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos, que o levam a desejar reportar um resultado específico.

Segundo Fuji e Carvalho (2005) a flexibilidade dos princípios e normas contábeis, ao permitir uma margem de arbitrariedade na elaboração das demonstrações contábeis, pode propiciar a apresentação de informações contábeis pautadas nos interesses dos gestores das empresas. As demonstrações contábeis, mesmo em conformidade com a legislação vigente, podem não retratar de forma fidedigna a realidade econômico financeira das entidades, o que vai contra os interesses dos usuários da informação contábil.

O *Earnings Management*, conforme Sancovschi e Matos (2003), por comprometer a qualidade das informações contidas nas demonstrações contábeis, interfere no processo de alocação de recursos na economia e acarreta sérios prejuízos para diversos atores dos mercados de bens e serviços e de capitais. Administradores e contadores pressionados a cumprirem metas financeiras, podem "gerenciar" resultados contábeis, principalmente quando as condições de alcance são reduzidas e/ou custos esperados são considerados altos.

Para Healy e Walen (1999), ocorre *Earnings Management* quando os gestores utilizam o julgamento (discricionariedade ao tomar decisões) no processo de reportar as demonstrações

financeiras, com o intuito de enganar alguns agentes a respeito do desempenho econômico da empresa ou influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis.

As principais causas de *Earnings Management*, conforme Santos e Grateron (2003), residem nas características dos princípios e normas contábeis e nas características sociais e de comportamento humano:

- Características dos princípios e normas contábeis: existência de múltiplas estimativas; flexibilidade, arbitrariedade e subjetividade na aplicação; interpretações diferentes, porém válidas, dos princípios e normas contábeis; conceito-base de imagem fidedigna pouco claro ou indeterminado; e cuidados da administração na aplicação de princípios como prudência, confrontação de receitas e despesas e uniformidade.
- Características sociais e de comportamento humano: valores éticos e culturais; e atitude do administrador diante da fraude.

Martinez (2001), em seu estudo sobre *Earnings Management* nas companhias abertas, destaca as causas que levam os executivos a “gerenciar” os resultados contábeis:

- desejo de preservar o cargo, mesmo que isso implique comprometer a qualidade dos resultados contábeis apresentados;
- pressão dos acionistas por resultados trimestrais cada vez maiores e melhores, aliada ao anseio de atrair novos investidores e acionistas;
- ambição de obter bônus significativos, ainda que isto implique sacrifício futuro da organização.

### 2.4.1 Incentivos e tipos de *Earnings Management*

Beneish (2001) acrescenta que o *Earnings Management* ocorre porque existem incentivos para relatar resultados superiores ou inferiores àqueles que resultariam de um processo neutro, isto é, sem a intervenção ativa da gestão num determinado sentido.

Conforme Martinez (2001), os incentivos para o *Earnings Management* são três:

- Motivações vinculadas ao mercado de capitais – o propósito é modificar a percepção de risco quanto a investimentos nas ações da empresa;
- Motivações contratuais – boa razão para os gerentes praticarem o gerenciamento pode ser encontrada no seu pacote de remuneração. Presume-se que os executivos que receberão parte de sua remuneração como bônus condicionados a lucros estarão “manejando” os resultados contábeis de modo a aumentar sua compensação;
- Motivações regulamentares e custos políticos – as firmas gerenciam seus resultados quando possuem lucros muito elevados, ou resultados acima da média de outros setores. O propósito seria evitar desgaste ou despertar inveja de outros setores.

Ainda, segundo Martinez (2001) conforme as motivações envolvidas, podem existir várias modalidades de *Earnings Management*, entre as quais destacam-se:

- *Target Earnings* – gerenciamento dos resultados contábeis para aumentar ou diminuir os lucros. Os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas “metas” de referência que podem ser acima ou abaixo do resultado do período.
- *Income Smoothing* – gerenciamento dos resultados para reduzir a variabilidade dos resultados contábeis. O propósito é manter os resultados em determinado patamar para evitar sua excessiva flutuação. Os administradores procuram aumentar os resultados quando estes estão muito abaixo ou diminuí-los quando estão muito acima do esperado.

- *Take a Bath* ou *Big Bath Accounting* – gerenciamento dos resultados contábeis para reduzir lucros correntes em prol de lucros futuros. As empresas gerenciam os resultados correntes de forma a piorá-los, tendo como objetivo apresentar melhores resultados no futuro.

Martinez (2006) acrescenta que o alisamento de resultados pode ser natural (inerente aos negócios, ocorre com a maturidade do mesmo) ou intencional (a redução da variabilidade é provocada de forma intencional pelos gestores). O alisamento intencional pode ser artificial (decorrente de escolhas contábeis) ou real (decorrentes de decisões econômicas). No caso do alisamento artificial são feitas escolhas contábeis intertemporais ou classificatórias, como reconhecimento de transações em momentos convenientes ou reclassificação de contas para reduzir itens integrantes do lucro líquido. No caso das práticas reais a redução da variabilidade dos lucros ocorre por meio de ações que interferem nos resultados como redução de despesas de P&D; venda de ativos reais da companhia; aumento das despesas de treinamento; intensificação das despesas com publicidade.

## **2.4.2 Métricas para detecção de Income Smoothing**

Segundo Castro e Martinez (2009) a metodologia mais utilizada nas pesquisas sobre *income smoothing* baseia-se no modelo de coeficientes de variação proposto por Eckel (1981) e pelos modelos de Leuz, Nanda e Wysocki (2003).

### **2.4.2.1 Métrica de Eckel (1981)**

O trabalho de Eckel (1981) demonstra que se o lucro é função linear das vendas, o custo variável unitário se mantém constante ao longo do tempo, os custos fixos não diminuem e as vendas brutas não podem ser alisadas de forma artificial. Sendo assim, o coeficiente de variação das oscilações nas vendas é inferior ao coeficiente de variação das oscilações no

lucro. Se tal situação não se cumprir, significa que a variabilidade das oscilações é menor, dessa forma, Eckel (1981) demonstra que a empresa está alisando o lucro artificialmente.

$$CV \Delta\% \text{ Lucro Líquido} \leq CV \Delta\% \text{ Vendas} \Rightarrow \text{Income Smoothing (Alisamento)}$$

Onde:

$\Delta\% \text{ Lucro Líquido}$  = Oscilação anual do lucro líquido;

$\Delta\% \text{ Vendas}$  = Oscilação anual das vendas.

$$CV(x) = \sigma(x) / \mu(x)$$

Com base nestes dados calcula-se a suavização de resultados expressa pela fórmula do índice de Eckel (1981) mediante o quociente dos coeficientes de variação:

$$IA = \frac{CV \Delta\% \text{ Lucro Líquido}}{CV \Delta\% \text{ Vendas}}$$

Com base nessa medida assume-se que um índice inferior a 1 (um), em valor absoluto, indicaria a presença de *Income Smoothing*, uma vez que o coeficiente de variação do lucro líquido seria inferior ao das vendas, situação que foi demonstrada por Eckel (1981) a qual seria provocada pelo alisamento por parte dos gestores. Com a finalidade de reduzir a classificação de erros Chalayer (2004) apresenta uma modificação no modelo, excluindo as empresas que apresentam índice de alisamento (IA) entre 0,9 e 1,1 como área cinza.

$$0,9 \leq \left| \frac{CV \Delta\% \text{ Lucro Líquido}}{CV \Delta\% \text{ Vendas}} \right| \leq 1,1$$

$$\text{Alisamento} \leq | \text{Área Cinza} | \leq \text{Sem Alisamento}$$

De acordo com a metodologia de Chalayer (2004) se o índice obtido for menor que 0,9 significa que a empresa pratica suavização de resultados e, se o índice for maior que 1,1 a companhia não pratica suavização de resultados.

### 2.4.2.2 Métrica de Leuz, Nanda e Wysocki (2003)

Segundo Leuz, Nanda e Wisocky (2003) os executivos das empresas podem omitir mudanças do desempenho econômico de sua firma usando decisões operacionais e escolhas de critérios contábeis sobre como evidenciar os relatórios financeiros. Os autores acrescentam que diferenças na variabilidade do desempenho econômico das firmas, ou seja, a redução da variabilidade do lucro operacional proporcionalmente superior à redução da variabilidade do fluxo de caixa operacional, significa que o resultado pode estar sendo suavizado por meio da manipulação dos *accruals* utilizando-se das escolhas de critérios contábeis.

A primeira métrica de Leuz, Nanda e Wisocky (2003) é computada pelo desvio padrão do lucro operacional dividido pelo desvio padrão do fluxo de caixa operacional.

$$IA_1 = \frac{\sigma(\text{Lucro Operacional } it)}{\sigma(\text{Fluxo de Caixa Operacional } it)}$$

IA = Índice de Alisamento

O fluxo de caixa operacional é calculado indiretamente pela diferença entre o lucro operacional e os *accruals*.

$$FCO = \text{Lucro Líquido} - \text{Accruals}$$

Os *accruals* são estimados pela diferença entre o lucro operacional e o fluxo de caixa operacional, ou ainda por meio de mudanças em sucessivas contas patrimoniais, uma vez que as contas de resultado possuem contrapartida no balanço patrimonial. Dessa forma, os *accruals* são calculados da seguinte maneira:

$$\text{Accruals} = \{[AC_t - \text{Disp}_t] - (PC_t - \text{EmpCP}_t) - [(AC_{t-1} - \text{Disp}_{t-1}) - (PC_{t-1} - \text{EmpCP}_{t-1})] - \text{Depr \& Amort}_t\}$$

AC<sub>t</sub> = Ativo circulante no ano t;

Disp<sub>t</sub> = Disponibilidades no ano t;



PC t = Passivo circulante no ano t;  
 EmpCP t = Empréstimos de curto prazo em t;  
 AC t-1 = Ativo circulante no ano t-1;  
 Dispo t-1 = Disponibilidades no ano t-1;  
 PC t-1 = Passivo circulante no ano t-1;  
 EmpCP t-1 = Empréstimos de curto prazo em t-1.

Ainda, segundo Leuz, Nanda e Wisocky (2003) os executivos podem usar critérios contábeis para esconder choques econômicos no fluxo de caixa operacional das empresas. Nesse sentido, os autores afirmam que os gestores podem utilizar seu poder discricionário para acultar desempenhos abaixo do esperado, atrasando o reconhecimento de despesas ou custos atuais ou acelerando o reconhecimento de receitas futuras. Por outro lado, podem esconder desempenhos atuais acima do esperado para criar reservas futuras. Em ambos os casos, os *accruals* suavizam os choques no fluxo de caixa, resultando em uma correlação negativa entre as mudanças nos *accruals* e no fluxo de caixa operacional. Ressalta-se que se as magnitudes dessa correlação forem muito altas, isso pode indicar a suavização nos resultados reportados. Dessa forma, a segunda métrica de Leuz, Nanda e Wisocky (2003) consiste na correlação entre as mudanças nos *accruals* e as mudanças no fluxo de caixa operacional visando à suavização de resultados.

$$IA_2 = \rho (\Delta Accruals, \Delta \text{Fluxo de Caixa Operacional})$$

A terceira métrica de Leuz, Nanda e Wisocky (2003) utiliza a magnitude dos *accruals* como *proxy* para verificar a dimensão em que os gestores exercem seu poder discricionário no resultado reportado. Segundo os autores os executivos podem usar da discricionariedade para mascarar o desempenho econômico da empresa, divulgando um resultado diferente da performance econômica da firma. Sendo assim, esta métrica é calculada pelo quociente do valor absoluto dos *accruals* e o valor absoluto do fluxo de caixa operacional.

$$IA_3 = \frac{|Accruals|}{|FCO|}$$

Os autores acrescentam que embora se possa argumentar que os gestores têm incentivos para evitar perdas de qualquer magnitude, o poder discricionário sobre os relatórios financeiros é

limitado, pois os mesmos serão incapazes de reportar lucros na presença de grandes perdas. No entanto, pequenas perdas são mais prováveis da ação discricionária, uma vez que se encontram dentro dos limites do poder que os gestores possuem sobre os relatórios. Sendo assim, a proporção de pequenos lucros reportados para as pequenas perdas relatadas reflete até que ponto os gestores gerenciam os lucros para evitar perdas de informações. A proporção de “pequenos lucros” para “pequenas perdas” é calculada utilizando-se o resultado após os impostos dividido pelo ativo total. Pequenas perdas estão definidas no intervalo (- 0,01, 0,00) e pequenos lucros no intervalo (0,00, 0,01). Sendo esta a quarta e última métrica apresentada por Leuz, Nanda e Wisocky (2003) para detectar *Income Smoothing*.

### 2.4.3 Principais Pesquisas Realizadas sobre *Earnings Management*

A seguir, é apresentada uma síntese de importantes pesquisas empíricas, realizadas no âmbito internacional, sobre *Earnings Management* conforme relatado por Martinez (2001).

- Healy (1985) – analisa se os gerentes manipulam os lucros de modo a aumentar a sua remuneração na forma de bônus, testando a existência de gerenciamento dos resultados pela comparação dos valores das acumulações (*accruals*) com o seu valor médio no tempo. Healy comprovou por meio dos resultados que existe uma associação entre o valor dos *accruals* e os incentivos dos gestores para reportar aumentos dos lucros.
- McNichols & Wilson (1988) – analisam se os gerentes manipulam os lucros pelo uso de provisão para devedores duvidosos, testando a existência de gerenciamento dos resultados pelo uso de provisões de devedores duvidosos em empresas financeiras. Os resultados comprovam que existe uma associação entre o valor dos *accruals* e os incentivos dos gestores para reportar aumentos dos lucros.
- Jones (1991) – examina se as empresas que podem obter benefícios de proteção alfandegária adotam práticas de gerenciamento dos resultados, usando os resíduos da regressão das acumulações totais em relação a mudanças nas receitas e do ativo permanente como forma de mensurar os *accruals*. Os resultados não rejeitam a

hipótese de que os gestores efetuam práticas para reduzir os lucros, em função do efeito de criação da proteção alfandegária.

- Kasanen & Kinnuanen (1996) – examinam se existe gerenciamento do resultado para pagar cota regular de dividendos, testando com base nos dividendos que se espera pagar, se a empresa define montante de lucro alvo, ao qual procurará se ajustar. Os autores encontram evidências de que as firmas ajustam seus resultados de modo a proporcionar fluxo regular de dividendos para seus acionistas.
- Burgstahler & Dichev (1997) – o trabalho proporciona evidências de que as firmas gerenciam seus resultados para evitar perdas e para sustentar resultados obtidos. Os autores utilizam distribuição de frequência (histograma) da variação de lucros para evidenciar gerenciamento dos resultados ao redor de certos *benchmarks*. Encontram frequência incomum de pequenos lucros quando comparada à frequência incomum de pequenos prejuízos.
- Teoh, Welch & Wong (1998) – examinam se as empresas manejam os seus resultados de modo a obter melhores termos em sua primeira subscrição de ações. Analisam o valor dos *accruals* para verificar se as empresas gerenciam os seus resultados nos anos anteriores e posteriores à sua primeira subscrição de ações. As firmas analisadas apresentaram valor relativamente alto de acumulações (*accruals*) correntes, quando comparadas com firmas do mesmo setor.

Os trabalhos de Martinez (2001), Fuji (2004) e Tukamoto (2004), os quais constituem as primeiras pesquisas sobre *Earnings Management* em empresas brasileiras, apresentaram os seguintes resultados:

Quadro 2 – Síntese dos Resultados encontrados por Martinez (2001).

Hipóteses da Pesquisa	Conclusões
Hipótese 1: <i>Earnings Management</i> para evitar perdas	a) Evita-se reportar perdas anuais e trimestrais; b) Evita-se reportar resultados negativos de Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBTIDA); c) Evita-se reportar resultados negativos no lucro operacional e Lucro antes do imposto de renda (LAIR); d) Empresas endividadas têm maior propensão a <i>Earnings Management</i> .
Hipótese 2: <i>Earnings Management</i> para sustentar o desempenho recente	a) Fraca evidência de gerenciamento para assegurar a continuidade dos resultados anuais e trimestrais; b) Empresas com alto valor de mercado têm maior propensão ao <i>Earnings Management</i> ; c) Empresas com sequência de resultados positivos e crescentes acima do que seria probabilisticamente esperado.
Hipótese 3: <i>Earnings Management</i> para reduzir a variabilidade dos resultados	a) Contas de depreciação, provisão de devedores duvidosos e receita não operacional ajudam na redução da variabilidade dos resultados; b) Variações de ativo diferido, amortização de ágio/deságio de investimentos e provisão para perdas em investimentos podem estar sendo utilizadas para reduzir a variabilidade.
Hipótese 4: <i>Earnings Management</i> para manter credibilidade perante aos credores	a) Contas de depreciação e receita não operacional ajudam a minimizar resultados negativos; b) É nitidamente mais forte o <i>Earnings Management</i> para evitar perdas nas empresas que possuem coeficiente de endividamento maior.
Hipótese 5: Gerenciamento dos resultados para piorar resultados correntes em prol de resultados futuros.	As empresas que, em média, possuíam a maior quantidade de acumulações discricionárias ( <i>discretionary accruals</i> ) negativas, foram as empresas que possuíam, em termos médios, os maiores prejuízos.
Hipótese 6: O mercado é ludibriado no curto prazo com <i>Earnings Management</i> , porém, no longo prazo, o mercado identifica o procedimento.	As empresas com os valores das acumulações discricionárias ( <i>discretionary accruals</i> ) mais altas (positivas), bem como mais baixas (negativas), tiveram desempenho, em termos de retornos anormais médios, pior do que as outras empresas no longo prazo.
Outros Resultados	a) Empresas que lançaram <i>American Depositary Receipt</i> (ADR'S) promoveram o <i>Earnings Management</i> para aumentar lucros um ano antes da emissão; b) Entre 1996 e 1999, o ano de 1999 foi quando ocorreu a maior prática de <i>Earnings Management</i> .

Fonte: adaptado de Martinez (2001).

Quadro 3 – Síntese dos Resultados encontrados por Fuji (2004).

Objetivo da Pesquisa	Conclusões
<p>Verificar se no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil há indícios de <i>Earnings Management</i>, enfocando a conta “despesa com provisão para créditos de liquidação duvidosa”.</p>	<p>Pela análise de distribuição de frequência proposta por Burgstahler e Dichev (1997), constatou-se que:</p> <p>a) Há indícios de <i>Earnings Management</i> para evitar reportar perdas;</p> <p>b) Os cinquenta maiores bancos buscam sustentar o desempenho recente.</p> <p>A análise específica da conta despesa com provisão para créditos de liquidação duvidosa mostrou que há uma correlação positiva (0,75) entre esta e os resultados das instituições financeiras, assim como alta correlação positiva (0,91) com as acumulações discricionárias, sugerindo indícios de <i>Earnings Management</i>.</p>

Fonte: adaptado de Fuji (2004).

Quadro 4 – Síntese dos Resultados encontrados por Tukamoto (2004).

Hipóteses da Pesquisa	Conclusões
<p>Hipótese 1: As companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs praticam menos <i>Earnings Management</i> do que companhias abertas brasileiras não emissoras de ADRs.</p>	<p>As medidas estruturadas de <i>Earnings Management</i> não apresentaram médias estatisticamente diferentes nas comparações entre as amostras, implicando na não verificação de diferenças no nível de <i>Earnings Management</i> entre as demonstrações contábeis das companhias emissoras de ADRs e das companhias não emissoras de ADRs.</p>
<p>Hipótese 2: As demonstrações contábeis segundo as PCAB são mais suscetíveis à prática de <i>Earnings Management</i> do que as demonstrações em US GAAP.</p>	<p>Não foi observada diferença nos níveis de <i>Earnings Management</i> entre as demonstrações conforme as Práticas Contábeis Adotadas no Brasil (PCAB) e as demonstrações em US GAAP das companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs.</p>

Fonte: adaptado de Tukamoto (2004).

Depois dessas pesquisas seminais no Brasil, o número de publicações sobre o tema teve um crescimento. No entanto, conforme destacado por Rosa *et. al.* (2010), o campo de produção científica nesta área não está consolidado, pois as redes de cooperação apresentam baixa densidade entre autores e instituições.

Ainda, segundo Rosa *et. al.* (2010) os autores mais referenciados nas pesquisas realizadas no Brasil são internacionais, sendo que os mais citados são Dechow, Jones, Healy, Whalen, Kang e Sivaramakrishnan. Dentre os autores nacionais o que mais se destaca é Martinez, seguido de Lopes, Tukamoto, Martins, Cardoso, Fuji, Almeida e Paulo, os quais podem ser considerados como referência atual nas pesquisas relacionadas a *Earnings Management* no Brasil.

## **2.5 Estudos Realizados**

Este item apresenta as principais pesquisas realizadas no âmbito internacional as quais relacionam “Operações de Securitização” e “*Earnings Management*”.

### **2.5.1 O trabalho de Niu e Richardson (2004)**

O trabalho de Niu e Richardson (2004) contribui para a literatura que analisa a relevância e a confiabilidade das estimativas do valor justo. O estudo contribui, ainda, para o debate da padronização contábil da securitização, envolvendo desreconhecimento (*derecognition*) e consolidação.

Neste estudo, os autores apresentam evidências consistentes com a noção de que os cedentes, em média, não mais mantêm todos os riscos relacionados com a transferência de créditos. Especificamente, para uma amostra de cedentes, com base na orientação contábil do FAS 125, durante o período de 1997-2000, os autores demonstram que as dívidas fora do balanço (*off-balance sheet*) relacionadas com a securitização têm a mesma relevância para explicar as medidas de risco de mercado (ou seja, o beta do *Capital Asset Pricing Model* - CAPM) como dívidas patrimoniais (*on-balance sheet*). Isto é consistente com a visão de analistas de risco de crédito, os quais, segundo os autores vêem as securitizações substancialmente como empréstimos garantidos.

Os autores triangulam evidências que suportam os resultados apontados no parágrafo anterior: segundo eles, os ganhos de securitização recebem preços múltiplos mais baixos, em relação

ao lucro líquido excluindo esses ganhos, o que é consistente com a percepção dos investidores de que os ganhos são de qualidade inferior em relação à renda gerada por outros originadores. Além disso, as várias quedas de preços dos ganhos de securitização bem como o aumento da quantidade de itens de dívida fora do balanço (*off-balance sheet*), implicam em um crescente ceticismo dos investidores sobre a importância de valorização da taxa inicial dos ganhos com a venda bem como a extensão da atividade de financiamento fora do balanço relacionada ao aumento das securitizações. Os autores afirmam que o reconhecimento do ganho corrente parece ser prematuro para os altos níveis de alavancagem financeira, o que está implícito em muitas operações de securitização.

Segundo os autores, para evitar o tratamento desigual em relação à contabilidade de securitizações, o FASB aprovou a abordagem de controle e componentes quando emitiu FAS 125 em 1996. Em 2000, o FAS 125 foi substituído pelos FAS 140, que expande os requisitos de publicidade, mas exerce sobre a maioria das disposições de medição do FAS 125. Após a conclusão da transferência, os FAS 125/140 requerem que ativos transferidos sejam desreconhecidos e decompostos em mantidos e vendidos. Em sua forma mais simples, os itens transferidos do patrimônio vendidos e retidos são mensurados ao justo valor, e os valores justos relativos às transferências são utilizados para o rateio do valor original entre os itens vendidos e mantidos. O ganho na venda é a diferença entre a receita líquida de caixa e do valor contábil da parte dos ativos vendidos.

Os autores acrescentam que como estimativas de valor justo envolvem acontecimentos futuros incertos (por exemplo, taxa de inadimplência dos mutuários, a taxa de pré-pagamento, taxas de desconto apropriadas), a subjetividade no processo de estimação proporciona aos cedentes oportunidade discricionária de superestimar o valor justo dos juros retidos, resultando em um exagero nos ganhos relacionados às operações de securitização. Ainda, segundo os autores, o tratamento da venda sob a ótica dos FAS125/140 torna relativamente simples de remover o contas a receber do balanço.

Os resultados do estudo de Niu e Richardson (2004) apresentam evidências consistentes de que os gestores utilizam da discricionabilidade reconhecida pelos FAS 125/140 na estimativa do valor dos juros retidos de forma oportunista, o que aponta para problemas com o controle e componentes, abordagem implementada pelo FAS125/140. Os autores assumem que existe

oportunismo na medição dos ganhos de securitização e demonstram que o mercado atribui uma qualidade inferior aos ganhos, quando aumenta o volume de financiamento.

De acordo com os autores, se as estimativas dos gestores são agressivas, a qualidade relacionada aos ganhos de securitização deverá ser menor do que o das receitas, excluindo esses ganhos. Além disso, a qualidade dos ganhos relacionados à securitização percebida tende a ser menor quando as empresas têm mais risco. Dado possíveis erros de estimativa em relação ao valor justo dos juros retidos, o potencial de perdas futuras para acabar com ganhos de securitização aumenta à medida em que os itens fora do balanço aumentam.

### **2.5.2 O trabalho de Karaoglu (2005)**

Karaoglu (2005) investiga se os bancos usam as vendas de empréstimo e securitizações (transferências de empréstimos) para gerenciar o capital regulamentar e os ganhos. Os resultados sugerem que os bancos usam os ganhos das transferências de empréstimos para influenciar tanto os ganhos reportados e o capital regulamentar após o controle de outras motivações econômicas. Segundo o autor, o ganho pode ser atribuído tanto a escolha de empréstimos cujos valores de mercado são superiores a seus valores contábeis e também à sobrevalorização dos juros retidos que são contabilizados pelo valor justo, no caso das securitizações.

Ainda, segundo o autor, o uso de securitizações para a gestão financeira está positivamente associado ao grau de discricionariedade dos gestores para com os relatórios financeiros. As considerações do capital regulamentar parecem desempenhar um papel significativo na decisão de transferência de empréstimos, ainda que as considerações de gerenciamento de resultados sejam mais importantes no cálculo dos ganhos reportados condicionados à realização de uma transferência, em especial no caso das securitizações.

Karaoglu (2005) analisa, especificamente, a decisão dos bancos de transferir créditos e o reconhecimento dos ganhos como resultado. O autor compara os ganhos provenientes das vendas de empréstimo com os ganhos das securitizações, uma vez que vendas de empréstimos que são vendas de ativos "puros" e operações de securitização envolvem a capitalização dos



rendimentos futuros esperados, e tais operações possuem diferentes graus de discricionariedade administrativa para com os relatórios financeiros. Os resultados sugerem que os diferentes níveis de discricionariedade afetam a forma como os administradores estruturam as operações. Tal fato é considerado como uma importante contribuição de como o tratamento contábil pode influenciar as ações e a estrutura das operações.

Os resultados encontrados por Karaoglu (2005) sugerem, ainda, que os gestores se envolvem em securitizações dispendiosas para atingir determinados resultados nas demonstrações financeiras. No entanto, eles parecem suportar os custos devido a motivações contratuais ao invés de incentivos baseados no mercado. Como a violação dos contratos é onerosa, tal valor pode ser um reforço para os acionistas valorizarem a gestão financeira.

O autor acrescenta que as securitizações que são contabilizadas como vendas afetam a renda, permitindo a capitalização dos rendimentos futuros esperados. Os ganhos são determinados pela diferença entre o valor justo e o valor contábil dos itens vendidos. O valor contábil dos itens é determinado alocando a quantia escriturada anterior entre os componentes vendidos e os componentes mantidos, (por exemplo, os interesses residuais) com base em seus valores justos relativos à data da transferência.

Segundo Karaoglu (2005), os ganhos discricionários decorrentes das transferências de empréstimos resultam, em parte, da contabilização dos empréstimos a custo histórico. O SFAS 114 exige que os empréstimos sejam contabilizados a valor de mercado apenas se for provável que os pagamentos contratuais não serão feitos na íntegra. Portanto, os valores do empréstimo não são contabilizados para cima ou para baixo quando a mudança das taxas de juro ou solvabilidade dos mutuários melhorarem ou ligeiramente deteriorarem-se. Consequentemente, o balanço não reflete a maioria dos ganhos ou perdas, e os empréstimos podem ser escolhidos “intencionalmente” para perceber a quantidade específica de ganhos ou perdas.

Além disso, o autor afirma que os relatórios de securitizações envolvem critério adicional depois que uma transação é concluída, pois os componentes retidos muitas vezes não possuem preços de venda referentes no mercado e, consequentemente, seus valores justos são estimados pela transferência. Estas estimativas são baseadas em informações privadas sobre fluxos de caixa esperados e taxas de desconto adequadas para os empréstimos securitizados.

Dessa forma, segundo o autor, a discricção pode ser utilizada na taxa de inadimplência esperada ou nas suposições da taxa de desconto para produzir ganhos superiores ou inferiores. Além disso, as estimativas dos valores são altamente sensíveis à hipóteses alternativas. Sendo assim, os securitizadores podem temporariamente aumentar a renda e o capital regulamentar, ao declarar o valor dos interesses residuais retidos decorrentes das operações de securitização.

Em resumo, segundo o autor, os gerentes podem usar discricção em três aspectos das transferências de empréstimo: o tempo, a seleção dos empréstimos e valorização dos juros retidos se os empréstimos forem securitizados. Os impactos das transferências de empréstimos nas demonstrações financeiras levam a implicações testáveis com base na hipótese de que os critérios utilizados na estimação dos ganhos relatados são usados para gerenciar o capital regulamentar e os ganhos.

Ainda, segundo Karaoglu (2005), os executivos de bancos têm incentivos para gerenciar os resultados por meio das transferências de empréstimos devido a pelo menos três razões: primeiro, os gerentes podem usar os lucros divulgados para transmitir informação confidencial; segundo, os administradores não podem exercer gerenciamento de resultados para afetar os contratos de compensação ou outros que dependam dos números relatados nas demonstrações financeiras; terceiro, existe um grande corpo de evidências empíricas que sugerem que os gestores se envolvam em gerenciamento de resultados para evitar perdas ou diminuição das receitas. Por outro lado, os gestores têm poder discricionário adicional nas demonstrações financeiras a partir do cálculo dos ganhos de securitizações, pois as estimativas do justo valor dos juros retidos também são importantes no cálculo dos ganhos.

### **2.5.3 O trabalho de Feng, Gramlich e Gupta (2009)**

O trabalho de Feng, Gramlich e Gupta (2009) apresenta, especificamente, dois objetivos de pesquisa. Primeiro, investigar os determinantes da utilização da SPE examinando a medida em que tal atividade é explicada por motivações de relatórios financeiros, incentivos econômicos e fiscais, e qualidade da governança corporativa. Em segundo lugar, examinar se a SPE formada principalmente por razões de relatórios financeiros estão associadas ao *Earnings Management*.

Utilizando uma amostra de 6.473 empresas de 1997 a 2004, os autores encontraram um aumento de duas vezes e meia no percentual de observações que relataram pelo menos uma SPE (de 23% em 1997 para 59% em 2004). Segundo os autores o uso da SPE parece ser maior entre grupos industriais que utilizam atividades de locação com maior intensidade, como o comércio, setor imobiliário e de construção, tradicionalmente vistos como uma das principais atividades que envolvem o uso da SPE. Os autores encontraram, ainda, utilização elevada da SPE nos setores bancário e de telecomunicações.

No que diz respeito à investigação dos determinantes da utilização SPE, os resultados encontrados por Feng, Gramlich e Gupta (2009) demonstram que a atividade SPE aumenta devido a incentivos de relato financeiro e motivações econômicas, mas que uma forte governança corporativa reduz o uso da SPE. Especificamente, os autores encontraram que o uso da SPE é positivamente relacionado com: (1) o nível de alavancagem, (2) com a bonificação do CEO, (3) com a viabilidade dos fundos, e (4) com a demanda por benefícios fiscais, mas diminui com a independência do conselho e com a participação societária de diretores independentes. Segundo os autores, o uso da SPE aumenta de acordo com o tamanho da empresa, uma vez que grandes empresas possuem maior conhecimento técnico para lidar com a complexidade dos mecanismos de financiamento estruturado.

Com relação a examinar o papel da SPE no *Earnings Management*, os autores utilizaram os resultados da regressão Tobit para analisar o número de SPE por ano para cada empresa em que o uso foi previsto por motivações de relato financeiro, por considerações econômicas, e aquelas previstas por outras variáveis. Em seguida, investigaram a relação entre os componentes previstos das SPE's e duas medidas de *Earnings Management* – acumulações discricionárias e a frequência de pequenos lucros ou perdas. Segundo os autores, a SPE criada por razões de relato financeiro tende a ser positivamente associada com medidas de *Earnings Management*, enquanto que a SPE organizada por outras razões não apresenta relação semelhante.

#### **2.5.4 O trabalho de Dechow e Shakespeare (2009)**

O foco do trabalho de Dechow e Shakespeare (2009) é investigar se os gestores “cronometram” suas operações de securitização de modo a maximizar os benefícios da contabilidade. As autoras examinam se os gestores programam as operações de securitização para o final do trimestre. Segundo elas, no final do trimestre, os gestores sabem os números que gostariam de relatar para os recebíveis e disponibilidades no balanço, sabem quais os fluxos de caixa de operações gostariam de relatar, e sabem que tipo de influência necessitam para evitar a violação de convênios ou escrutínio dos reguladores. Esta capacidade de “gestão do balanço” é uma vantagem da securitização.

As autoras acreditam que ao participar da operação de securitização no último mês do trimestre, ou nos últimos dias do trimestre, os gerentes, com a ajuda de seus contabilistas, banqueiros e advogados, podem estruturar melhor o negócio para atingir determinados objetivos nos relatórios financeiros.

Dechow e Shakespeare (2009) utilizam uma amostra que consiste em 11.218 operações de securitização realizadas entre 1987 e 2005. As autoras encontraram aglomeração significativa de operações de securitização no final do trimestre. Para os três primeiros trimestres, demonstram que o volume de transações aumenta no terceiro mês do trimestre, com até 48% das transações ocorrendo no período, o que é significativamente maior que os 33% que seria esperado se a distribuição subjacente fosse normal. As autoras constataram, ainda, que mais de 20% das transações durante todo o trimestre ocorreram nos últimos cinco dias do trimestre, ou seja, quase metade da atividade do terceiro mês ocorre no prazo de cinco dias a contar do final do trimestre. Para o quarto trimestre, 39% da atividade ocorre em dezembro. No entanto, a atividade tende a ocorrer no início do mês, provavelmente por causa do período de Natal e férias.

As autoras realizam, ainda, um teste para tentar ligar diretamente a “cronometragem” das operações de securitização e os incentivos para manipular as demonstrações financeiras. Das 195 empresas analisadas, constataram que 51 empresas relataram resultados negativos antes de proceder a securitização, e destas, 35 empresas (69%) passaram a relatar ganhos suficientemente grandes de modo a reverter os resultados negativos para lucro. Em

contrapartida, verificaram que para 144 empresas que relataram lucro antes de proceder a securitização, só uma empresa (0,7%) relatou perda suficientemente grande de modo a reverter o lucro em resultado negativo. Todas as empresas restantes que relataram perda de securitização (11 firmas) eram rentáveis, tanto antes como após a securitização. Dechow e Shakespeare (2009) afirmam que estes resultados são consistentes com o fato de que se existem ganhos de securitização é mais provável que as empresas fiquem acima do limite de ganhos positivos e, no caso de uma perda de securitização as empresas ficam abaixo do limite.

Em seguida, as autoras investigam a “cronometragem” das operações de securitização. As autoras constataram que das 35 empresas que relataram ganho de securitização de tamanho suficiente para reverter a perda declarada pela empresa em lucro, 36% das transações ocorreram nos últimos cinco dias do trimestre. Em contrapartida, das 144 empresas que já estavam reportando lucro, apenas 15% se envolveram em securitizações nos últimos cinco dias do trimestre. Segundo Dechow e Shakespeare (2009) estes resultados estão diretamente vinculados à motivação para se envolver em gerenciamento de resultados com uma maior prevalência no final do trimestre.

Por fim, as autoras examinam o impacto da securitização no balanço. As autoras demonstram que o tratamento de securitizações como empréstimos, resulta em um aumento de 41% nos níveis de alavancagem, o que sugere que o impacto da securitização no balanço não é trivial e ainda apoia a ideia de que o agrupamento das operações de securitização observado no final do trimestre é, em parte executado para “limpar” o balanço.

Os resultados encontrados por Dechow e Shakespeare (2009) apresentam evidências de que securitizadores podem aumentar ou diminuir os lucros ao “cronometrarem” as securitizações. Como consequência, os resultados do trabalho de Dechow e Shakespeare (2009) sugerem que a confiabilidade dos relatórios é reduzida para as empresas envolvidas em securitizações.

Segundo Barth e Taylor (2010) o estudo de Dechow e Shakespeare (2009) não pretende fornecer evidências de que os gestores manipulam as estimativas do valor justo para aumentar os ganhos, na verdade concentra-se exclusivamente sobre o volume de securitização. No entanto, afirmam que, se por exemplo, para encontrar as entradas no terceiro trimestre as estimativas do valor justo são significativamente diferentes dos outros meses, poderia ser sugestivo que os gestores estão manipulando as estimativas do valor justo.

### 2.5.5 O trabalho de Dechow, Myers e Shakespeare (2010) – DMS

DMS (2010) encontraram evidências de que os gestores utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para alisar resultados por meio do gerenciamento das receitas de securitização de ativos. Os autores propõem três objetivos: o primeiro objetivo foi determinar se os gestores usam o poder obtido a partir das regras de contabilização do valor justo para relatar ganhos maiores (foram examinadas duas circunstâncias, a primeira quando o lucro antes da securitização é baixo e a segunda quando o lucro antes do ganho de securitização está abaixo do nível do ano anterior). O segundo objetivo foi analisar a sensibilidade da remuneração do *Chief executive officer* (CEO) aos ganhos de securitização, e por último, o terceiro objetivo foi investigar se os conselhos desempenham um papel de controle para determinar tanto o tamanho dos ganhos relatados ou a sensibilidade da remuneração do CEO a estes ganhos.

DMS (2010) fizeram as seguintes previsões: 1) as acumulações discricionárias são maiores em empresas cujo lucro antes da securitização é baixo; 2) as acumulações discricionárias são maiores nas empresas que têm mais mudanças negativas em seus resultados antes da securitização; 3) os gestores usam seu poder discricionário sobre as taxas de desconto utilizadas para obter o lucro ou perda de securitização desejados; 4) a remuneração do CEO é menos sensível aos ganhos de securitização do que a outros componentes do salário; 5) a remuneração do CEO é menos sensível aos ganhos de securitização do que a outros componentes do salário quando a empresa possui conselheiros mais informados ou mais independentes.

O período analisado por DMS (2010) foi de setembro de 2000 a dezembro de 2005, uma vez que o SFAS 140 entrou em vigor em setembro de 2000 exigindo divulgações detalhadas sobre securitização. A amostra foi composta por empresas obrigadas a divulgar as receitas provenientes das operações de securitização no ano, o valor justo dos lucros acumulados e as mudanças adversas no final do ano, dessa forma alcançaram uma amostra com 305 empresas, sendo que 96 relataram ganho nas operações de securitização.

Primeiramente, os autores apresentam uma tabela a qual descreve a composição da amostra de acordo com o segmento em que as empresas operam e o tamanho dos ganhos reconhecidos,

cujo objetivo é examinar a importância econômica do efeito do ganho de securitização no resultado. Nesta tabela é apresentado o resultado decorrente da divisão do ganho de securitização pelo patrimônio líquido do ano anterior, o qual foi positivo para todas as observações da amostra.

Em seguida, os autores apresentam estatística descritiva e correlações do ganho de securitização dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior e dos determinantes econômicos dos ganhos de securitização. Em relação aos ganhos de securitização, são apresentadas as seguintes variáveis: *Gain* (ganho de securitização dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior); *Pre-securitization earnings* (lucro antes do ganho de securitização dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior); *Earnings* (lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior); *Change in pre-securitization earnings* (resultado pré-securitização do ano menos o resultado pré-securitização do ano anterior, dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior).

Os chamados determinantes econômicos dos ganhos de securitização segundo os autores são: *Indust\_Gain*; *Adverse\_change/RI*; *Mkt\_Vol*; *Discount\_rate*; *Pré\_Sec\_FCF*; *Segment*; *Asset e Regulate*. De acordo com os autores, conforme esperado, a matriz de correlações demonstra que o *Gain* é positivamente correlacionado com o *Indust\_Gain*, com o *Mkt\_Vol* e com a *Discount\_Rate*. Foram encontradas também correlações positivas entre *Discount\_Rate*, *Indust\_Gain* e as medidas de risco (*Adverse\_change/RI* e *Mkt\_Vol*). Ainda, conforme esperado pelos autores, as duas medidas da importância da atividade de securitização (*Pré\_Sec\_FCF* e *Segment*) são correlacionadas negativamente com o ganho.

Em seguida, os autores passam a analisar a relação entre os ganhos de securitização e os incentivos para gerir os resultados. Os resultados apontam que quando a variável independente é o resultado pré-securitização o coeficiente desta é negativo. Mesmo incluindo as variáveis de controle, destinadas a isolar o componente discricionário do ganho, o coeficiente do resultado pré-securitização permanece negativo. Dessa forma, segundo os autores, os resultados são consistentes com a afirmação de que os gestores utilizam as manobras da contabilidade pelo valor justo ao relatar os ganhos de securitização para gerir resultados.

Os autores analisam, ainda, a relação entre os ganhos de securitização e as taxas de desconto, por meio da regressão. Supõem que os gestores sabem o ganho que gostariam de relatar e

selecionam as taxas de desconto para atingir tal objetivo. Como as taxas de desconto também são afetadas por fatores econômicos, as variáveis de controle foram utilizadas na regressão na tentativa de controlar tais fatores. Nesse caso, foram utilizadas as seguintes variáveis de controle: *Adverse\_change/RI*; *Mkt\_Vol*; *Asset* e *Regulate*.

Os resultados demonstram que a taxa média de desconto utilizada pelas empresas da amostra é de 11,78%. Sendo que, para as empresas que relataram perda de securitização, a taxa de desconto foi de 8,68%, e para as que relataram ganhos, a taxa foi de 12,38%. Os autores apresentam ainda, uma matriz de correlações entre as taxas de desconto utilizadas pelas empresas que relataram ganhos e para empresas que relataram perda. De acordo com os resultados apresentados, existe uma forte correlação negativa entre as empresas que relataram perda, sugerindo que as empresas que relataram grandes perdas usam maiores taxas de desconto. No entanto, observou-se uma correlação positiva entre as taxas de desconto e os ganhos, sugerindo que as empresas que relatam grandes ganhos utilizam maiores taxas de desconto.

Os autores realizaram, ainda, testes para identificar a sensibilidade da remuneração do CEO aos ganhos de securitização relatados e concluíram que a mesma está positivamente associada aos ganhos de securitização. Os resultados indicam que a remuneração total é tão sensível aos ganhos de securitização como a outros componentes do salário. No entanto, os autores afirmam que a sensibilidade da remuneração do CEO ao ganho de securitização pode variar com as estruturas de governança, além disso, conselheiros mais informados ou mais independentes podem intervir e influenciar o tamanho dos ganhos relatados.

Em síntese, as abordagens apresentadas no trabalho de DMS (2010), tanto a primeira, que parte do pressuposto de que todo ganho é discricionário, quanto a segunda, que controla os vários fatores econômicos que podem afetar o tamanho dos ganhos relatados, produzem resultados semelhantes. Sendo que, em média, ganhos maiores são relatados quando o resultado pré-securitização é baixo ou está abaixo do nível do ano anterior, sugerindo que os gestores utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para gerir os resultados.



### **2.5.6 O trabalho de Barth e Taylor (2010) – crítica a DMS (2010)**

Barth e Taylor (2010) esclarecem o papel do valor justo na contabilização das operações de securitização de ativos e discutem alternativas para as provas encontradas no estudo de DMS (2010). Barth e Taylor (2010) afirmam que o objetivo de DMS (2010) é estabelecer que os gestores utilizam o critério obtido a partir de regras de contabilização do valor justo para gerenciar receitas de securitização. Os autores afirmam que este é um objetivo ambicioso, pois exige não só documentar a presença de gerenciamento de resultados, mas também identificar o valor justo como fonte da gestão de receitas. Acrescentam que o valor justo desempenha apenas um papel indireto na determinação do montante dos rendimentos de securitização. Sendo assim, documentar gerenciamento de resultados associado à securitização de ativos é uma contribuição em si, mesmo sem identificar a fonte. Embora os resultados sejam consistentes com a “gestão de receitas”, não se pode concluir que as estimativas do valor justo são a fonte da “gestão dos ganhos”.

Barth e Taylor (2010) acrescentam que a existência de lucro nas operações de securitização pode surgir a partir de duas fontes. Em primeiro lugar, pode refletir o rendimento econômico da empresa, em segundo, pode refletir ganhos ou perdas sobre os ativos securitizados que anteriormente não eram reconhecidos, pois os ativos foram medidos por meio de algum tipo de custo histórico dos exercícios. Nesse sentido, afirmam que estas fontes potenciais de rendimento de securitização podem levantar a possibilidade de que as empresas podem praticar o “real” gerenciamento de lucros relacionados com os rendimentos de securitização. O “real” gerenciamento de lucros quer dizer que as empresas praticam operações que alteram os resultados do período, mas não manipulam as estimativas do valor justo.

Quanto às conclusões de DMS (2010) de que a remuneração do CEO é tão sensível aos ganhos de securitização quanto a outros componentes da remuneração, Barth e Taylor (2010) afirmam que os resultados encontrados só informam quanto aos incentivos do CEO em gerir os resultados e não se as estimativas do valor justo ou ganhos de securitização são geridos.

DMS (2010) examinam, ainda, se a governança corporativa desempenha um papel atenuante no gerenciamento dos lucros e se os incentivos para a gestão dos lucros variam de acordo com o nível de governança. Nesse sentido, são utilizadas quatro variáveis para medir as dimensões

de governança: 1) se um especialista em finanças atua no comitê de auditoria; 2) se há presença feminina no conselho; 3) se mais de 90% do conselho são diretores externos; e 4) se mais de 50% do conselho foi eleito antes do presidente assumir o cargo.

Em primeiro lugar, os autores examinam se as relações negativas entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização e entre o ganho de securitização e a  $\Delta$  resultado pré-securitização variam de acordo com o nível de governança da empresa. Dessa forma, verificam que a correlação entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização é significativamente menor, quando mais de 91% dos membros do conselho são externos e quando mais de 50% do conselho foi eleito antes do CEO assumir o cargo. Verificam, ainda, que a correlação entre ganho de securitização e a  $\Delta$  resultado pré-securitização é significativamente menor, quando mais de 50% do conselho é eleito antes do CEO assumir o cargo. Interpretam os resultados como evidências fracas para a previsão de que há menos gerenciamento de lucros em empresas com melhor governança.

Em segundo lugar, testam se a governança afeta os incentivos para relatar ganhos de securitização. Após a separação da amostra em oito grupos com base nas quatro variáveis indicadoras de governança, consideram que o coeficiente do ganho de securitização não é significativamente diferente do coeficiente do resultado pré-securitização. Sendo assim, encontram fraca evidência de que a gestão dos resultados varia com o nível de governança e nenhuma evidência de que os incentivos para relatar ganhos de securitização variam de acordo com o nível de governança.

Segundo Barth e Taylor (2010) existem três interpretações alternativas para estes resultados, e os testes realizados por DMS (2010) são incapazes de distinguir entre eles:

- Os gerentes manipulam as estimativas do valor justo e mesmo informado ou independente o conselho de administração é ignorante ou impotente para detê-los.
- Os gerentes manipulam as estimativas do valor justo e o conselho de administração não é ignorante ou impotente, mas prefere não intervir.
- Os gerentes não estão manipulando as estimativas de valor justo.

Por fim, Barth e Taylor (2010) afirmam que a partir dos testes e provas apresentados por DMS (2010), não é possível discernir se gerenciamento dos resultados é resultante do comportamento discricionário na estimativa do montante dos ganhos de securitização, da discricionariedade ao determinar os ativos a serem securitizados ou na discricionária das decisões de negócios. Cada um destes poderia resultar em suavização de ganhos. No entanto, essas são fontes muito diferentes de gerenciamento de resultados, e apenas uma está associada à utilização da discricionariedade na estimativa do valor justo.

Os autores acrescentam que as recentes alterações das normas contábeis podem fornecer uma maior oportunidade de investigar a discricionariedade nas estimativas do valor justo. Por exemplo, o SFAS 157 (FASB, 2006) define valor justo, fornece orientação sobre como determiná-lo, e exige uma divulgação mais ampla sobre o valor justo do que o exigido anteriormente. Os autores acreditam que essas novas informações poderão ser utilizadas para construir testes mais diretos. Além disso, o SFAS 166 (FASB, 2009) exige que os juros retidos em ativos securitizados devam ser mensurados, inicialmente, pelo seu valor justo, sendo assim, esta nova exigência coloca maior ênfase na estimativa do valor justo dos juros retidos do que foi o caso durante o período da amostra de DMS (2010).

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo busca descrever os aspectos metodológicos utilizados na realização da pesquisa. Dessa forma, são apresentadas a classificação da pesquisa, a população e respectiva amostra utilizadas, os constructos das variáveis e o modelo geral de análise, bem como os procedimentos para a coleta e o tratamento dos dados.

#### 3.1 Classificação da Pesquisa

Quanto aos objetivos, esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, uma vez que por meio da aplicação do modelo proposto por DMS (2010) e da métrica de Eckel (1981) buscou-se identificar se os gestores das empresas estrangeiras listadas na *NYSE* que realizam operações de securitização praticam *income smoothing*. Segundo Andrade (2006), na pesquisa descritiva os fatos são registrados, analisados, classificados e interpretados, sem a interferência do pesquisador, ou seja, procura-se descobrir a frequência com que um fato ocorre, sua natureza, características, causas, relações com outros fatos.

As estratégias de pesquisa utilizadas foram a bibliográfica e a documental. Como fontes documentais foram utilizadas os Formulários 20F e 40F das empresas constantes da amostra no período de 2007 a 2010, bem como outras possíveis fontes de dados, como *Bloomberg* e *sites* das respectivas empresas.

Moreira (2004) destaca que a pesquisa bibliográfica pode ser realizada independentemente – análise teórica – ou como parte de um trabalho – apresentação do referencial teórico (revisão da literatura). Nesse segundo caso, a seção de revisão da literatura teve a finalidade de apresentar uma análise de estudos de pesquisa recentes (ou historicamente importantes) como base para o estudo proposto.

Na primeira etapa, foi realizada uma revisão bibliográfica acerca dos temas: Securitização de Ativos, *Fair Value* e *Earnings Management*. Foi realizada, ainda, uma revisão bibliográfica

sobre estudos que se relacionam com os temas citados anteriormente e com este estudo, diretamente.

Similarmente à pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental consiste em uma abordagem de apoio às diversas pesquisas. O que difere essencialmente a pesquisa bibliográfica e documental é a natureza das fontes (GIL, 2002).

Quanto às técnicas de avaliação, a pesquisa caracteriza-se como quantitativa, uma vez que por meio da aplicação do modelo proposto por DMS (2010) e da métrica de Eckel (1981), os dados coletados das empresas foram analisados por meio de uso de instrumental estatístico.

De acordo com Marconi e Lakatos (2004) na abordagem quantitativa de pesquisa, os estudiosos utilizam amostras e informações numéricas que são analisadas por meio de técnicas estatísticas. Nesse sentido, a abordagem quantitativa compreende em estudos que visam organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados. O tratamento desses dados é desenvolvido por meio de ferramentas estatísticas.

### **3.2 Seleção da Amostra e variáveis “chave” analisadas**

A população-alvo do presente estudo é composta pelas empresas estrangeiras que negociam suas ações nas Bolsas de Valores *NYSE*, *NYSE ARCA* e *NYSE AMEX*, perfazendo um total identificado de 496 empresas divididas entre as seguintes regiões, conforme listado no site da *NYSE*: Ásia/Pacífico, Canadá, Caribe/Bermudas/Porto Rico, Europa, América Latina e Oriente Médio/África.

Foram analisados os Formulários 20F e 40F de todas as empresas integrantes da população-alvo no período de 2007 a 2010, com o intuito de identificar a existência de operações de securitização no período. Contudo, das 496 empresas analisadas, apenas 80 apresentaram algum tipo de informação a respeito da realização de operações de securitização no período analisado, sendo assim selecionadas para uma análise mais detalhada.

Em seguida, buscou-se identificar nas empresas que apresentaram operações de securitização, se as mesmas possuíam em seus relatórios anuais (Formulários 20F ou 40F, por meio dos sites da SEC, NYSE, *Bloomberg* e também nos *sites* das mesmas) as informações básicas necessárias para a aplicação dos modelos utilizados por DMS (2010), para examinar a relação entre os ganhos de securitização e os incentivos para gerir resultados. Ressalta-se que essas são informações requeridas pelo SFAS 140.

As informações “chaves” procuradas nestas empresas foram as seguintes:

- ***Gain or loss from securitization***: informação relativa ao resultado que a empresa obteve na operação de securitização que pode ser um ganho ou uma perda;
- ***Adverse\_change***: (mudanças adversas) – segundo as exigências de *disclosure* do SFAS 140 as empresas devem divulgar uma análise de sensibilidade para quantificar o efeito que duas ou mais variações desfavoráveis nos pressupostos fundamentais que afetam o valor do juro retido, as quais incluem o risco de pré-pagamento, inadimplência e taxa de desconto, teriam sobre as estimativas do valor justo do juro retido;
- ***Retained interest***: juro retido na operação de securitização;
- ***Discount rate***: taxa de desconto utilizada para estimar o juro retido.

Das 80 empresas que realizaram operações de securitização durante o período analisado, apenas 16 apresentaram as informações básicas necessárias para a aplicação do modelo proposto no item 3.3. O QUADRO 5 apresenta as empresas que compuseram a amostra final.

Quadro 5 – Amostra Final Analisada

<b>Região</b>	<b>País</b>	<b>Empresa</b>
América Latina	Argentina	Irsa
Canadá	Canadá	The Bank Of Nova Scotia
		BMO Financial Group
		Canadian Imperial Bank Of Commerce
		Royal Bank Of Canadá
		Telus Corporation
		Toronto Dominion Bank
Ásia Pacífico	Índia	HDFC Bank Limited
		ICICI Bank Ltda
	Japão	Hitachi Ltda
		Honda Motor Co.
		Orix Corporation
		Toyota Motor Corporation
	Coréia do Sul	Woori Finance Holdings
Europa	Holanda	CNH Global NV
Caribe Bermuda Porto rico	Porto Rico	Doral Financial Corporation

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme QUADRO 5, apenas 16 empresas apresentaram as informações que o SFAS 140 determina que sejam evidenciadas. Dantas *et. al* (2005) afirmam que, apesar de diversos estudos demonstrarem que uma adequada evidenciação das informações financeiras influencia positivamente na eficiência e no desenvolvimento do mercado de capitais, reduz o custo de capital e aumenta a liquidez das ações, verifica-se certa relutância das empresas em aumentar o grau de *disclosure*, sem que haja pressão por parte dos órgãos reguladores, tornando-o compulsório.

Apesar das exigências do SFAS 140, boa parte das empresas analisadas não apresentou todas as informações exigidas pela referida norma, o que justifica a limitação da amostra final em termos de tamanho. O presente trabalho, no entanto, não buscou identificar o real motivo da falta de divulgação, uma vez que não foi objetivo do mesmo analisar o nível de evidenciação das empresas analisadas. No entanto, tal descoberta chama atenção para uma questão

fundamental na contabilidade, que é a de prestar informações adequadas aos diversos usuários da informação contábil (*accountability*).

Segundo Hendriksen e Van Breda (1999) entre os argumentos utilizados pelas empresas para justificar a resistência que algumas delas têm em evidenciar as informações financeiras destacam-se: o receio de que a divulgação possa prejudicar a empresa em favor dos concorrentes ou de outros agentes com interesses contrários aos da administração, a relação custo versus benefício de se produzir e divulgar tais informações e a falta de conhecimento das necessidades dos usuários.

Dantas *et. al.* (2005) acrescentam que a credibilidade das informações contábeis produzidas e divulgadas foi intensamente abalada pelos escândalos corporativos verificados no mercado de capitais americano e, posteriormente, europeu, no início dos anos 2000. Casos comprovados de fraudes contábeis, envolvendo a Enron, a WorldCom e a Parmalat, por exemplo, colocaram sob suspeita a qualidade e a credibilidade das informações contábeis divulgadas, ocasionando certa “tensão” no mercado, em função da insegurança gerada.

Segundo Mitchell (2003) as principais causas desses escândalos corporativos e da consequente crise do mercado de ações podem ser traçadas pelo desenvolvimento, ao longo de décadas, de uma ética gerencial e de investimento que favoreceu o aumento, no curto prazo, dos preços das ações em detrimento da rentabilidade e do equilíbrio das corporações no longo prazo. Isso ocorreu devido à adoção de normas gerenciais e de investimentos que possibilitaram o gerenciamento de resultados, muitas vezes ultrapassando o limite da fraude. Como reação a essa situação, foi promulgada a lei Sarbanes-Oxley, incorporando várias obrigações de *disclosure*, com o objetivo de tornar qualquer tentativa de *Earnings Management* transparente para a comunidade de investidores.

Murcia e Wuerges (2011) destacam que na literatura sobre escolhas contábeis (*accounting choice*), pode-se dizer que tanto o resultado econômico da empresa quanto o nível de divulgação são alvo de escolhas contábeis. A ideia subjacente é que o gerenciamento é algo intrínseco a prática da contabilidade e pode ocorrer nas três fases do ciclo contábil: (i) reconhecimento, (ii) mensuração e (iii) *disclosure*. Os autores encontraram evidências de que um aumento no *disclosure* econômico diminui o nível de *accruals* discricionários.



### 3.3 O Modelo de Dechow, Myers e Shakespeare (2010) – DMS

De acordo com o modelo proposto por DMS (2010), a relação entre os ganhos de securitização e os incentivos para gerir resultados é examinada por meio das seguintes regressões:

1.  $Securitization\ Gain = \alpha + \beta_1 Pre\text{-}securitization\ earnings + \beta_i Controls + \varepsilon;$
2.  $Securitization\ Gain = \alpha + \beta_1 \Delta Pre\text{-}securitization\ earnings + \beta_i Controls + \varepsilon.$

Onde:

- $Securitization\ Gain$  = (variável dependente) - Ganho de Securitização dividido pelo Patrimônio Líquido do ano anterior;
- $Pre\text{-}securitization\ earnings$  = (variável independente) - Lucro Líquido antes do Ganho de Securitização dividido pelo Patrimônio Líquido do ano anterior;
- $\Delta Pre\text{-}securitization\ earnings$  = (variável independente) - Lucro Líquido antes do Ganho de Securitização do ano menos o Lucro Líquido antes do Ganho de Securitização do ano anterior dividido pelo Patrimônio Líquido do ano anterior;
- $Controls$  = (variáveis de controle) - Determinantes econômicos dos Ganhos de Securitização – segundo DMS (2010) o ganho de securitização varia com determinantes econômicos como o setor em que empresa opera, a taxa de desconto utilizada, a volatilidade do crédito subjacente, a medida em que as securitizações dominam a geração de fluxo de caixa e o modelo de negócio (1 ou mais segmentos operacionais), conforme descritos no item 3.3 do referencial;
- $\alpha, \beta_1 e \beta_i$  = Coeficientes estimados pela regressão;
- $\varepsilon$  = Termo de erro.

O QUADRO 6 apresenta o detalhamento das variáveis dependente e independentes utilizadas nas regressões, bem como os determinantes econômicos dos ganhos de securitização (variáveis de controle): *Indust\_gains*; *Adverse\_change/RI*; *Mkt\_Vol*; *Discount\_Rate*; *Pre\_Sec\_FCF* e *Segment*.

Quadro 6 – Descrição das Variáveis

	Variável	Código	Descrição	Dados Necessários					Sinal Esperado	
Y	<i>Securitization Gain</i>	SG	Ganho de Securitização dividido pelo Patrimônio Líquido do ano anterior.	Ganho de Securitização do ano	Patrimônio Líquido do ano anterior					
$\beta_1$	<i>Pre-securitization earnings</i>	PSE	Lucro Líquido antes do Ganho de Securitização dividido pelo Patrimônio Líquido do ano anterior.	Ganho de Securitização do ano	Lucro Líquido do ano		Patrimônio Líquido do ano anterior		-	
$\beta_1$	$\Delta$ <i>Pre-securitization earnings</i>	$\Delta$ PSE	Lucro Líquido antes do Ganho de Securitização do ano menos o Lucro Líquido antes do Ganho de Securitização do ano anterior dividido pelo Patrimônio Líquido do ano anterior.	Ganho de Securitização do ano	Lucro Líquido do ano	Ganho de Securitização do ano anterior	Lucro Líquido do ano anterior	Patrimônio Líquido do ano anterior	-	
Determinantes Econômicos dos ganhos de securitização - variáveis destinadas a isolar o componente discricionário do ganho.	<i>Indust_gains</i>	IG	Mediana dos ganhos de securitização do ano dividido pelo Patrimônio Líquido mediano de cada setor por ano.	Ganho de Securitização do ano	Patrimônio Líquido do ano				+	
	<i>Adverse_change/RI</i>	ADV/RI	Medida de volatilidade/risco - Mudanças adversas dividido pelo juro retido.	Mudanças Adversas	Juro Retido				+	
	<i>MKT_Vol</i>	MKT_VOL	Medida de volatilidade/risco - A volatilidade anual de cada empresa é dada pelo desvio padrão dos resíduos da regressão dos retornos mensais no ano t - 1 sobre o valor Nyse-weighted/índice AMEX mensais para o mesmo ano.	Retornos mensais no ano t - 1	Valor Nyse-weighted/índice e AMEX mensais para o ano				+	
	<i>Discount_rate</i>	DR	Taxa de desconto utilizada para estimar o juro retido.	Taxa de desconto					-	
	<i>Pre_Sec_FCF</i>	P_S_FCF	Medida da importância da atividade de securitização (medida em que as securitizações dominam a geração de fluxo de caixa) - Fluxo de caixa gerado nas operações e investimentos, deduzido o resultado da securitização dividido pelo patrimônio do ano anterior.	Fluxo de caixa gerado nas operações	Fluxo de caixa gerado nos investimentos	Ganho de securitização	Patrimônio Líquido do ano anterior	Patrimônio Líquido do ano anterior	-	
	<i>Segment</i>	SEG	Medida da importância da atividade de securitização - Variável binária - equivale a 1 para empresa com mais de um segmento operacional e 0 caso contrário.	Segmentos operacionais da empresa						-

Fonte: Elaborado pela autora.

Ressalte-se que, segundo DMS (2010), as variáveis de controle são utilizadas para isolar o componente discricionário do ganho. Na regressão (1) espera-se que o coeficiente ( $\beta_1$ ) da variável independente “*Pre-securitization earnings*” seja negativo. Segundo os autores, os gestores têm incentivos para reportar ganhos de securitização quando o resultado (lucro) é baixo ou negativo. Assim, quando o resultado antes da securitização aumenta, há menos incentivo para securitizar ativos no ano em curso ou relatar o ganho quando uma operação de securitização é realizada para gerar fluxo de caixa. Dessa forma, prevêem uma relação negativa entre o ganho e o resultado antes do ganho. Da mesma forma, na regressão (2) espera-se que o coeficiente ( $\beta_1$ ) da variável independente “ $\Delta$  *Pre-securitization earnings*” também seja negativo.

### 3.4 Descrição dos Procedimentos Utilizados

Os dados compilados serviram para a formação das *proxies* de cada variável e essas foram submetidas a procedimentos, por meio da aplicação de técnicas de estatística descritiva, análise de correlação e, finalmente, a aplicação do modelo proposto por DMS (2010) e da métrica de Eckel (1981), para inferir a respeito da existência ou não de *income smoothing*.

Para alcançar os objetivos de construção das *proxies* foram realizados alguns procedimentos, os quais são descritos a seguir:

- Descrição da composição da amostra por setor e o volume dos ganhos reconhecidos (ganho de securitização dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior). Segundo DMS (2010) espera-se que o resultado seja positivo, pois o objetivo é examinar a importância econômica do efeito do ganho no resultado.
- Estatística descritiva do ganho dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior e dos determinantes dos ganhos de securitização (média, mediana, desvio padrão, variância, mínimo e máximo).
- Correlação do ganho e das variáveis de controle (determinantes dos ganhos de securitização). De acordo com DMS (2010) espera-se que *Securitization Gain* seja

positivamente correlacionado com *Indust\_Gains*, com as medidas de volatilidade/risco do mercado (*Adverse\_change/RI* e *Mkt\_Vol*) e com *Discount\_rate*. Espera-se, ainda, que *Discount\_rate* e *Indust\_Gain* sejam positivamente correlacionadas com as medidas de volatilidade/risco (*Adverse\_change/RI* e *Mkt\_Vol*) e que a medida de importância da atividade de securitização (*Pre\_Sec\_FCF*) seja negativamente correlacionada com *Securitization Gain*. Ainda segundo DMS (2010) espera-se que haja uma correlação negativa entre as empresas que apresentaram *Securitization Loss* com *Discount\_rate*, sugerindo que as empresas que relatam grandes perdas utilizam maiores taxas de desconto. Espera-se, ainda, que haja uma correlação positiva entre *Discount\_rate* e *Securitization Gains*, sugerindo que as empresas que relatam grandes ganhos também utilizam maiores taxas de desconto.

- Análise dos resultados das Regressões e seus Estimadores.
- Inclusão de uma variável *Dummy* no modelo proposto por DMS (2010) para captar os efeitos da crise, sendo 1 (um) para períodos de crise e 0 (zero) para períodos sem crise, utilizando-se dois cenários: 1º) a variável *Dummy* foi considerada 0 (zero) para os anos de 2007 e 2010 e 1 (um) para os anos de 2008 e 2009; 2º) a variável *Dummy* foi considerada 0 (zero) para o ano de 2007 e 1 (um) para os anos de 2008 a 2010.
- Aplicação da métrica de Eckel (1981) para detectar *income smoothing*.

## 4. RESULTADOS E ANÁLISES

Os resultados estão apresentados nos cinco itens seguintes, sendo que em primeiro lugar é apresentada uma análise qualitativa das operações de securitização realizadas pelas empresas analisadas, a descrição da composição da amostra e tamanho dos ganhos reconhecidos (ganho de securitização dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior). Em seguida, são apresentadas a estatística descritiva (média, mediana, desvio padrão, variância, mínimo e máximo), as matrizes de correlação entre as variáveis e as análises dos resultados das regressões e seus respectivos estimadores. Por último são apresentados os resultados da aplicação da métrica de Eckel (1981) para detecção de *Income Smoothing*.

### 4.1 Análise Qualitativa das Operações de Securitização Realizadas

Nesta seção, apresenta-se uma análise qualitativa que busca descrever as operações de securitização realizadas pelas empresas integrantes da amostra final. Essa análise visa auxiliar no entendimento dos resultados obtidos nas regressões.

- **Irsa:** a empresa possui programas de securitização através da Tarshop e Metroshop, ambas subsidiárias da companhia, as quais transferem parte dos direitos a receber de cartões de crédito e empréstimos pessoais de clientes para os *trusts* que emitem certificados para investidores públicos e privados. No âmbito dos programas de securitização, os *trusts* podem emitir dois tipos de certificados: - Títulos de Dívida Fiduciária (TDF) e Certificados de Participação (CP), que representam a dívida e certificados de capital, respectivamente. Principal e juros são pagos periodicamente aos titulares de TDF durante toda a vida do título. CP são títulos subordinados que conferem a seus titulares a participação proporcional nos fluxos de caixa de recebíveis de cartões de crédito e empréstimos pessoais securitizados, depois que principal e juros sobre os TDF e outras taxas e despesas forem pagas. Durante o período rotativo não são feitos pagamentos aos titulares TDF e CP. As arrecadações principais dos ativos financeiros subjacentes são utilizadas pelo Fundo para a aquisição adicional de cartão de crédito e recebíveis de empréstimos pessoais durante o período rotativo. Ao

término do período rotativo, um período de liquidação ocorre, durante o qual: (i) não são comprados outros ativos, (ii) todo o acúmulo de caixa é utilizado para cumprir os requisitos de serviço dos TDF e (iii) o produto restante é utilizado para satisfazer as exigências de serviço dos CP. Na época da securitização, a Tarshop e Metroshop transferem cartões de crédito e recebíveis de empréstimos pessoais para o *trust* em troca de dinheiro e lucros retidos no *trust* (CP). Parte do produto é retido pelo administrador e mantida como uma reserva de caixa para servir como garantia para o pagamento dos valores devidos nos TDF. Reservas de caixa fluem de volta para Tarshop e Metroshop em uma base mensal de acordo com um cronograma até que todos os TDF estejam totalmente pagos. Reservas de caixa são classificadas como "depósitos em garantia" dentro da rubrica "Outras contas a receber e despesas antecipadas, líquidas" nos balanços patrimoniais consolidados. CP são avaliados pelo seu valor patrimonial com base nas demonstrações financeiras emitidas pelos *trusts*, exceto quando no teste de *impairment* o valor contábil exceder seu valor recuperável estimado e classificados como "Outros investimentos, líquidos" nos balanços patrimoniais consolidados. Ganho ou perda em CP são relatados como componentes do "lucro (prejuízo) líquido de juro retido em recebíveis securitizados" nas demonstrações consolidadas do resultado. Tarshop e Metroshop reconhecem um resultado na venda de recebíveis, quando o valor contábil transferido de cartão de crédito e recebíveis de empréstimos pessoais difere do montante recebido dos CP. Resultados reconhecidos na venda de recebíveis são relatados como um componente de "lucro (prejuízo) líquido de juros retidos em recebíveis securitizados" nas demonstrações consolidadas do resultado. Despesas relacionadas com a securitização de recebíveis são contabilizadas quando incorridas. A empresa securitiza, ainda, hipotecas e empréstimos pessoais originados pelos bancos de varejo em seu nome através da transferência de tais empréstimos a uma sociedade de propósito específico que emite várias classes de títulos e certificados de participação.

- **The Bank Of Nova Scotia:** o banco securitiza uma parte de suas hipotecas residenciais e empréstimos pessoais, transferindo os ativos aos *trusts*. Securitizações de hipotecas residenciais são realizadas principalmente através da participação do banco no programa do governo canadense, *Canada Mortgage Bond* (CMB). Se determinadas exigências forem cumpridas, essas transferências são tratadas como vendas, e os ativos transferidos são removidos do Balanço Consolidado. Estas

securitizações permitem ao Banco acesso à fontes de financiamento alternativas e mais eficientes, bem como o gerenciamento da liquidez e outros riscos. O banco não fornece facilidades de liquidez para o programa CMB, como tal, o banco não está exposto a riscos de liquidez significativos em relação a esses itens fora do balanço (*off-balance sheet*). Após a transferência dos ativos, o banco poderá reter juros em títulos emitidos pelos fundos, efetuar pagamentos aos fundos em certas circunstâncias limitadas, manter relações com os clientes subjacentes e fornecer serviços administrativos aos *trusts*. O banco securitiza hipotecas residenciais através da criação de títulos lastreados nestas. O ganho na venda das hipotecas resultantes destas securitizações, antes de custos dos emissão, é reconhecido em outras receitas na Demonstração do Resultado Consolidado.

- **BMO Financial Group:** a empresa periodicamente securitiza empréstimos para obter fontes alternativas de financiamento. A securitização envolve a venda de empréstimos aos veículos de titularização que compram os empréstimos e, em seguida, emitem certificados para os investidores. A BMO mantém interesses *em três veículos* de titularização, sendo que os ativos de dois dos veículos são constituídos por hipotecas residenciais canadenses e o terceiro detém empréstimos de cartões de crédito canadenses. Os contratos com os veículos de titularização preveem o pagamento, ao longo do tempo, do excesso da soma de juros e taxas cobradas dos clientes, em conexão com os empréstimos que foram vendidos, mais o rendimento pago aos investidores no veículo de titularização, deduzido de perdas de crédito e outros custos. A empresa representa as transferências para veículos de titularização como vendas, quando o controle sobre os empréstimos é dado a estes veículos. Para o controle ser transferido: (1) os empréstimos transferidos devem ser isolados do vendedor, mesmo em caso de falência ou liquidação do vendedor; (2) o comprador deve ter o direito de vender ou penhorar os créditos transferidos ou se o comprador for uma sociedade de propósito específico - os investidores devem ter o direito de vender ou penhorar sua participação acionária; e (3 ) o vendedor não pode reter o direito de recomprar os empréstimos e receber mais de um benefício insignificante. Quando os empréstimos são considerados vendidos para fins contábeis, os mesmos são removidos do balanço patrimonial consolidado. Os ganhos são reconhecidos na receita de securitização no momento da venda. Estes ganhos são determinados com base na melhor estimativa do valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros. Para algumas securitizações, a

empresa é obrigada a comprar interesses subordinados ou manter dinheiro depositado com o veículo de titularização que são considerados os juros retidos nos ativos securitizados. Isto propicia que o veículo de titularização seja como uma fonte de fundos, no caso de a soma de juros e taxas cobradas sobre os empréstimos não for suficiente para pagar os juros devidos aos investidores. Os juros retidos são registrados pelo valor justo em títulos disponíveis para venda no balanço patrimonial consolidado. Esses juros, juntamente com o preço de aquisição diferidos, representam a exposição da empresa com relação às securitizações.

- **Canadian Imperial Bank Of Commerce:** a securitização de ativos próprios fornece uma fonte adicional de liquidez, reduz a exposição ao risco e proporciona alívio de capital regulatório. As securitizações são contabilizadas como vendas de ativos somente quando o controle dos ativos é transferido e o banco recebe outra importância além de juros nos ativos transferidos. As entidades de participação variável (VIE) são frequentemente usadas para securitização de ativos próprios do Banco ou ativos de terceiros. Em uma operação de securitização, o banco transfere ativos para a VIE em troca de dinheiro. A VIE vai financiar essas compras através da emissão de participações acionárias e títulos de dívida de terceiros aos investidores. Os ganhos ou perdas nas securitizações contabilizadas como vendas são reconhecidas na receita de ativos securitizados. O montante do ganho ou perda reconhecido depende dos valores anteriores dos recebíveis envolvidos na transferência, alocados entre os ativos vendidos e os juros retidos com base em seus valores justos relativos à data da transferência. Como os preços de mercado não estão disponíveis para parcelas de juros, o valor justo é estimado com base no valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, obrigando a empresa a estimar as perdas de crédito, a taxa de pré-pagamentos, taxas de desconto e outros fatores que influenciam o valor das parcelas de juros (*interest-only strips*). O banco securitiza hipotecas residenciais, hipotecas comerciais e recebíveis de cartão de crédito via sociedade de propósito específico.
- **Royal Bank Of Canadá:** o banco securitiza periodicamente conjuntos de recebíveis de cartões de crédito e empréstimos hipotecários residenciais com o intuito de diversificar as fontes de financiamento e melhorar a posição de liquidez. Os ganhos e perdas na alienação de operações de *hedge* e relacionados com a securitização de hipotecas e de cartão de crédito são registrados em Suporte Corporativo. As atividades



de securitização relacionadas à hipotecas e empréstimos de cartão de crédito são feitas para fins de financiamento. O banco possui uma variedade de operações financeiras que, sob GAAP, não são registrados no balanço patrimonial. Transações fora do balanço (*off-balance sheet*) são geralmente realizadas para gestão de riscos e gestão de financiamento, trazendo benefícios ao banco e aos clientes. Estão incluídas operações com SPE, e pode incluir a emissão de garantias e dar origem a, entre outros riscos, de mercado, de crédito, de liquidez e de financiamento.

- **Telus Corporation:** a empresa financia necessidades de capital futuro com fundos gerados internamente, securitização de recebíveis ou emissão de títulos de dívida. As transferências de recebíveis em operações de securitização são reconhecidas como venda quando a companhia transfere o controle sobre os recebíveis e além de os juros sobre os recebíveis, recebe outra importância. Quando a empresa vende seus recebíveis, mantém contas de reserva, que são juros retidos nos recebíveis securitizados, e os direitos de manutenção. Quando uma transferência é considerada uma venda, a Companhia desreconhece todos os recebíveis, reconhece ao valor justo dos ativos recebidos e os passivos incorridos e registra o ganho ou perda na venda nas Demonstrações dos Resultados. A quantidade de ganho ou perda reconhecida na alienação de créditos depende em parte da quantia escriturada anterior dos recebíveis envolvidos na transferência, distribuídas entre os recebíveis vendidos e os juros acumulados com base em seu valor de mercado em relação ao valor justo na data de venda. A Companhia estima o valor justo para os seus juros retidos com base no valor atual de fluxos de caixa futuros utilizando as melhores estimativas dos principais pressupostos (perdas de crédito, a vida média ponderada dos recebíveis vendidos e as taxas de desconto proporcional aos riscos envolvidos).
- **Toronto Dominion Bank:** o banco exerce determinadas atividades comerciais por meio de acordos com SPE. As SPE são utilizadas para obtenção de fontes de liquidez através da securitização de certos ativos financeiros do banco, para auxiliar aos clientes na securitização de seus próprios ativos financeiros e para criar produtos de investimento para os clientes. As SPE podem ser organizadas como trusts, parcerias ou corporações que podem ser formadas como SPE ou VIE. Quando uma entidade é considerada uma VIE, a entidade deve ser consolidada pelo beneficiário principal. As securitizações proporcionam liquidez e facilitam o acesso dos investidores às

carteiras específicas de ativos e riscos. O banco securitiza hipotecas residenciais, empréstimos pessoais, hipotecas comerciais para melhorar a sua posição de liquidez, para diversificar as fontes de financiamento e para otimizar a gestão do balanço. Todos os produtos securitizados pelo banco foram originados no Canadá e vendidos para estruturas de securitização canadenses.

- **HDFC Bank Limited:** o banco securitiza recebíveis de empréstimos por meio de SPE de tempos em tempos. Em relação a essas transações, o banco fornece aumentos do crédito em geral na forma de garantia em numerário / garantias / spreads de juros e ou pela subordinação dos fluxos de caixa dos certificados. Realiza operações de venda, que são semelhantes às transações *asset-backed securitizations* através da estrutura SPE, no entanto, essas carteiras de recebíveis de empréstimos são atribuídas diretamente para o comprador. O banco vende créditos de financiamento para entidades de propósito especial em operações de titularização. O recurso é na forma de investimentos do banco subordinados a títulos emitidos por essas entidades, garantia de liquidez e crédito e de melhorias de liquidez. Os recebíveis securitizados são baixados no balanço quando vendidos e uma importância é recebida pelo banco. Vendas e transferências que não cumpram os critérios para a entrega do controle são contabilizados como empréstimos garantidos. Ganhos ou perdas provenientes da venda de recebíveis são reconhecidos na demonstração de resultados no período. A comercialização ocorre com base no valor relativo a parcela justa de venda e a parte alocada aos juros retidos, e são informados líquidos do custo estimado do serviço pelo banco. Valores justos são determinados com base no valor presente de fluxos de caixa futuros, usando melhores estimativas para os principais pressupostos, tais como taxas de pagamento e desconto, proporcionais ao risco envolvido.
- **ICICI Bank Ltda:** o banco securitiza empréstimos comerciais por meio de operações de securitização que envolve SPE, geralmente constituídas como *trusts*. O banco transfere um conjunto de ativos identificados para a entidade de propósito específico e recebe uma importância em função dos ativos transferidos. O cedente (ou seja, o banco) desreconhece, então, os ativos de seus livros contábeis. Nos termos da transferência, não há recurso para o cedente, exceto para a extensão de algumas instalações específicas previstas para a SPE que inclui os montantes contratualmente limitados de aumento de crédito e facilidade de liquidez para atender carências por

conta de inadimplência, desajustes de fluxo de caixa e serviços de coleta e processamento. Depois da securitização, geralmente continua a manter relações com os clientes de contas e empréstimos de serviços transferidos para os *trusts*. As transações de securitização são feitas tanto com recurso de forma limitada ou não. Excesso de *spreads* de juros de ativos subjacentes em operações de securitização estão subordinados a proporcionar um aumento de crédito. Além da subordinação do excesso de *spreads* de juros, o banco oferece linhas de crédito para mitigar deficiências de fluxo de caixa que possam surgir a partir da inadimplência de ativos subjacentes. O banco também oferece facilidades de liquidez para ajudar a suavizar as diferenças de tempo enfrentadas pelos veículos para fins especiais entre a recepção dos fluxos de caixa dos ativos subjacentes e os pagamentos a serem efetuados aos investidores.

- **Hitachi Ltda:** o banco realiza operações de securitização com o propósito de obter maior liquidez para o acesso ao mercado de capitais. A companhia e algumas controladas têm uma série de programas de securitização. No âmbito destes programas, certos ativos financeiros, tais como contas a receber de locação, contas a receber e outros são vendidos para SPE, que são principalmente financiados através da emissão de títulos lastreados em ativos para os investidores. Quando uma transferência de ativos financeiros é elegível para ser contabilizada como uma venda o valor contábil dos ativos financeiros é atribuído com base em valores justos relativos às parcelas que devem ser conservadas e vendidas. A companhia e suas controladas reconhecem um ganho ou perda para a diferença entre o produto líquido recebido e o valor contábil atribuído aos ativos vendidos quando a transação é consumada. Inicialmente registrados pelo montante atribuído no período das securitizações, o montante dos juros retidos pode ser contratualmente pré-pago ou liquidado de tal forma que se o titular não recuperar todos os seus interesses é registrado posteriormente pelo valor justo a partir da data do balanço da mesma maneira como disponíveis para venda. Valores justos são baseados no valor presente dos fluxos de caixa futuros estimados que tenham em consideração fatores diversos, tais como perda esperada de crédito e outros.
- **Honda Motor Co.:** com a finalidade de acelerar o recebimento de dinheiro relacionado aos recebíveis financeiros, as subsidiárias financeiras periodicamente

securitizam e vendem conjuntos desses recebíveis. Nas operações de securitização, as subsidiárias financeiras vendem uma carteira de recebíveis de financiamento para uma SPE, que é estabelecida com o propósito limitado de comprar e revender créditos de financiamentos. As subsidiárias financeiras permanecem como gestora das contas a receber de financiamentos e pagam uma taxa de serviço para os serviços da Honda. A sociedade de propósito específico transfere os recebíveis para um *trust* que é recém-estruturado para cada canal de securitização, que emite títulos lastreados em ativos ou *commercial papers*, para os investidores. As subsidiárias de financeiras retém certos interesses subordinados nos recebíveis na forma de certificados subordinados, ativos e interesses residual em reservas de caixa fornecidos como reforços de crédito para os investidores. As subsidiárias financeiras aplicam os pressupostos significativos relativos aos adiantamentos, as perdas de crédito e taxas de juro médias na estimativa de fluxos de caixa esperados dos *trusts*, que afetam a capacidade de recuperação dos juros retidos em recebíveis de financiamento vendidos. Os valores justos dos juros retidos nas securitizações são estimados pelo cálculo do valor presente dos fluxos de caixa futuros usando uma taxa de desconto proporcional aos riscos envolvidos. Para estimar os fluxos de caixa, a Honda utiliza vários pressupostos significativos, incluindo dados de mercado observáveis, tais como taxas de juros futura, assim como insumos desenvolvidos internamente, tais como velocidades de pré-pagamento, os níveis de inadimplência e perdas de crédito.

- **Orix Corporation:** a empresa realiza periodicamente operações de securitização de recebíveis de locação e recebíveis de empréstimos. Estas securitizações permitem à empresa acesso aos mercados de capital, fornecem fontes alternativas de financiamento e diversificam a base de investidores, bem como ajudam a mitigar riscos de crédito associados aos clientes e riscos associados às flutuações nas taxas de juros. A companhia e suas controladas têm vários ativos financeiros securitizados, tais como contas a receber de arrendamentos financeiros, quotas de empréstimos (empréstimos hipotecários comerciais, empréstimos à habitação e outros) e investimento em valores mobiliários. No processo de securitização, esses ativos financeiros são transferidos para veículos, tais como fundos fiduciários e SPE que emitem títulos lastreados por ativos financeiros aos investidores. Os fluxos de caixa coletados a partir desses ativos transferidos para a SPE são então usados para pagar os juros garantidos pelos ativos e os valores mobiliários. Como os ativos transferidos são

isolados da companhia e suas subsidiárias, os investidores e as SPE não têm direito a outros ativos da companhia e suas controladas, nos casos em que os devedores ou os emissores de transferência dos ativos financeiros não conseguem cumprir os termos originais desses ativos financeiros. A companhia e suas subsidiárias contabilizam a transferência dos ativos financeiros como uma venda, a medida em que outra importância além dos juros é recebida na transferência dos mesmos em troca do controle sobre aqueles. A companhia e suas controladas muitas vezes mantêm interesses (juros) nas SPE, na forma do direitos de usufruto dos *trusts* de securitização. Aqueles interesses que continuam a ser realizados incluem interesses nos ativos transferidos e muitas vezes são subordinados a outras *tranche(s)*<sup>6</sup> da securitização. Esses juros que continuam a ser realizados pela companhia e suas controladas estão sujeitas ao risco de crédito, risco de taxa de juro e risco de pagamento antecipado sobre os ativos financeiros securitizados. Com relação a esses juros subordinados que a companhia e suas controladas mantêm, eles estão subordinados aos investimentos sênior e estão expostos a riscos de crédito diferentes e a pré-pagamento, desde que eles absorvam o risco de queda nos fluxos de caixa dos ativos financeiros transferidos para o SPE para padrões de pagamento dos ativos transferidos. Se houver qualquer excesso de caixa remanescente na SPE após o pagamento aos investidores na operação de titularização levando-se em consideração a taxa contratual de retornos, a maioria deste excedente é distribuído para a companhia e suas subsidiárias para pagamentos dos juros subordinados. A companhia e suas controladas, periodicamente, estimam o valor justo desses juros que continuam a ser realizados e testam se os interesses que continuam a ser mantidos são reembolsáveis.

- **Toyota Motor Corporation:** a Toyota usa seu programa de securitização como parte de seu financiamento através de SPE para suas operações de serviços financeiros. É considerada o principal beneficiário das SPE e, portanto, consolida-as. Os riscos a que a Toyota está exposta incluem: taxa de juros, de crédito e/ou riscos de pré-pagamento. A Toyota reconhece um ganho ou perda com a venda dos recebíveis financeiros sobre a transferência dos recebíveis securitizados para a SPE. A Toyota detém os direitos de manutenção e ganha uma taxa de manutenção contratual de 1% ao

---

<sup>6</sup> Termo em francês que significa fatia, refere-se a uma série ou classe de um título mobiliário de uma operação de securitização com múltiplas séries ou classes.

ano sobre o saldo principal total mensal excepcional dos recebíveis securitizados. Na qualidade de subordinados, a Toyota retém parcelas de juros (*interest-only strips*), títulos subordinados e fundos de reserva de caixa nestas securitizações, estes juros retidos são considerados ativos restritos sujeitos a disposições de recurso limitado e proporcionam um aumento de crédito para os títulos *seniores* de operações de securitização da Toyota. Os juros acumulados não estão disponíveis para satisfazer todas as obrigações da Toyota. Os investidores de securitizações não têm direitos além dos fluxos de caixa contratuais dos recebíveis securitizados da Toyota. A exposição da Toyota aos juros retidos existe até os títulos associados serem pagos na íntegra. Os investidores não recorrerem a outros ativos detidos pela Toyota por inadimplência de devedores das contas a receber na data de vencimento ou de outra forma.

- **Woori Finance Holdings:** a empresa é ativa no mercado coreano de títulos lastreados em ativos. Através da Woori Bank e Woori Investment & Securities, a empresa participa de operações de securitização de ativos na Coreia, agindo como organizador, intermediário ou provedor de liquidez. Os títulos emitidos em operações de securitização de ativos são vendidos principalmente para os investidores institucionais de empresas coreanas através da compra de valores mobiliários. A companhia detém juros retidos em ativos financeiros securitizados através de investimentos em títulos emitidos por veículos de securitização e ações ordinárias de tais veículos. Os investimentos em títulos são classificados como disponíveis para venda e os investimentos em ações comuns são contabilizados usando o método da equivalência patrimonial ou registrados como disponíveis para venda. A companhia determina o justo valor dos juros retidos usando o valor presente dos fluxos de caixa futuros levando em consideração a prioridade dos pagamentos. A companhia utiliza SPE para securitizar empréstimos de forma que transfere empréstimos às SPE que emitem títulos garantidos pelos empréstimos transferidos. Estas SPE são consideradas VIE e geralmente são consolidadas quando a companhia é a principal beneficiária, pois a companhia tem o poder de dirigir as atividades do VIE que mais impactam o desempenho econômico das SPE e possui notas subordinadas que poderiam resultar em perdas potencialmente significativas das SPE. Terceiros detentores de *asset-backed securities* emitidas por VIE consolidadas recorrerem apenas ao ativo do VIE e não recorrerem à companhia.

- **CNH Global NV:** como parte da estratégia de financiamento global, periodicamente a CNH transfere recebíveis financeiros para SPE dentro de seus programas de securitização de ativos. As SPE utilizadas nos programas de securitização diferem de outras entidades incluídas nas demonstrações consolidadas porque os ativos que detêm são isolados. Com a transferência dos recebíveis para a SPE, determinados recebíveis e os fluxos de caixa derivados dos mesmos tornam-se restritos para o uso no cumprimento de obrigações para com os credores da SPE. As SPE têm a propriedade de saldos de caixa que também têm restrições para os seus investidores. Os juros dos recebíveis da SPE são subordinados aos juros de terceiros (investidores). Nenhum dos recebíveis vendidos ou transferidos, direta ou indiretamente, em qualquer dessas transações estão disponíveis para pagar credores da CNH.
- **Doral Financial Corporation:** a Doral Financial vende ou securitiza uma parte dos empréstimos hipotecários residenciais para gerar renda. A companhia rotineiramente origina, securitiza e vende empréstimos hipotecários no mercado secundário. Como resultado deste processo, a companhia normalmente retém os direitos de manutenção e *Interest Only Strips (OI)*. OI representa o valor presente estimado dos fluxos de caixa futuros estimados e mantidos pela companhia, como parte de sua venda passada e atividades de securitização. A companhia não se engaja nesta atividade e classifica os seus *OI's* existentes como títulos para negociação. A fim de determinar o valor dos *OI's*, a companhia utiliza um modelo de avaliação que calcula o valor presente dos fluxos de caixa estimados. O modelo incorpora as suas próprias estimativas da companhia de suposições que participantes do mercado utilizam para determinar o valor justo, incluindo estimativas de velocidades de pré-pagamento, taxas de desconto, taxa de inadimplência e de renda contratual. Alterações no justo valor de *OI's* detidos na carteira de negociação são registrados em ganhos quando incorridos. Ativos de serviços (*servicing assets*) retidos em uma venda ou titularização resultam de acordos contratuais entre a companhia e os investidores em títulos de hipotecas e empréstimos hipotecários. Desde 2007, a companhia registra ativos de hipotecas ao valor justo em uma base recorrente. Considerável julgamento é necessário para determinar o valor justo dos ativos do serviço da companhia. Ao contrário de investimentos altamente líquidos, o valor de mercado dos ativos de manutenção não pode ser facilmente determinado porque estes ativos não são negociados em mercados de valores mobiliários. O valor justo dos ativos de serviços é determinado com base em uma

combinação de informações de mercado sobre a atividade de negociação, *benchmarking* de ativos de serviços e modelagem de fluxo de caixa. A valorização dos ativos de manutenção da companhia incorpora dois conjuntos de hipóteses: (i) hipóteses de mercado derivados para as taxas de desconto, os custos de manutenção, taxa de ganhos judiciais, a taxa de lucro flutuante e custo dos fundos e (ii) pressupostos de mercados derivados ajustados para as características da companhia e o comportamento da carteira de empréstimos, inadimplência e execuções de hipotecas, multas por atraso, pré-pagamentos e penalidades de pagamento adiantado.

O QUADRO 7 apresenta uma síntese das principais características das operações de securitização realizadas. Os resultados da análise qualitativa demonstraram que a maior parte das empresas realiza operações de securitização via *SPE/Trust*, com o intuito de obter diversificação de fontes de financiamento e maior liquidez. Os principais ativos securitizados são recebíveis de cartões de crédito, financiamento de automóveis e hipotecas imobiliárias, independente de a amostra ser formada por empresas financeiras e não financeiras. Todas as empresas utilizaram o *Fair Value* para avaliar o juro retido nas operações de securitização.

Quadro 7 – Síntese das Principais Características das Operações de Securitização Realizadas

<b>Empresa</b>	<b>Setor</b>	<b>Objetivo da Utilização de Operações de Securitização</b>	<b>Ativos Securitizados</b>	<b>Veículo de Securitização</b>	<b>Utilização do <i>Fair Value</i></b>
Irsa	Não Financeiro	Não descreve o objetivo.	Cartões de crédito; empréstimos pessoais; hipotecas e empréstimos pessoais originados por bancos de varejo.	<i>VIE/Trust</i>	X
Bank Of Nova Scotia	Financeiro	Acessar fontes de financiamento alternativas e eficientes; gerenciar liquidez e outros riscos.	Hipotecas residenciais e empréstimos pessoais.	<i>Trust</i>	X
BMO Financial Group	Financeiro	Obter fontes alternativas de financiamento.	Hipotecas residenciais e cartões de crédito canadenses.	<i>VIE/Trust</i>	X
Canadian Imperial Bank Of Commerce	Financeiro	Obter fonte adicional de liquidez; reduzir a exposição aos riscos e aliviar o capital regulatório.	Hipotecas residenciais; hipotecas comerciais e recebíveis de cartões de crédito.	<i>SPE</i>	X



Royal Bank Of Canadá	Financeiro	Diversificar as fontes de financiamento; melhorar a posição de liquidez e gerenciar riscos e financiamentos.	Cartões de crédito e hipotecas residenciais.	<i>SPE/VIE</i>	X
Telus Corporation	Não Financeiro	Financiar necessidades de capital futuro.	Recebíveis	-	X
Toronto Dominion Bank	Financeiro	Melhorar a posição de liquidez; diversificar as fontes de financiamento e otimizar a gestão do balanço.	Hipotecas residenciais; empréstimos pessoais e hipotecas comerciais.	<i>SPE/Trust</i>	X
HDFC Bank Limited	Financeiro	Garantir liquidez e crédito.	Recebíveis de empréstimos.	<i>SPE</i>	X
ICICI Bank Ltda	Financeiro	Proporcionar aumento de crédito.	Empréstimos comerciais.	<i>Trust</i>	X
Hitachi Ltda	Não Financeiro	Obter maior liquidez para o acesso ao mercado de capitais.	Contas a receber de locações; contas a receber e outros ativos financeiros.	<i>SPE</i>	X
Honda Motor Co.	Não Financeiro	Acelerar o recebimento dos valores relacionados aos recebíveis financeiros.	Recebíveis financeiros.	<i>SPE/Trust</i>	X
Orix Corporation	Financeiro	Acessar mercados de capital; fornecer fontes alternativas de financiamento; diversificar a base de investidores e ajudar a mitigar riscos de crédito associados aos clientes e riscos associados às flutuações nas taxas de juros.	Arrendamentos financeiros; quotas de empréstimos hipotecários comerciais e residenciais e investimentos em valores mobiliários.	<i>SPE</i>	X
Toyota Motor Corporation	Não Financeiro	Obter Financiamento.	Recebíveis financeiros.	<i>SPE</i>	X
Woori Finance Holdings	Financeiro	Não descreve o objetivo.	Recebíveis financeiros/empréstimos.	<i>SPE/VIE</i>	X
CNH Global NV	Não Financeiro	Obter Financiamento Global.	Recebíveis financeiros.	<i>SPE</i>	X
Doral Financial Corporation	Financeiro	Gerar renda.	Empréstimos hipotecários residenciais.	-	X

Fonte: Elaborado pela autora.

## 4.2 Descrição da Composição da Amostra e Tamanho dos Ganhos Reconhecidos

A TAB. 9 apresenta a quantidade de empresas analisadas por setor e o percentual de cada setor em relação ao total de empresas da amostra.

Tabela 9 – Composição da Amostra por Setor.

Setor	Nº	%
Financeiro	10	62,50%
Não Financeiro	6	37,50%
<b>Total:</b>	<b>16</b>	<b>100.00%</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme a TAB. 9, verifica-se que a maior parte das empresas analisadas pertence ao setor Financeiro representando 62,50% da amostra. Da mesma forma, no trabalho de DMS (2010) a maior parte das empresas analisadas eram instituições financeiras, representando 52,78% da amostra.

Segundo DMS (2010) o “volume” dos ganhos reconhecidos, o ganho de securitização dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior, demonstra a importância econômica do efeito do ganho no resultado, para o qual se espera ser positivo. Conforme a TAB. 3 verifica-se que o resultado é positivo para todas as observações da amostra, confirmando o previsto nesta pesquisa, com base em DMS (2010).

Tabela 10 – Ganho de Securitização dividido pelo Patrimônio Líquido do Ano Anterior

Empresa	Ganho de Securitização dividido pelo Patrimônio Líquido do Ano Anterior			
	2007	2008	2009	2010
Irsa	0.0021	-	-	0.0171
The Bank Of Nova Scotia	-	0.0035	0.0181	0.0031
BMO Financial Group - Residential Mortgages	0.0041	0.0088	0.0185	0.0065
BMO Financial Group - Credit card loans	0.0188	0.0182	0.0419	0.0288
Canadian Imperial Bank Of Commerce - Residential Mortgages	0.0091	0.0115	0.0177	0.0204
Canadian Imperial Bank Of Commerce – Cards	0.0382	0.0232	0.0259	0.0261
Royal Bank Of Canadá	0.0140	0.0151	0.0442	0.0218
Telus Corporation	0.0842	0.0348	0.0810	0.0556
Toronto Domínion Bank - Residential Mortgage Loans	0.0084	0.0028	0.0157	0.0104
Toronto Domínion Bank - Personal Loans	0.0082	0.0025	0.0015	0.0029
HDFC Bank Limited	-	0.0030	0.0098	0.0004
ICICI Bank Ltda	0.0003	0.0006	0.0075	0.0113
Hitachi Ltda	0.0074	0.0088	0.0063	0.0109
Honda Motor Co.	0.0003	0.0025	-	-
Orix Corporation - Direct Financing Leases	0.0072	0.0071	0.0045	0.0046
Orix Corporation - Installment loans	0.0019	0.0024	0.0011	0.0016
Orix Corporation - Investment in securities	0.0046	0.0040	0.0027	0.0023
Toyota Motor Corporation	0.0002	0.0002	-	-
Woori Finance Holdings	0.0017	0.0002	0.0026	0.0077
CNH Global NV	0.0340	0.0087	0.0192	-
Doral Financial Corporation - Servicing Assets	0.0229	-	0.0324	0.0239
Doral Financial Corporation - Interest-Only Strips	0.0066	0.0053	0.0068	0.0071

Fonte: Elaborado pela autora.

### 4.3 Estatística Descritiva e Análise de Correlação das Variáveis

A TAB. 11 apresenta algumas estatísticas descritivas (média, mediana, desvio padrão, variância, mínimo e máximo) do ganho dividido pelo patrimônio líquido do ano anterior bem como para os determinantes econômicos dos ganhos de securitização.

Tabela 11 – Estatísticas Descritivas das Variáveis

<i>Variáveis</i>	<i>Securitization Gain</i>	<i>Pre-securitization earnings</i>	$\Delta$ <i>Pre-securitization earnings</i>	<i>Indust gains</i>	<i>Adverse change/RI</i>	<i>MKT_Vol</i>	<i>Discount rate</i>	<i>Pre Sec FCF</i>
Média	0.0116	0.0747	0.0066	0.0063	0.0830	0.1178	0.0684	-0.4462
Mediana	0.0069	0.1004	0.0180	0.0052	0.0563	0.0965	0.0510	-0.1531
Desvio padrão	0.0164	0.1366	0.1371	0.0041	0.0938	0.0824	0.0419	1.1445
Variância	0.0003	0.0187	0.0188	0.0000	0.0088	0.0068	0.0018	1.3099
Mínimo	-0.0217	-0.3612	-0.3716	0.0010	0.0000	0.0330	0.0050	-4.2639
Máximo	0.0842	0.3086	0.6608	0.0144	0.4229	0.4302	0.2238	1.6392
Nº	88	88	88	88	88	88	88	88

Fonte: Elaborado pela autora.

Nota: A variável *Segment* não foi incluída nas análises de estatísticas descritivas, pois, seu valor foi igual a 1 (um) para todas as observações da amostra, o que significa que todas as empresas analisadas possuem mais de um segmento operacional.

Conforme a TAB. 11, verifica-se que a média do *Securitization Gain* é de apenas 1,16% do patrimônio líquido, diferentemente do encontrado por DMS (2010), cuja média foi de 10%. A média da variável *Indust\_Gains* é inferior a 1% do patrimônio líquido apresentando-se inferior ao resultado encontrado por DMS (2010) que foi de aproximadamente 5%. Quanto a variável *Adverse\_Change/RI* constata-se que a média é de 8,3% do lucro retido, também inferior ao encontrado por DMS (2010) que foi de 13%, o que implica que para uma mudança de 20% em um pressuposto fundamental para a apuração do lucro retido – a taxa de desconto, por exemplo – o juro retido sofre uma mudança de aproximadamente 8,3%. A média encontrada da variável *Discount\_rate* (6,84%) também foi inferior ao apresentado no trabalho de DMS (2010) aproximadamente 11,78%.

De acordo com os resultados apresentados, nota-se que existem diferenças significativas entre a amostra utilizada nesta pesquisa e a amostra utilizada por DMS (2010). Conforme demonstrado anteriormente, os valores médios encontrados em relação à maioria das variáveis analisadas se mostraram inferiores aos encontrados por DMS (2010). Tais diferenças podem estar relacionadas aos tipos de empresas analisadas, no caso deste estudo (empresas estrangeiras listadas na NYSE), ao volume de operações realizadas, ao tipo de ativos securitizados e ao período analisado. Ressalta-se que tais diferenças podem interferir nos resultados das regressões a serem estimadas no item 4.4, de forma que o  $R^2$  e o efeito das variáveis explicativas (coeficientes com sinais inversos e/ou estatisticamente não significativos) poderão não ser os mesmos se comparados aos resultados obtidos por DMS (2010).

A TAB. 12 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis do modelo.

Tabela 12 – Correlação entre as Variáveis do Modelo

Correlação entre as variáveis do modelo								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Securitization Gain</i> (1)	1.00							
<i>Pre-securitization earnings</i> (2)	0.00	1.00						
$\Delta$ <i>Pre-securitization earnings</i> (3)	0.04	0.39	1.00					
<i>Indust_gains</i> (4)	<b>0.11</b>	0.04	0.16	1.00				
<i>Adverse_change/RI</i> (5)	-0.12	0.15	-0.04	<b>0.22</b>	1.00			
<i>MKT_Vol</i> (6)	-0.09	-0.60	-0.18	<b>0.12</b>	-0.06	1.00		
<i>Discount_rate</i> (7)	-0.18	-0.27	-0.13	-0.03	<b>0.06</b>	<b>0.39</b>	1.00	
<i>Pre_Sec_FCF</i> (8)	0.17	-0.43	0.01	0.14	-0.28	0.42	0.13	1.00

Fonte: Elaborado pela autora.

Nota: espera-se que *Securitization Gain* seja positivamente correlacionado com *Indust\_Gains*, com as medidas de volatilidade/risco do mercado (*Adverse\_change/RI* e *Mkt\_Vol*) e com *Discount\_Rate*. Espera-se ainda, que *Discount\_rate* e *Indust\_Gain* sejam positivamente correlacionadas com as medidas de risco (*Adverse\_change/RI* e *Mkt\_Vol*) e que a medida de importância da atividade de securitização (*Pre\_Sec\_FCF*) seja negativamente correlacionada com *Securitization Gain* (baseado em DMS, 2010). A variável *Segment* não foi incluída na análise de correlação, pois, seu valor foi igual a 1 (um) para todas as observações da amostra, o que significa que todas as empresas analisadas possuem mais de um segmento operacional.

Conforme a TAB. 12, verifica-se que *Securitization Gain* é positivamente correlacionado com *Indust\_gains*, conforme previsto. No entanto, quanto à correlação de *Securitization Gain* com as variáveis *Disconunt\_Rate*, *Adverse\_change/RI*, *MKT\_Vol* e *Pre\_Sec\_FCF* os sinais previstos não se confirmaram. Verifica-se ainda, conforme previsto, que *Indust\_Gains* e *Discount\_rate* são positivamente correlacionados com as medidas de risco/volatilidade *Adverse\_change/RI* e *MKT\_Vol*.

DMS (2010) acrescentam que a taxa de desconto é um pressuposto fundamental para determinar o valor justo dos juros retidos. Segundo os autores, *ceteris paribus*, menores taxas de desconto devem ser associadas a maiores ganhos ou perdas menores. No entanto, como as taxas de desconto são afetadas por fatores econômicos, bem como pelo critério utilizado pelos gestores, os autores encontraram uma correlação negativa entre as empresas que apresentaram perdas de securitização com a taxa de desconto, sugerindo que as empresas que relatam grandes perdas utilizam maiores taxas de desconto. Encontraram, ainda, uma correlação positiva entre *Discount\_rate* e *Securitization Gain*, sugerindo que as empresas que relatam grandes ganhos também utilizam maiores taxas de desconto. Ressalta-se que tal situação pode estar associada à seleção adversa e/ou comportamento oportunístico dos gestores.

A TAB. 13 apresenta a taxa média de desconto para todas as empresas da amostra, bem como a taxa média para as empresas que relataram perdas de securitização e para as que relataram ganhos, respectivamente. Apresenta, ainda, a correlação da taxa de desconto com as perdas e os ganhos de securitização.

Tabela 13 – Taxa Média de Desconto e Correlação da Taxa Desconto com Ganho e Perda de Securitização

<b>Taxa Média de Desconto e Correlação da Taxa de Desconto com Ganho e Perda de Securitização</b>			
	<b>Todas as Empresas</b>	<b>Empresas que Relataram Perda</b>	<b>Empresas que Relataram Ganho</b>
Taxa Média de Desconto	6.84%	10.76%	6.62%
Correlação	-0.18	0.27	-0.15
Observações	88	5	78

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme a TAB. 13, verifica-se que na amostra pesquisada a correlação entre perdas e taxa de desconto (média) apresentou-se positiva contrariando as expectativas apresentadas por DMS (2010). Da mesma forma, contrariamente ao esperado a correlação entre o ganho de securitização e a taxa de desconto se mostrou negativa. A taxa média de desconto para todas as empresas da amostra foi de 6,84%, inferior ao encontrado por DMS (2010) cuja taxa média foi de 11,78%. A taxa média de desconto utilizada pelas empresas que relataram perda (10,76%) foi superior à taxa encontrada por DMS (2010) a qual alcançou 8,68%. Quanto à taxa média de desconto das empresas que relataram ganho de securitização, o percentual apresentado 6,62% foi inferior ao identificado por DMS (2010) que atingiu 12,38%. Dessa forma, não se pode afirmar que as empresas que apresentam maiores taxas de desconto relatam ganhos ou perdas maiores, uma vez que as correlações esperadas não foram confirmadas na amostra pesquisada.

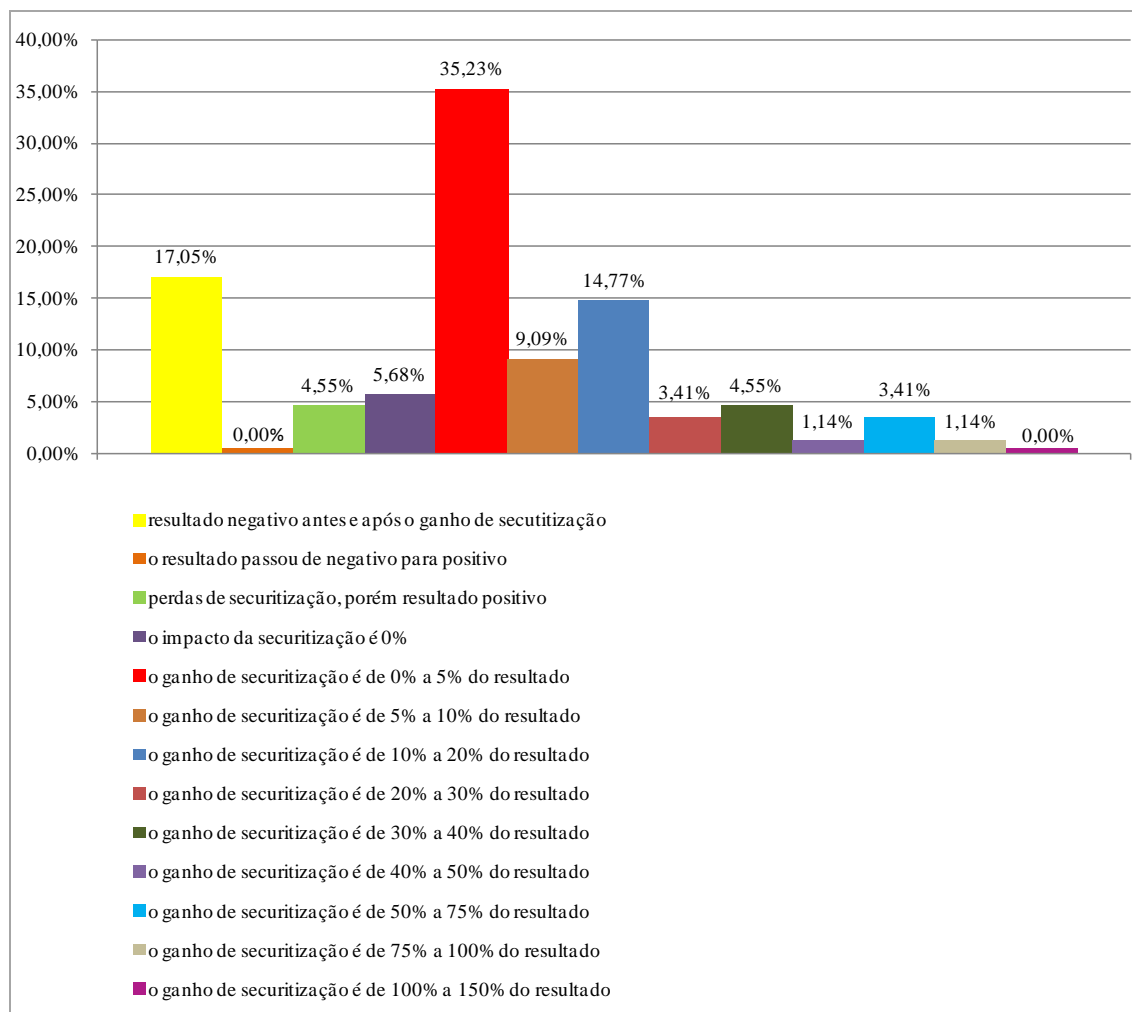
Este é mais um indício das diferenças identificadas entre as características das empresas analisadas e as empresas integrantes do trabalho de DMS (2010), que podem estar relacionadas ao volume e ao tipo de operações realizadas pelas empresas. Cumpre ressaltar aqui a questão relativa à liquidez, pois apesar de ser um dos principais motivos a levar as empresas a realizarem operações de securitização, pode não ser tão significativa na amostra desta pesquisa. Considerando-se que as empresas analisadas podem ser mais robustas em termos de liquidez, as operações de securitização não seriam as principais em termos de proporcionar maior liquidez a estas empresas. Desta forma, não seriam significativas, devido ao baixo custo *versus* benefício percebido pelos gestores.

O GRAF. 1 demonstra o efeito dos ganhos ou perdas reportados no resultado das empresas analisadas. Nota-se que a maior parte das empresas (35,23%) reportou ganhos de securitização que estão entre 0% e 5% do resultado. Da mesma forma, em DMS (2010) a maior parte das empresas (26%) reportaram ganhos que estão entre 0% e 5% do resultado. Ressalte-se que em 17,05% das empresas o resultado permaneceu negativo antes e após o ganho de securitização, enquanto que em DMS (2010) esse percentual alcançou apenas 8%. Nota-se ainda que em 14,77% das empresas analisadas o ganho de securitização se apresentou entre 10% e 20% do resultado contra apenas 7%, no trabalho de DMS (2010). Destaca-se ainda, que em nenhuma das empresas analisadas o resultado passou de negativo para positivo após o cômputo do ganho de securitização, diferentemente do encontrado, no trabalho de

DMS (2010), em que 13% das empresas analisadas o ganho de securitização impactou o resultado de forma a transformá-lo de negativo para positivo.

Este ponto merece destaque no contexto de *Earnings Management*, uma vez que esta é uma das situações possíveis em termos de gerenciamento. Assim, reverter os resultados negativos é algo esperado, o que é consistente com uma das modalidades de *Earnings Management* apontadas por Martinez (2001), o *Target Earnings* (gerenciamento para aumentar (melhorar) ou diminuir (piorar) os resultados contábeis, com a finalidade de atingir determinadas metas de referência, que podem situar-se acima ou abaixo do resultado apurado).

Gráfico 1 – Distribuição do Efeito dos Ganhos ou Perdas Relatados no Resultado



Fonte: Elaborado pela autora.



Com base nos resultados encontrados nesta seção, pode-se inferir que existem características distintas entre as empresas analisadas no presente estudo e a amostra utilizada por DMS (2010). Diferenças como: valores médios das variáveis utilizadas, inferiores aos encontrados por DMS (2010); não confirmação das correlações esperadas entre as variáveis *Discount\_Rate*, *Adverse\_change/RI*, *MKT\_Vol* e *Pre\_Sec\_FCF*; diferenças nos percentuais médios em relação às taxas de desconto utilizadas tanto para empresas que reconheceram perdas quanto para as que reconheceram ganhos; correlação positiva entre as perdas e a taxa de desconto (média) contrariando as expectativas; correlação negativa entre *Securitization Gain* e *Discount\_rate*, também contrária ao esperado e o fato de que em nenhuma das empresas analisadas o resultado ter sido alterado de negativo para positivo após o cômputo do ganho de securitização, podem estar relacionadas aos tipos de empresas analisadas, ao volume de operações realizadas, ao tipo de ativos securitizados, ao período analisado e ao objetivo de se utilizar operações de securitização. Tais diferenças, como já salientado, podem interferir nos resultados das regressões a serem estimadas, de forma que os resultados deste estudo, se comparados aos resultados obtidos por DMS (2010), podem não ser os mesmos.

Tal situação ressalta a necessidade de se fazerem maiores testes e análises de diversas situações ou amostras para que se possam generalizar os achados com base em uma amostra, mesmo que significativa estatisticamente ou empiricamente. A importância desta pesquisa está em avaliar se as hipóteses do estudo de DMS (2010) podem ser mantidas, se alteradas as condições da amostra, permitindo testar a validade e efetividade dos resultados, bem como da metodologia utilizada.

#### **4.4 Análise dos Resultados das Regressões e Estimadores**

Conforme descrito no item 3.3, a relação entre os ganhos de securitização e os incentivos para a prática do *Earnings Management* foi analisada por meio das regressões (1) e (2). Foram realizados testes para identificar heterocedasticidade (*Teste de White*) e autocorrelação (*Teste BG – Breusch-Godfrey*), e quando identificadas foram aplicadas as correções de *White* e de *Newey West*, respectivamente. Foram realizados ainda, testes de multicolinearidade (*Teste VIF – Variance Inflating Factor*), de erro de especificação do modelo (*Teste RESET – Regression Specification Error Test*) e de variáveis omitidas (*Teste da Razão de*

*Verossimilhança – Likelihood Ratio Test – LR*). O problema da multicolinearidade não foi identificado, no entanto os testes *RESET* e *LR* apresentaram indícios de problemas de erro de especificação do modelo e variáveis omitidas. Foram testadas formas funcionais alternativas, como: quadrática e inversa, no entanto tais formas não apresentaram resultados satisfatórios. Ressalte-se que a forma logarítmica não pôde ser aplicada devido ao fato de existirem valores negativos entre as variáveis testadas. Quanto ao problema de variáveis omitidas, foi incluída apenas uma variável *Dummy* para captar os efeitos da crise. As regressões foram estimadas por meio do Método de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) utilizando-se dados empilhados do período de 2007 a 2010.

As TAB.(s) 14 a 18 apresentam resultados quando a variável independente é o Resultado Pré-Securitização, para qual espera-se que o coeficiente associado a tal variável seja negativo conforme DMS (2010). A regressão 1.1 assume que o ganho seja inteiramente gerenciado.

$$1.1 \quad GS = \alpha + \beta_1 PSE + \varepsilon$$

Tabela 14 – Resultado da Regressão 1.1

	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Probabilidade</b>
$\alpha$	0,0132	0,0033	4,0056	0,0002
$\beta_1$ PSE	0,0122	0,0079	1,5491	0,1268
$R^2$	0,0089			
$R^2$ Ajustado	- 0,0081			

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com os resultados apresentados na TAB. 14, nota-se que a relação negativa entre o SG (*Securitization Gain*) e PSE (*Pre-scuritization earnings*) prevista por DMS (2010) não pôde ser confirmada na regressão 1.1 para a amostra analisada. Nota-se que o coeficiente associado à variável PSE se mostrou positivo e estatisticamente não significativo a um nível

de significância de 5%. Verifica-se ainda, que o  $R^2$  foi muito pequeno, demonstrando que a variável “PSE” possui baixo poder de explicação sobre a variável dependente “SG”.

As regressões 1.2 a 1.5 incluem as variáveis de controle as quais são destinadas a isolar o componente discricionário do ganho. Da mesma forma, conforme DMS (2010) espera-se que o coeficiente da variável PSE seja negativo. A regressão 1.2 inclui *proxies* para o nível médio dos ganhos IG (*Indust\_Gains*), volatilidade/risco do mercado *MKT\_VOL* e importância da atividade de securitização *P\_S\_FCF* (*Pre\_Sec\_FCF*).

$$1.2 \quad SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_4 MKT\_VOL + \beta_6 P\_S\_FCF + \varepsilon$$

Tabela 15 – Resultado da Regressão 1.2

	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Probabilidade</b>
$\alpha$	0,0013	0,0072	0,1795	0,8582
$\beta_1$ PSE	0,0305	0,0221	1,3814	0,1727
$\beta_2$ IG	1,4637	0,5662	2,5848	0,0124
$\beta_4$ MKT_VOL	- 0,0354	0,0224	- 1,5752	0,1209
$\beta_6$ P_S_FCF	0,0020	0,0016	1,2715	0,2089
$R^2$	0,3535			
$R^2$ Ajustado	0,3065			

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com os resultados da TAB. 15 nota-se que a relação entre SG e PSE se mantém positiva contrariando as expectativas apresentadas por DMS (2010). A variável IG foi a única que se comportou conforme esperado, apresentando-se positiva e estatisticamente significativa a um nível de 5%. As variáveis *MKT\_VOL* e *P-S\_FCF* se mostraram com sinais inversos ao esperado e estatisticamente não significativas. Nota-se que apesar de apresentar

apenas uma variável significativa (*IG*) o  $R^2$  foi de 35,35% demonstrando o poder de explicação desta variável.

A regressão 1.3 inclui *proxies* para o nível médio dos ganhos (*IG*), taxa de desconto (*DR*) e importância da atividade de securitização (*P\_S\_FCF*).

$$1.3 \quad SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_5 DR + \beta_6 P\_S\_FCF + \varepsilon$$

Tabela 16 – Resultado da Regressão 1.3

	Coefficientes	Erro padrão	Estatística t	Probabilidade
$\alpha$	- 0,0047	0,0090	- 0,5315	0,5972
$\beta_1$ PSE	0,0404	0,0220	1,8351	0,0719
$\beta_2$ IG	1,5572	0,6099	2,5532	0,0135
$\beta_5$ DR	- 0,0042	0,0530	- 0,0795	0,9369
$\beta_6$ P_S_FCF	0,0011	0,0015	0,7444	0,4598
$R^2$	0,3361			
$R^2$ Ajustado	0,2878			

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme resultados apresentados na TAB. 16, nota-se que a única variável que se mostrou estatisticamente significativa a um nível de 5%, foi novamente *IG* mantendo-se com sinal previsto (+). PSE se manteve positivo e passou a ser estatisticamente significativo a um nível de 10%. A variável *DR* apesar de apresentar o sinal previsto (-) não foi estatisticamente significativa ao nível adotado (5%). A *proxy* para a importância da atividade de securitização (*P\_S\_FCF*) não apresentou o sinal esperado e também não foi estatisticamente significativa ao nível de 5%. Nota-se que o  $R^2$  se manteve acima de 30%, reforçando o poder de explicação da variável *IG*.

A regressão 1.4 inclui *proxies* para o nível médio dos ganhos (*IG*) e volatilidade/risco do mercado (*ADV/RI*). A variável *SEG* não foi incluída na regressão 1.4, pois, seu valor foi igual a 1 (um) para todas as observações da amostra, o que significa que todas as empresas analisadas possuem mais de um segmento operacional.

$$1.4 \quad SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \varepsilon$$

Tabela 17 – Resultado da Regressão 1.4

	Coefficientes	Erro padrão	Estatística t	Probabilidade
$\alpha$	- 0,0036	0,0058	- 0,6255	0,5341
$\beta_1$ PSE	0,0391	0,0178	2,1912	0,0326
$\beta_2$ IG	1,5576	0,5371	2,8997	0,0053
$\beta_3$ ADV/RI	- 0,0191	0,0141	- 1,3547	0,1809
R <sup>2</sup>	0,3441			
R <sup>2</sup> Ajustado	0,3089			

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com os resultados da TAB. 17 a variável PSE se manteve positiva e apresentando-se estatisticamente significativa a um nível de 5%. A variável *IG* permaneceu com o sinal positivo e estatisticamente significativa ao nível adotado (5%). Já a variável *ADV/RI* apresentou sinal inverso ao esperado e estatisticamente não significativa. O R<sup>2</sup> alcançou 34,41%, ou seja, manteve-se acima de 30%.

Finalmente a regressão 1.5 inclui *proxies* para nível médio dos ganhos (*IG*), volatilidade/risco do mercado (*ADV/RI*) e e importância da atividade de securitização (*P\_S\_FCF*).

$$1.5 \quad SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_6 P\_S\_FCF + \varepsilon$$

Tabela 18 – Resultado da Regressão 1.5

	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Probabilidade</b>
$\alpha$	- 0,0033	0,0060	- 0,5571	0,5797
$\beta_1$ PSE	0,0412	0,0194	2,1148	0,0390
$\beta_2$ IG	1,5309	0,5492	2,7874	0,0073
$\beta_3$ ADV/RI	- 0,0177	0,0151	- 1,1722	0,2461
$\beta_6$ P_S_FCF	0,0008	0,0015	0,5157	0,6081
R <sup>2</sup>	0,3461			
R <sup>2</sup> Ajustado	0,2985			

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme resultados apresentados na TAB. 18, nota-se que as variáveis “PSE” e “IG” permaneceram positivas e estatisticamente significativas ao nível de 5%. A variável *ADV/RI* apresentou sinal negativo, contrário ao esperado e não se mostrou significativa ao nível de 5%. A variável *P\_S\_FCF* apresentou-se com sinal inverso ao esperado e estatisticamente não significativa. O R<sup>2</sup> foi de 34,61%.

De acordo com os resultados apresentados nas Tabelas 14 a 18, nota-se que a relação negativa esperada entre a variável dependente “SG” e a variável independente “PSE” não se confirmou em nenhuma das regressões apresentadas, contrariando as expectativas apresentadas por DMS (2010). Verifica-se ainda que a inclusão da variável *IG* foi significativa em todas as regressões, contribuindo de forma expressiva para explicar a variável dependente. Portanto, com base nos resultados apresentados nas regressões 1.1 a 1.5 verificou-se que o modelo proposto por DMS (2010) não fornece evidências capazes de sustentar a hipótese de que os gestores utilizam as regras de contabilização do *Fair Value* para suavizar os resultados (*Income Smoothing*) por meio do gerenciamento das receitas de securitização de ativos. O modelo se propõe a identificar a presença ou não de suavização/alisamento de resultados, no entanto se mostrou ineficiente, uma vez que com base nas variáveis analisadas e nos

resultados apresentados não se pode concluir a respeito da presença ou não de tal prática nas empresas analisadas.

Nesse sentido, Barth e Taylor (2010) criticam o fato de DMS (2010) encontrarem esta relação negativa e interpretá-la com um indicativo de que os gestores manipulam as estimativas do valor justo, pois, segundo eles, não está claro que os testes realizados suportam tal inferência. Segundo os autores os testes fornecem evidências de uma correlação negativa entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização, que é coerente com o alisamento dos ganhos (*Income Smoothing*), mas não abordam a fonte desta correlação. Sendo assim, Barth e Taylor (2010) apresentam duas explicações para a correlação negativa entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização, as quais não envolvem a manipulação das estimativas de valor justo: o “real gerenciamento de lucros” e uma relação mecânica entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização.

Segundo Barth e Taylor (2010) o ganho de securitização não é, por si só, prova de que os gestores utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para gerir os resultados. Em primeiro lugar, o rendimento de securitização pode refletir o rendimento econômico da empresa e, em segundo lugar, o ganho de securitização pode refletir ganhos ou perdas sobre os ativos securitizados que, anteriormente, não eram reconhecidos, pois os ativos foram medidos por meio de algum tipo de custo histórico ao longo dos exercícios. Neste caso, o ganho de securitização é resultante das regras de contabilização do custo histórico, em que os ganhos e perdas não são reconhecidos até que haja uma transação que acione seu reconhecimento, e não as regras de contabilização do valor justo.

Os autores acrescentam que essas fontes potenciais de ganhos de securitização levantam a possibilidade de que as empresas podem participar do “real gerenciamento de lucros” relacionado com os ganhos de securitização, o que significa que as empresas realizam operações que alteram o resultado do período, mas não manipulam as estimativas do valor justo. Tal fato levanta a possibilidade de que os resultados encontrados por DMS (2010) podem ser explicados pelo envolvimento das empresas no “real gerenciamento de lucros” – que pode resultar em uma correlação negativa entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização sem que ocorra manipulação das estimativas do *Fair Value*.

Ainda, segundo Barth e Taylor (2010) os achados de DMS (2010) poderiam ser explicados pela construção do ganho de securitização e do resultado pré-securitização. Ressalte-se que o ganho de securitização e o resultado pré-securitização são escalonados pelo valor contábil do patrimônio líquido do ano anterior. No entanto, supondo que as empresas necessitam de capital para gerar lucro, a escala de valor contábil do patrimônio líquido, ou seja, a *proxy* para o capital, poderia resultar numa situação em que o ganho de securitização seja “mecanicamente” negativo em relação ao resultado pré-securitização. Segundo os autores, a intuição para esta possibilidade é de que as empresas necessitam de capital para gerar lucro e então a fração do capital que se utiliza para projetos de securitização será uma fração a menos do capital utilizada para projetos não relacionados às operações de securitização.

As TAB.(s) 19 a 23 apresentam resultados quando a variável independente é a “ $\Delta PSE$ ”, para a qual se espera que o coeficiente associado a tal variável também seja negativo conforme DMS (2010). A regressão 2.1 utiliza a “ $\Delta PSE$ ” como incentivo para a prática de “*Earnings Management*”.

$$2.1 \quad SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \varepsilon$$

Tabela 19 – Resultado da Regressão 2.1

	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Probabilidade</b>
$\alpha$	0,0142	0,0036	3,8664	0,0003
$\beta_1 \Delta PSE$	0,0063	0,0043	1,4566	0,1506
$R^2$	0,0029			
$R^2$ Ajustado	- 0,0142			

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com os resultados apresentados na Tabela 19, nota-se que a relação negativa entre a variável dependente “ $SG$ ” e a variável independente “ $\Delta PSE$ ” prevista por DMS (2010) não pôde ser confirmada na regressão 2.1 para a amostra analisada. Nota-se que o coeficiente



associado à variável “ $\Delta PSE$ ” apresentou-se positivo e estatisticamente não significativo a um nível de significância de 5%. Verifica-se ainda, que o  $R^2$  foi muito baixo, demonstrando que a variável “ $\Delta PSE$ ” possui baixo poder de explicação sobre a variável explicada “ $SG$ ”, semelhante ao resultado do modelo anterior.

Da mesma forma como nas regressões 1.2 a 1.5 as regressões 2.2 a 2.5 incluem as variáveis de controle, destinadas a isolar o componente discricionário do ganho. Conforme DMS (2010) espera-se que o coeficiente associado à variável “ $\Delta PSE$ ” seja negativo em todas as regressões. A regressão 2.2 inclui *proxies* para o nível médio dos ganhos ( $IG$ ), volatilidade/risco do mercado ( $MKT\_VOL$ ) e importância da atividade de securitização ( $P\_S\_FCF$ ).

$$2.2 \quad SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_4 MKT\_VOL + \beta_6 P\_S\_FCF + \varepsilon$$

Tabela 20 – Resultado da Regressão 2.2

	Coefficientes	Erro padrão	Estatística t	Probabilidade
A	0,0083	0,0064	1,2971	0,2000
$\beta_1 \Delta PSE$	- 0,0024	0,0158	- 0,1574	0,8755
$\beta_2 IG$	1,2887	0,6500	1,9824	0,0524
$\beta_4 MKT\_VOL$	- 0,0594	0,0189	- 3,1376	0,0027
$\beta_6 P\_S\_FCF$	0,0017	0,0014	1,2023	0,2344
$R^2$	0,3194			
$R^2$ Ajustado	0,2699			

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com os resultados da TAB. 20 nota-se, que com a inclusão das variáveis de controle  $IG$ ,  $MKT\_VOL$  e  $P\_S\_FCF$  o sinal da variável da “ $\Delta PSE$ ” passou a ser negativo, no entanto a variável não se mostrou estatisticamente significativa. A variável  $IG$  foi a única que

se comportou conforme esperado, apresentando-se positiva e estatisticamente significativa a um nível de 5%. As variáveis *MKT\_VOL* e *P-S\_FCF* se mostraram com sinais inversos ao esperado e somente a variável *MKT\_VOL* se apresentou estatisticamente significativa ao nível de 5%. O  $R^2$  da regressão foi de 31,94%.

A regressão 2.3 inclui *proxies* para o nível médio dos ganhos (*IG*), taxa de desconto (*DR*) e importância da atividade de securitização (*P\_S\_FCF*).

$$2.3 \quad SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_5 DR + \beta_6 P\_S\_FCF + \varepsilon$$

Tabela 21 – Resultado da Regressão 2.3

	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Probabilidade</b>
A	0,0033	0,0073	0,4554	0,6506
$\beta_1 \Delta PSE$	0,0001	0,0173	0,0067	0,9946
$\beta_2 IG$	1,2710	0,6836	1,8592	0,0683
$\beta_5 DR$	- 0,0440	0,0402	- 1,0942	0,2786
$\beta_6 P\_S\_FCF$	- 0,0003	0,0013	- 0,2227	0,8245
$R^2$	0,2654			
$R^2$ Ajustado	0,2119			

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com os resultados apresentados na TAB. 21 a variável “ $\Delta PSE$ ” se apresentou com sinal positivo e estatisticamente não significativa ao nível de 5%. A variável “*IG*” se manteve com o sinal positivo conforme previsto, no entanto, não se mostrou estatisticamente significativa ao nível de 5%, sendo significativa apenas se considerado um nível de 10%. As variáveis “*DR*” e “*P\_S\_FCF*” apesar de apresentarem os sinais previstos (-) não foram

estatisticamente significativas ao nível adotado (5%). Nota-se que o  $R^2$  ficou abaixo dos 30% alcançando 26,54%.

A regressão 2.4 inclui *proxies* para o nível médio dos ganhos (*IG*) e volatilidade/risco do mercado (*ADV/RI*). A variável *SEG* não foi incluída na regressão 2.4, pois, seu valor foi igual a 1 (um) para todas as observações da amostra, o que significa que todas as empresas analisadas possuem mais de um segmento operacional.

$$2.4 \quad SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \varepsilon$$

Tabela 22 – Resultado da Regressão 2.4

	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Probabilidade</b>
A	0,0016	0,0056	0,2960	0,7683
$\beta_1 \Delta PSE$	0,0008	0,0172	0,0464	0,9631
$\beta_2 IG$	1,3064	0,6279	2,0802	0,0421
$\beta_3 ADV/RI$	- 0,0146	0,0139	- 1,0499	0,2983
$R^2$	0,2634			
$R^2$ Ajustado	0,2240			

Fonte: Elaborado pela autora.

Conforme resultados apresentados na TAB. 22 a variável *IG* apresentou sinal esperado (+) e foi a única variável que se mostrou estatisticamente significativa ao nível de 5%. A variável “*ΔPSE*” se manteve positiva e estatisticamente não significativa ao nível adotado (5%). A variável *ADV/RI* se apresentou com sinal inverso ao esperado e estatisticamente não significativa. O  $R^2$  se manteve abaixo dos 30%, atingindo 26,34%.

Por fim, a regressão 2.5 inclui *proxies* para nível médio dos ganhos (*IG*), volatilidade/risco do mercado (*ADV/RI*) e importância da atividade de securitização (*P\_S\_FCF*).

$$2.5 \quad SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_6 P\_S\_FCF + \varepsilon$$

Tabela 23 – Resultado da Regressão 2.5

	<b>Coefficientes</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Estatística t</b>	<b>Probabilidade</b>
A	0,0010	0,0061	0,1746	0,8620
$\beta_1 \Delta PSE$	0,0009	0,0174	0,0531	0,9578
$\beta_2 IG$	1,3450	0,6652	2,0218	0,0481
$\beta_3 ADV/RI$	- 0,0162	0,0154	- 1,0555	0,2958
$\beta_6 P\_S\_FCF$	- 0,0007	0,0013	- 0,5743	0,5681
$R^2$	0,2656			
$R^2$ Ajustado	0,2122			

Fonte: Elaborado pela autora.

De acordo com os resultados apresentados na TAB. 23, nota-se que a variável “ $\Delta PSE$ ” permaneceu positiva e estatisticamente não significativa ao nível de 5%. A variável  $IG$  se manteve com sinal positivo conforme esperado e estatisticamente significativa ao nível adotado (5%). A variável “ $ADV/RI$ ” apresentou sinal negativo, contrariando o esperado e se mostrou estatisticamente não significativa ao nível de 5%. A variável  $P\_S\_FCF$  apresentou-se com sinal negativo conforme, no entanto não se apresentou estatisticamente significativa. O  $R^2$  foi de 26,56% mantendo-se abaixo de 30%.

Conforme resultados apresentados nas TAB.(s) 19 a 23, nota-se que a relação negativa esperada entre a variável dependente “ $SG$ ” e a variável independente “ $\Delta PSE$ ” só foi constatada em apenas uma (Regressão 2.2) das cinco estimadas, no entanto a variável não se apresentou estatisticamente significativa ao nível de 5%. Verifica-se ainda que, da mesma forma como nas regressões 1.2 a 1.5, a inclusão da variável “ $IG$ ”, contribuiu de forma expressiva para explicar a variável dependente sendo estatisticamente significativa em todas

as regressões. Sendo assim, da mesma maneira como interpretado nas regressões 1.1 a 1.5 não se pode afirmar, com base nos resultados apresentados pelas regressões 2.1 a 2.5, que os gestores estão manipulando as estimativas do valor justo para gerenciar as receitas de securitização, uma vez que o modelo não fornece evidências capazes de sustentar a hipótese de os gestores utilizam as regras de contabilização do Valor Justo para praticar *Income Smoothing* por meio do gerenciamento das receitas de securitização de ativos. As críticas apresentadas por Barth e Taylor (2010) alcançam também a relação negativa encontrada por DMS (2010) entre a variável dependente “SG” e a variável independente “ $\Delta$ PSE”, ou seja, pode estar relacionada ao “real gerenciamento de lucros” ou a uma relação mecânica entre as variáveis.

#### **4.4.1 Da Inclusão da Variável *Dummy* para “Crise”**

Com o intuito de captar os efeitos da “Crise Mundial” nos resultados das regressões estimadas no subitem 4.4 foi incluída uma variável *Dummy* considerando 1 (um) para períodos de crise e 0 (zero) para períodos sem crise. Foram utilizados dois cenários: primeiro, a variável *Dummy* foi considerada 0 (zero) para o anos de 2007 e 2010 e 1 (um) para os anos de 2008 e 2009 e o segundo, a variável *Dummy* foi considerada 0 (zero) para o ano de 2007 e 1 (um) para 2008 a 2010. Conforme TAB.(s) (24 a 27) os resultados encontrados para ambos os cenários demonstraram que a variável *Dummy* “Crise” não contribuiu para explicar a variável dependente “*Securitization Gain*” não se mostrando estatisticamente significativa em nenhuma das regressões estimadas.

A TAB. 24 apresenta os resultados das regressões estimadas para o primeiro cenário quando a variável independente é o “*Pre-securitization earnings*”.

Tabela 24 – Resultados das Regressões Primeiro Cenário – Variável Independente: *Pre-securitization earnings* (PSE)

<b>1º Cenário: D = 0 para 2007 e 2010 e D = 1 para 2008 e 2009</b>					
<b>1.1 – a) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.2 – b) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_4 MKT\_VOL + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.3 – c) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_5 DR + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.4 – d) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.5 – e) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>Variável Dependente: SG</b>	<b>1.1 – a</b>	<b>1.2 - b</b>	<b>1.3 - c</b>	<b>1.4 - d</b>	<b>1.5 - e</b>
A	0.0118	0.0057	-0.0037	-0.0031	-0.0027
Probabilidade	0.0291	0.5208	0.6782	0.5901	0.6485
$\beta_1$ PSE	0.0143	0.0237	0.0388	0.0379	0.0400
Probabilidade	0.0519	0.3265	0.082	0.0351	0.0421
Variáveis de Controle					
$\beta_2$ IG		1.4642	1.5725	1.5734	1.5462
Probabilidade		0.0146	0.0147	0.0066	0.0086
$\beta_3$ ADV/RI				-0.0182	-0.0165
Probabilidade				0.1978	0.2735
$\beta_4$ MKT_VOL		-0.0476			
Probabilidade		0.1082			
$\beta_5$ DR			-0.0048		
Probabilidade			0.9271		
$\beta_6$ P_S_FCF		0.0024	0.0012		0.0008
Probabilidade		0.1576	0.4414		0.584
$\beta_7$ D	0.0016	-0.0044	-0.002	-0.0013	-0.0015
Probabilidade	0.7184	0.3553	0.6034	0.7269	0.6974
R <sup>2</sup>	0.0103	0.3665	0.3393	0.3455	0.3478

Fonte: Elaborado pela autora.

A TAB. 25 apresenta os resultados das regressões estimadas para o primeiro cenário quando a variável independente é o “ $\Delta$ Pre-securitization earnings”.

Tabela 25 – Resultados das Regressões Primeiro Cenário – Variável Independente:  $\Delta$  *Pre-securitization earnings* ( $\Delta$ PSE)

<b>1º Cenário: D = 0 para 2007 e 2010 e D = 1 para 2008 e 2009</b>					
<b>2.1 – a) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.2 – b) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_4 MKT\_VOL + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.3 – c) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_5 DR + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.4 – d) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.5 – e) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>Variável Dependente: SG</b>	<b>2.1 – a</b>	<b>2.2 - b</b>	<b>2.3 - c</b>	<b>2.4 - d</b>	<b>2.5 - e</b>
$\alpha$	0.0141	0.0133	0.0049	0.0026	0.0022
Probabilidade	0.0006	0.0718	0.4873	0.6355	0.7146
$\beta_1 \Delta PSE$	0.0066	-0.0112	-0.0042	-0.0031	-0.0029
Probabilidade	0.1490	0.5207	0.8191	0.8633	0.8754
Variáveis de Controle					
$\beta_2 IG$		1.3693	1.3273	1.3803	1.4012
Probabilidade		0.0503	0.0694	0.0444	0.0507
$\beta_3 ADV/RI$				-0.0125	-0.0137
Probabilidade				0.3611	0.3632
$\beta_4 MKT\_VOL$		-0.0733			
Probabilidade		0.0042			
$\beta_5 DR$			-0.0440		
Probabilidade			0.2661		
$\beta_6 P\_S\_FCF$		0.0027	-2.75E-05		-0.0005
Probabilidade		0.112	0.9835		0.7164
$\beta_7 D$	0.0002	-0.0075	-0.0041	-0.0038	-0.0037
Probabilidade	0.9088	0.1375	0.3421	0.3671	0.3871
$R^2$	0.0030	0.3560	0.2774	0.2742	0.2751

Fonte: Elaborado pela autora.

A TAB. 26 apresenta os resultados das regressões estimadas para o segundo cenário quando a variável independente é o “*Pre-securitization earnings*”.

Tabela 26 – Resultados das Regressões Segundo Cenário – Variável Independente: *Pre-securitization earnings* (PSE)

<b>2º Cenário: D = 0 para 2007 e D = 1 para 2008 a 2010</b>					
<b>1.1 – a) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.2 – b) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_4 MKT\_VOL + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.3 – c) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_5 DR + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.4 – d) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>1.5 – e) <math>SG = \alpha + \beta_1 PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>Variável Dependente: SG</b>	<b>1.1 – a</b>	<b>1.2 - b</b>	<b>1.3 - c</b>	<b>1.4 - d</b>	<b>1.5 - e</b>
$\alpha$	0.0118	0.0001	-0.0056	-0.0053	-0.0048
Probabilidade	0.0291	0.9896	0.5626	0.4125	0.4788
$\beta_1$ PSE	0.0143	0.0318	0.0413	0.0420	0.0431
Probabilidade	0.0519	0.1628	0.0700	0.0289	0.0321
Variáveis de Controle					
$\beta_2$ IG		1.4633	1.5616	1.5515	1.5313
Probabilidade		0.0132	0.0129	0.0063	0.0076
$\beta_3$ ADV/RI				-0.0206	-0.0192
Probabilidade				0.137	0.2046
$\beta_4$ MKT_VOL		-0.0366			
Probabilidade		0.1062			
$\beta_5$ DR			-0.0033		
Probabilidade			0.9509		
$\beta_6$ P_S_FCF		0.0019	0.001		0.0006
Probabilidade		0.2532	0.5035		0.7058
$\beta_7$ D	0.0016	0.0015	0.0007	0.0021	0.0018
Probabilidade	0.7184	0.7787	0.8875	0.6888	0.748
$R^2$	0.0103	0.3548	0.3364	0.3465	0.3477

Fonte: Elaborado pela autora.

A TAB. 27 apresenta os resultados das regressões estimadas para o segundo cenário quando a variável independente é o “ $\Delta$  *Pre-securitization earnings*”.



Tabela 27 – Resultados das Regressões Segundo Cenário – Variável Independente:  $\Delta$  *Pre-securitization earnings* ( $\Delta$ PSE)

<b>2º Cenário: D = 0 para 2007 e D = 1 para 2008 a 2010</b>					
<b>2.1 – a) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.2 – b) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_4 MKT\_VOL + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.3 – c) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_5 DR + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.4 – d) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
<b>2.5 – e) <math>SG = \alpha + \beta_1 \Delta PSE + \beta_2 IG + \beta_3 ADV/RI + \beta_6 P\_S\_FCF + \beta_7 D + \varepsilon</math></b>					
Variável Dependente: SG	2.1 – a	2.2 - b	2.3 – c	2.4 - d	2.5 - e
$\alpha$	0.0140	0.0085	0.0056	0.0031	0.0025
Probabilidade	0.0131	0.2374	0.4539	0.5879	0.7020
$\beta_1 \Delta PSE$	0.0064	-0.0026	-0.0010	-0.0001	8.51E-05
Probabilidade	0.1495	0.8729	0.9520	0.9939	0.9962
Variáveis de Controle					
$\beta_2 IG$		1.2907	1.2797	1.3368	1.3564
Probabilidade		0.0581	0.0705	0.0474	0.0514
$\beta_3 ADV/RI$				-0.0133	-0.0145
Probabilidade				0.3450	0.3583
$\beta_4 MKT\_VOL$		-0.0589			
Probabilidade		0.0170			
$\beta_5 DR$			-0.0445		
Probabilidade			0.2731		
$\beta_6 P\_S\_FCF$		0.0017	5.66E-05		0.0004
Probabilidade		0.2619	0.9681		0.7466
$\beta_7 D$	0.0001	-0.0003	-0.0029	-0.0025	-0.0022
Probabilidade	0.9663	0.9513	0.629	0.6446	0.7152
$R^2$	0.0030	0.3195	0.2701	0.2674	0.2681

Fonte: Elaborado pela autora.

Diante dos resultados apresentados e diferenças encontradas em relação às características da amostra utilizada no presente estudo em relação às empresas analisadas por DMS (2010),

confirmados por meio das análises realizadas ao longo deste capítulo, pode-se concluir que a aplicação do modelo proposto por DMS (2010) foi insuficiente para se inferir a respeito da existência ou não da prática de *Income Smoothing* nas empresas analisadas, ou seja, os resultados apresentados não são suficientes para fornecer evidências de que os gestores das empresas estrangeiras que negociam suas ações na *NYSE* utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para gerenciar as receitas de securitização.

#### **4.5 Análise dos Resultados da Aplicação da Métrica de Eckel (1981)**

O objetivo de se utilizar a métrica de Eckel (1981) era o de fornecer maior robustez aos resultados decorrentes da aplicação do modelo de DMS (2010). No entanto, conforme exposto nos itens 4.2 a 4.4 não foi possível identificar a presença de *Income Smoothing* nas empresas analisadas por meio da aplicação do modelo de DMS (2010). Identificou-se que o modelo proposto por DMS (2010) não se mostrou eficiente para detectar a presença ou não de alisamento de resultados. Na própria amostra utilizada por DMS (2010) verifica-se em 13% das empresas analisadas o ganho de securitização impactou o resultado de forma a transformá-lo de negativo para positivo, o que denota um cenário de *Target Earnings* (gerenciamento para aumentar (melhorar) ou diminuir (piorar) os resultados contábeis, com a finalidade de atingir determinadas metas de referência, que podem situar-se acima ou abaixo do resultado apurado).

A TAB. 28 apresenta os resultados da aplicação da Métrica de Eckel (1981). De acordo com a referida tabela pode-se inferir que 50% das empresas analisadas se apresentaram com índices superiores a 1,1 o que demonstra a não existência de alisamento. Verifica-se, ainda, que 31,25% das empresas apresentaram índices inferiores a 0,9 demonstrando indícios de alisamento de resultados e 18,75% apresentaram índices na chamada área cinza, ou seja, entre 0,9 e 1,1.

Tabela 28 – Resultados da Aplicação da Métrica de Eckel (1981) para *Income Smoothing*

<b>Métrica de Eckel (1981) para detectar Income Smoothing</b>										
CV $\Delta\%$ lucro $\leq$ CV $\Delta\%$ vendas $\rightarrow$ Alisamento				$IA = \frac{CV \Delta\% \text{ lucro líquido}}{CV \Delta\% \text{ vendas}}$				IA = índice de alisamento;		
$\Delta\%$ lucro = oscilação anual do lucro;				$0,9 \leq \frac{CV \Delta\% \text{ lucro líquido}}{CV \Delta\% \text{ vendas}} \leq 1,1$				Alisamento $\leq$   área cinza   $\leq$ Sem alisamento		
$\Delta\%$ vendas = oscilação anual das vendas;										
CV (x) = $\sigma(x)/\mu(x)$										
Empresas	CVA% Lucro Líquido				CVA% Vendas				CVA% Lucro Líquido/CVA% Vendas	Análise
	$\Delta\%$ Lucro Líquido	Desvio Padrão	Média	CV% Lucro Líquido	$\Delta\%$ Vendas	Desvio Padrão	Média	CV% Vendas		
Irsa	1,11	1,05	0,66	1,61	0,08	0,17	0,24	0,73	2,21	Sem Alisamento
The Bank Of Nova Scotia	0,20	0,19	0,06	3,29	0,11	0,16	0,00	70,49	0,05	Alisamento
BMO Financial Group	0,57	0,35	0,05	6,89	0,10	0,21	0,06	3,67	1,88	Sem Alisamento
Canadian Imperial Bank Of Commerce	1,09	1,35	0,47	2,91	0,02	0,22	0,07	3,16	0,92	Área Cinza
Royal Bank Of Canadá	0,35	0,25	0,05	5,31	0,09	0,16	0,03	4,88	1,09	Área Cinza
Telus Corporation	0,04	0,10	0,02	4,78	0,02	0,03	0,03	0,99	4,84	Sem Alisamento
Toronto Dominion Bank	0,49	0,31	0,03	9,55	0,08	0,11	0,03	3,33	2,87	Sem Alisamento
HDFC Bank Limited	0,63	0,22	0,29	0,77	0,00	0,28	0,41	0,68	1,13	Sem Alisamento
ICICI Bank Ltda	0,26	0,11	0,23	0,49	0,07	0,35	0,28	1,22	0,40	Alisamento
Hitachi Ltda	0,86	6,69	2,64	2,53	0,10	0,11	0,01	13,22	0,19	Alisamento
Honda Motor Co.	0,96	0,71	0,05	14,92	0,14	0,15	0,03	5,53	2,70	Sem Alisamento
Orix Corporation	0,87	0,72	0,01	71,13	0,13	0,15	0,01	17,18	4,14	Sem Alisamento
Toyota Motor Corporation	1,48	0,87	0,62	1,39	0,08	0,17	0,02	8,48	0,16	Alisamento
Woori Finance Holdings	0,11	3,99	1,75	2,28	0,03	0,22	0,10	2,20	1,03	Área Cinza
CNH Global NV	3,38	1,95	0,80	2,42	0,13	0,22	0,07	3,29	0,74	Alisamento
Doral Financial Corporation	12,81	6,50	3,12	2,08	0,01	0,12	0,13	0,90	2,32	Sem Alisamento

Fonte: Elaborado pela autora.

Nota: Foi considerado o valor absoluto do CVA% Lucro Líquido/CVA% Vendas para inferir a respeito da presença de alisamento de resultados ou não.

Apesar de terem sido identificados, por meio da aplicação da Métrica de Eckel (1981), indícios de alisamento de resultados em 50% das empresas analisadas, não se pode afirmar que tal fenômeno seja decorrente do alisamento das receitas de securitização, uma vez que a métrica utilizada limita-se apenas a indicar ou não a presença de alisamento de resultados sem demonstrar sua origem.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

DMS (2010) encontraram evidências de que os gestores utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para suavizar os resultados (*Income Smoothing*) por meio do gerenciamento das receitas de securitização de ativos. Segundo os autores, as regras contábeis para avaliar o juro retido nas operações de securitização exigem que os gestores façam suposições sobre as taxas de desconto, de inadimplência e de pagamento. Estes pressupostos fornecem poder discricionário aos gestores para determinar o ganho na venda dos recebíveis. Segundo os autores, nas empresas que mantêm interesse nos recebíveis vendidos (ou seja, menos de 100% dos fluxos de caixa futuro são vendidos), como é típico de operações de securitização, o desreconhecimento (*derecognition*) dos ativos constitui uma grande oportunidade para manipular resultados, pois os fluxos de caixa retidos devem ser registrados pelo valor justo (*Fair Value*), embora nenhum valor de mercado ativo seja suscetível de existir.

Segundo Galdi e Pereira (2007) a adoção do *Fair Value* pode resultar no aumento da relevância da informação contábil, mas aumenta também sua subjetividade, o que vai contra a convenção contábil da objetividade. O aumento da subjetividade da mensuração do valor a ser contabilizado é acompanhado pelo aumento da discricionariedade da administração sobre os resultados. Sendo assim, a literatura tem investigado o *Earnings Management*, que consiste na manipulação, dentro dos limites das normas, dos resultados contábeis a serem divulgados pelas empresas com a intenção de se obter algum ganho privado (SCHIPPER 1989).

A mensuração do valor justo, não só nas operações de securitização, ganha relevância, pois está sujeita a subjetividade e discricionariedade dos gestores em sua respectiva apuração, implicando em uma oportunidade de pesquisa. Nesse contexto, o objetivo geral do estudo constituiu-se em identificar se os gestores das empresas estrangeiras que possuem ações negociadas na *NYSE* utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para gerenciar as receitas de securitização. Para tanto, realizou-se uma pesquisa descritiva, bibliográfica e documental com abordagem quantitativa, utilizando os formulários 20F ou 40F das empresas estrangeiras que possuem ações listadas na *NYSE*, no período de 2007 a 2010. A amostra foi composta por 80 (oitenta) empresas, dentre as quais 16 (dezesesseis) possuíam as informações básicas necessárias à aplicação do modelo proposto por DMS

(2010) para analisar a relação entre os ganhos de securitização e a prática de *Earnings Management*. Apesar das exigências do SFAS 140, boa parte das empresas analisadas não apresentou todas as informações exigidas pela referida norma, o que justifica a limitação da amostra final em termos de tamanho. A falta de evidenciação destas informações desperta atenção para uma questão essencial na contabilidade, que é a de prestar informações adequadas aos diversos usuários da informação contábil, uma vez foram encontrados problemas de *disclosure* por parte das empresas da amostra.

Os resultados da análise qualitativa demonstraram que a maior parte das empresas realiza operações de securitização via *SPE/Trust*, com o intuito de obter diversificação de fontes de financiamento e maior liquidez. Os principais ativos securitizados são recebíveis de cartões de crédito, financiamento de automóveis e hipotecas imobiliárias. A maior parte da amostra, 62,5% é composta por empresas do setor financeiro, sendo os 37,5% restantes composto por empresas não financeiras.

De acordo com os resultados apresentados nas estatísticas descritivas, bem como, na análise de correlação entre as variáveis foi possível identificar a existência de diferenças relevantes entre a amostra utilizada nesta pesquisa e a amostra utilizada por DMS (2010). Diferenças como: valores médios das variáveis utilizadas, inferiores aos encontrados por DMS (2010); não confirmação das correlações esperadas entre as variáveis *Discount\_Rate*, *Adverse\_change/RI*, *MKT\_Vol* e *Pre\_Sec\_FCF*; diferenças nos percentuais médios em relação às taxas de desconto utilizadas tanto para empresas que reconheceram perdas quanto para as que reconheceram ganhos; correlação positiva entre as perdas e a taxa de desconto (média) contrariando as expectativas; correlação negativa entre o ganho de securitização e a taxa de desconto, também contrária ao esperado, podem estar relacionadas aos tipos de empresas analisadas, ao volume de operações realizadas, ao tipo de ativos securitizados, ao período analisado e ao objetivo de se utilizar operações de securitização.

Verificou-se que em nenhuma das empresas analisadas o resultado passou de negativo para positivo após o cômputo do ganho de securitização, diferentemente do encontrado, no trabalho de DMS (2010) em 13% das empresas analisadas o ganho de securitização impactou o resultado de forma a convertê-lo de negativo para positivo. No contexto de *Earnings Management* esta é uma das situações que se espera em termos de gerenciamento, ou seja, reverter resultados negativos, o que é consistente com uma das modalidades de *Earnings*

*Management* apontadas por Martinez (2001) – *Target Earnings* – que significa gerenciamento para aumentar (melhorar) ou diminuir (piorar) os resultados contábeis com a finalidade de atingir determinadas metas de referência que podem situar-se acima ou abaixo do resultado apurado.

Quanto à aplicação do modelo proposto por DMS (2010) para analisar a relação entre os ganhos de securitização e os incentivos para a prática dos *Earnings Management* a relação negativa esperada entre a variável dependente “Ganho de Securitização” e as variáveis explicativas “Resultado Pré-securitização” e “ $\Delta$  Resultado Pré-securitização” não foi confirmada em nenhuma das regressões estimadas. Dentre as *proxies* adicionadas às regressões destinadas a isolar o componente discricionário do ganho, apenas a variável *Indust\_Gains* apresentou poder de explicação da variável dependente, apresentando-se com sinal previsto e estatisticamente significativa ao nível de 5% em, praticamente, todas as regressões testadas. As demais variáveis de controle não apresentaram alto poder de explicação da variável dependente, apresentando-se na maioria das regressões com sinais inversos ao esperado e estatisticamente não significativas ao nível de 5%. Nem mesmo a inclusão da variável *Dummy* “Crise” contribuiu para explicar a variável dependente.

As críticas apresentadas por Barth e Taylor (2010) em relação ao trabalho de DMS (2010) contribuem para sustentar os resultados apresentados no presente estudo, uma vez que, segundo estes autores o fato de DMS (2010) encontrarem uma relação negativa entre a variável dependente “Ganho de securitização” e as variáveis independentes “Resultado Pré-securitização” e “ $\Delta$  Resultado Pré-securitização” e interpretá-la com um indicativo de que os gestores manipulam as estimativas do valor justo não pode ser suportado apenas pelos testes realizados. Segundo os autores os testes fornecem evidências de uma correlação negativa entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização, que é coerente com o alisamento dos ganhos (*Income Smoothing*), mas não abordam a fonte desta correlação. Sendo assim, apresentam duas explicações para a correlação negativa entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização, as quais não envolvem a manipulação das estimativas de valor justo: o “real gerenciamento de lucros” e uma relação mecânica entre o ganho de securitização e o resultado pré-securitização.

A não comprovação da relação negativa encontrada por DMS (2010) no presente estudo também poderia ser justificada pelo fato de que a amostra é composta por empresas

estrangeiras que negociam ações fora de seus países de origem, ou seja, pode não existir interesse por parte das empresas em praticar *Earnings Management*, o que é consistente com os resultados encontrados por Martinez (2001) que investigou se empresas emissoras de *ADR* no mercado americano (*NYSE*) gerenciam seus resultados no período ao redor da emissão (ano anterior, ano posterior e ano da emissão), demonstrando que os administradores gerenciam seus resultados no ano anterior à emissão de *ADR*, o que estaria relacionado ao incentivo para aumentar os lucros no ano anterior ao lançamento, incentivo este reduzido nos anos seguintes, depois de terem alcançado o objetivo de entrada no mercado norte-americano.

Destaca-se, ainda, que a questão que envolve a prática de *Earnings Management* nas operações de securitização associada às estimativas do valor justo é bastante complexa, existindo a possibilidade das empresas analisadas não terem conhecimento de tal mecanismo ou mesmo não estarem gerenciando as estimativas do *Fair Value*. Tal afirmação é consistente, de forma que pode ser feita uma analogia aos resultados encontrados por Galdi e Pereira (2007) que investigaram se a contabilização de derivativos a *Fair Value* foi utilizada na prática de *Earnings Management* pelos bancos brasileiros que obtiveram resultados com derivativos nos anos de 2002 a 2004. Segundo os autores os resultados encontrados não permitem afirmar que existe a prática de gerenciamento pelas instituições financeiras brasileiras por meio da contabilização de derivativos.

Diante das análises realizadas e dos resultados encontrados verificou-se que o modelo proposto por DMS (2010) não se mostrou eficiente para detectar a presença ou não de *Income Smoothing*, ou seja, os resultados apresentados não foram suficientes para fornecer evidências de que os gestores das empresas estrangeiras que negociam suas ações na *NYSE* utilizam a flexibilidade disponível nas regras de contabilização do valor justo para gerenciar as receitas de securitização. Deve-se levar em consideração as limitações deste trabalho como a amostra final utilizada (16 empresas) e o período analisado (2007 a 2010), limitação essa devido a pouca evidenciação de itens conforme estabelecido pelo SFAS 140 pelas empresas que possuem operações de securitização e que negociam na *NYSE*. Quanto a aplicação da Métrica de Eckel (1981), apesar de terem sido identificados indícios de alisamento de resultados em 50% das empresas analisadas, não se pode afirmar que este fenômeno seja decorrente do alisamento das receitas de securitização, visto que a métrica utilizada limita-se a indicar apenas a presença ou não de suavização de resultados sem identificar sua origem.



Recomenda-se para futuras pesquisas:

- comparar o nível de gerenciamento de resultados, por meio de *accruals*, entre empresas que realizam operações de securitização e empresas que não fazem uso dessas operações.
- testar o ambiente regulatório e os incentivos para a prática de *Earnings Management* em relação às operações de securitização por parte das empresas estrangeiras – seria um problema doméstico apenas?

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADHIKARI, Ajay; BETANCOURT, Luis. Accounting for Securitizations: A Comparison of SFAS 140 and IASB 39. **Journal of International Financial Management and Accounting**. 19:1 2008.

ALMEIDA, Sérgio Barcelos Dutra de. **Valor Justo (Fair Value) e Regulamentação Contábil: Valor Justo (Fair Value) na Regulamentação Contábil Brasileira, Norte-americana e Internacional**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2007.

AMAT, Oriol; BLAKE, John e OLIVERAS, Ester. The Ethics of Creative Accounting: Some Spanish Evidence (April 2000). Univ. Pompeu Fabra, **Economics and Business Working Paper** No. 455. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=230872> or doi:10.2139/ssrn.230872

ANDRADE, Maria Margarida. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 7 edição, 2006, Editora Atlas, São Paulo.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 453**. Brasília, 16/11/1977. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 523**. Brasília, 14/03/1979. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 980**. Brasília, 13/12/1984. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 1004**. Brasília, 02/05/1985. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 1017**. Brasília, 05/06/1985. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 1341**. Brasília, 15/06/1987. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 1762**. Brasília, 31/10/1990. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 1962**. Brasília, 27/08/1992. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 2026**. Brasília, 24/11/1993. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 2412**. Brasília, 06/08/1997. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 2493**. Brasília, 07/05/1998. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 2561**. Brasília, 05/11/1998. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 2686**. Brasília, 26/01/2000. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 2836**. Brasília, 30/05/2001. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução CMN nº 2907**. Brasília, 27/11/2001. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 10/08/2010.

BARTH, Mary. Valuation-based accounting research: Implications for financial reporting and opportunities for future research. **Accounting and Finance**, vol. 40, p. 7-31: 2000.

BARTH, Mary; TAYLOR, Daniel. In defense of fair value: weighing the evidence on earnings management and asset securitizations. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 49, issues 1-2, p. 26-33: Fev. 2010.

BENEISH, Messod D. Earnings Management: A perspective. **Managerial Finance**; 2001; Vol 27; Nº 12. ABI/INFORM Global.

BORBA, José Alonso; SOUZA, Maira Melo de e ZANDONAI, Fabiana. Evidenciação da Perda no Valor Recuperável de Ativos nas Demonstrações Contábeis: uma Verificação nas Empresas de Capital Aberto Brasileiras. In: XXXIII ENCONTRO DA ANPAD, EnANPAD 2009, São Paulo. **Anais...** São Paulo: 2009. CD-ROM.

CANÇADO, Thaís Romano; GARCIA, Fábio Gallo. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007. Série academia-empresa 5.

CHAVES, Natália Cristina. **Direito Empresarial Securitização de Crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento técnico CPC 38: Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração**. São Paulo, 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento técnico CPC 39: Instrumentos Financeiros: Apresentação**. São Paulo, 2009.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTO CONTÁBEIS (Brasil). **Pronunciamento técnico CPC 40: Instrumentos Financeiros: Evidenciação**. São Paulo, 2009.

DANTAS, José Alves.; ZENDERSKY, Humberto Carlos.; SANTOS, Sérgio Carlos dos.; NIYAMA, Jorge Katsumi. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E & G Economia e Gestão**, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez. 2005.

DECHOW, Patrícia M.; MYERS, Linda A.; SHAKESPEARE, Catherine. Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 49, issues 1-2, p. 2-25: Fev. 2010.

DECHOW, Patrícia; SHAKESPEARE, Catherine. Do managers time securitizations to obtain accounting benefits? **Accounting Review** 84, 99-132, 2009.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 1976. **Statement of financial accounting standards n° 13 Accounting for leases**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.gasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 1991. **Statement of financial accounting standards n° 107 Disclosures about Fair Value of Financial Instruments**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.fasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 1993. **Statement of financial accounting standards n° 115 Accounting for Certain Investments in Debt and Equity Securities**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.gasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 2000. **Statement of financial accounting concepts n° 7 Using Cash Flow Information And Present Value in Accounting Measurements**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.gasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 2000. **Statement of financial accounting standards n° 140 Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.gasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 2001. **Statement of financial accounting standards n° 142 Goodwill and Other Intangible Assets**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.fasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 2001. **Statement of financial accounting standards n° 143 Accounting for Asset Retirement Obligations**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.fasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 2001. **Statement of financial accounting standards n° 144 Accounting for the Impairment or Disposal of Long-Lived Assets**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.gasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 2007. **Statement of financial accounting standards n° 157 Fair Value Measurements**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.gasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FASB, Financial Accounting Standards Board, 2009. **Statement of financial accounting standards n° 166 Accounting for Transfers of Financial Assets an amendmend of FASB Statement n° 140**, FASB, Stamford, CT. Disponível em: <<http://www.fasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

FENG, Mei; GRAMLICH, Jeffrey D.; GUPTA, Sanjay. Special Purpose Vehicles: Empricial Evidence on Determinants and Earnings Management. **The Accounting Review**. Vol. 84, N° 6. 2009.

FERREIRA, Gabriel. O papel das MBSs (Mortgage Backed Securities) na crise de crédito americana de 2007 – 2008 e os aprendizados para o desenvolvimento do mercado de Securitização de Ativos Imobiliários no Brasil. **UQBAR**, Rio de Janeiro, 2010. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br>>. Acesso em: 30/06/2011.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Origem e desdobramentos da crise do mercado de hipotecas de alto risco nos Estados Unidos. Grupo de Conjuntura - **Economia Internacional**. Fundap – Fundação do Desenvolvimento Administrativo, São Paulo, 2009. Disponível em: <<http://www.fundap.sp.gov.br>>. Acesso em: 30/06/2011.

FUJI, Alessandra Hirano. **Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil**. (Mestrado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

FUJI, Alessandra Hirano; CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. Earnings Management no contexto bancário brasileiro. IN: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5º, 2005. São Paulo. **Anais...** Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos52005/7.pdf>> Acesso em: 05 mar. 2011.

GALDI, Fernando Caio *et al.* Securitização. In: LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; LIMA, Iran Siqueira; PIMENTEL, Renê Coppe. **Curso de Mercado Financeiro: Tópicos Especiais**. 1. Ed. São Paulo: Atlas, 2006. Cap. 6, p. 170-213.

GALDI, Fernando Caio; PEREIRA, Leonel Molero. Fair Value dos Derivativos e Gerenciamento de Resultados nos Bancos Brasileiros: Existe Manipulação? In: ESBFIN, 7º, 2007, **Anais...** CD-ROM. FINCORP 76.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

HENDRIKSEN, Eldon. S.; VAN BREDA, Michael. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HEALY, Paul M; WAHLEN, James M. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**, December 1999.

IASB, International Accounting Standards Boards, 1998. **IAS N° 36 Impairment of Assets**. Disponível em: <<http://www.iasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

IASB, International Accounting Standards Boards, 2003. **IAS N° 32 Financial Instruments: Presentation**. Disponível em: <<http://www.iasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

IASB, International Accounting Standards Boards, 2003. **IAS N° 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement**. Disponível em: <<http://www.iasb.org>>. Acesso em: 30/06/2010.

IUDÍCIBUS, Sérgio de *et al.* **Manual de Contabilidade Societária**. FIPECAFI – Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FEA/USP. São Paulo: Atlas, 2010.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu. Uma investigação e uma proposição sobre o conceito e o uso do valor justo. **Revista Contabilidade e Finanças**. Ed. Trinta anos de doutorado. São Paulo: USP, 2007.

KARAOGLU, E. 2005. Regulatory capital and earnings management in banks: The case of loan sales and securitizations. **Working Paper** 2005-05, FDIC Center for Financial Research (May).

LOPES, Alessandro Broedel. Uma análise crítica do arcabouço teórico do SFAS 133: Accounting for Derivative Instruments and Hedging Activities. **Caderno de Estudos FIPECAFI**. São Paulo, v. 11, n. 22, p.16-27, set./dez.1999.

LUXO, José Carlos Augusto. **O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas**. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Metodologia científica**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MITCHELL, Lawrence E. The Sarbanes-Oxley Act and the reinvention of corporate governance? **Working Papers Series**, 2003. Disponível em: <<http://www.ssrn.com>>. Acesso em: 30 jun. 2011.

MOREIRA, W. Revisão da Literatura e Desenvolvimento científico: conceitos e estratégias para confecção. **Revista JANUS**. ed. 1, 2004. Disponível em: <<http://www.fatea.br/janus/pdfs/1/artigo01.pdf>>. Acesso em 20 mar. 2010.

MURCIA, Fernando Dal-Ri.; WUERGES, Artur. Escolhas Contábeis no Mercado Brasileiro: Divulgação Voluntária de Informações *versus* Gerenciamento de Resultados. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, FURB, Blumenau, v. 7, n. 2, p. 28-44, abr/jun., 2011).

NIU, Flora F. RICHARDSON, Gordon D. Earnings Quality, Off-Balance Sheet Risk, and the Financial-components Approach to Accounting for Transfers of Financial Assets. **Working Paper**, Wilfrid Laurier University and University of Toronto, 2004.

PINHEIRO, Fernando Antônio Perrone. **Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes**. Dissertação (Mestrado em Administração). Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone; SAVOIA, José Roberto Ferreira. Securitização de Recebíveis – Análise dos Riscos Inerentes. **Revista Brasileira de Finanças**, 2009. Vol. 7, nº. 3, p. 305–326.

ROSA, Aglaenne Flavia; MENDES, Alcindo Cipriano Argolo; TEIXEIRA, Glenda Mara Arthuso; MARTINS, Simone. Earnings Management no Brasil: uma Análise sob a Perspectiva Sociométrica e Bibliométrica. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n.4, out/dez 2010.

SANCOVSCHI, Moacir. MATOS, Felipe Faissol Janot de. Gerenciamento de Lucros: o que pensam administradores, contadores e outros profissionais de empresas no Brasil? **Revista de Administração Contemporânea**, v.7. n.4, out/dez 2003.

SANTOS, Ariovaldo. GRATERON, Ivan Ricardo Guevara. Contabilidade Criativa e responsabilidade dos auditores. **Revista Contabilidade & Finanças – USP**, São Paulo, n.32, p.7-22, maio/agosto 2003.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. Ativos Intangíveis – Análise das principais alterações introduzidas pelos FAS 141 e 142. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 3, n. 4, 1º semestre 2003.

SCHIPPER, K. Commentary on earnings management. **Accounting Horizons** 3, p. 91-102, 1989.

TOMIATTI, Cláudio Roberto; OLIVEIRA, Edson Ferreira de. Mercado de Capitais: securitização. Revista da **Pós-graduação Unifieo**, Osasco, v. 01, n. 02, p. 48-60, 10 mar. 2007. Disponível em: <http://www.fieo.br/edifieo/index.php/posgraduacao/article/viewFile/155/228>. Acesso em 22 fev. 2010.

TUKAMOTO, Yhurika Sandra. **Contribuição ao estudo do gerenciamento de resultados: uma comparação das companhias abertas brasileiras emissoras de ADR e não emissoras**



**de ADRs.** Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

VEIGA, Luís Humberto Cavalcanti. Securitização: desintermediação reduzindo custos. **Cadernos ASLEGIS.** n. 26, maio/junho 2005. Disponível em: <http://www.aslegis.org.br/cadernos-aslegis/todas-as-edicoes/2005/26-tema-livre>. Acesso em 10 set. 2010.