

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS – FUCAPE**

GILBERTO ATAÍDE CÂMARA

**SECURITIZAÇÃO EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS ATUANTES NO
MERCADO BRASILEIRO: um estudo sobre práticas de gerenciamento
de resultados no período de 2002 a 2010**

**VITÓRIA
2012**

GILBERTO ATAÍDE CÂMARA

**SECURITIZAÇÃO EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS ATUANTES NO
MERCADO BRASILEIRO: um estudo sobre práticas de gerenciamento
de resultados no período de 2002 a 2010**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa Contabilidade Gerencial, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Contabilidade Gerencial.

Orientador: Fernando Caio Galdi

**VITÓRIA
2012**

Câmara, Gilberto Ataíde.
Securitização em instituições financeiras atuantes no mercado brasileiro: um estudo sobre práticas de gerenciamento de resultados no período de 2002 a 2010. / Gilberto Ataíde Câmara.
Vitória: FUCAPE, 2012.

56p.

Dissertação – Mestrado.
Inclui bibliografia.

1. Securitização de ativos 2. Gerenciamento de resultados
I.Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade,
Economia e Finanças II.Título.

CDD – 657

GILBERTO ATAÍDE CÂMARA

**SECURITIZAÇÃO EM INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS ATUANTES NO
MERCADO BRASILEIRO: um estudo sobre práticas de gerenciamento
de resultados no período de 2002 a 2010**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, linha de pesquisa Contabilidade Gerencial, da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – Nível Profissionalizante, na área de concentração Contabilidade Gerencial.

Aprovada em 13 de fevereiro de 2012.

COMISSÃO EXAMINADORA

**Prof° Dr.: Fernando Caio Galdi
(FUCAPE)**

**Prof° Dr.: Bruno Funchal
(FUCAPE)**

**Prof° Dr.: Edson Daniel Lopes Gonçalves
(FGV-RJ)**

Dedico este trabalho a Élcio, meu pai, pela sabedoria e amizade; a Celeste, minha mãe, pelo amor incondicional e incentivo aos estudos. À Tatiane, minha amada esposa, pois sem seu apoio não conseguiria superar essa difícil etapa e finalmente a minha filha, Ana Beatriz, que apesar da pouca idade é fonte de inspiração.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a DEUS, fonte divina de proteção, saúde, disciplina, força e fé.

Ao orientador Phd Fernando Caio Galdi, por conduzir este trabalho com muita sabedoria, trilhando os caminhos de forma objetiva, inteligente e agregadora.

Aos professores do curso, em especial ao Coordenador Dr. Aridelmo Teixeira e ao Dr. Valcemiro Nossa, contribuíram significativamente com este trabalho; ao Phd Arilton Teixeira e ao Dr. Bruno Funchal pelas valiosas interferências na qualificação.

Aos professores Dr. Bruno Funchal (Fucape) e Dr. Edson D. Lopes Gonçalves (FGV-RJ) da Banca Examinadora pelas expressivas sugestões de aprimoramentos.

À minha amiga e irmã (Dri), sobrinhos, amigos e demais familiares, pela compreensão da minha ausência, força nas horas difíceis e orações.

À classe, em especial aos amigos Anderson, Cláudia, Ives, Pádua, e Ranylson. Obrigado pelos incentivos, ensinamentos e ajuda durante esse período.

Aos professores particulares Anelise, Fábio, Tia Tércia, Arthur e Antônio pelos ensinamentos complementares, e ao nosso motorista Eduardo (*Dudu Goodwill*).

Aos Funcionários do Grupo Bonsucesso pelo apoio e torcida, em especial ao Ives Nunes, José Luiz e Flávio Roberto.

Ao amigo Ranylson pelas várias madrugadas de estudo e exemplo de persistência, à Denise pelos lanches e Stephanie pelos beijinhos de boa noite.

Aos funcionários da Fucape, em especial aos da biblioteca e secretaria.

Ao sistema CFC/CRC, SINPRO-MG e Faculdade Pitágoras pelo incentivo à busca do conhecimento e melhoria acadêmica, por meio de bolsas de estudos oferecidas.

"Sabei também vós, queridos amigos, que esta missão não é fácil. E que pode tornar-se até mesmo impossível, se contardes apenas com vós mesmos. Mas «o que é impossível para os homens, é possível para Deus» (Lc 18,27; 1,37)." João Paulo II

RESUMO

Este estudo é pioneiro no Brasil, tem como principal objetivo estudar o gerenciamento de resultados nas instituições financeiras por meio de securitização de ativos. Na pesquisa empírica, adotando-se as técnicas de correlação e regressão para avaliação das relações de interesse em conformidade com o modelo de Dechow, Myers e Shakespeare (2009), foram coletados dados contábeis divulgados nas demonstrações financeiras anuais das instituições financeiras que efetuaram securitizações no período de 2002 a 2010. Na mesma linha com a literatura internacional, verificou-se, na primeira hipótese uma correlação negativa entre os ganhos com securitização com os ganhos antes da securitização. Na segunda hipótese, outra correlação negativa encontrada foi ganhos com securitização e a variação dos ganhos antes da securitização entre o exercício atual e o exercício anterior. Na terceira hipótese, se operações com FIDCs influenciariam o resultado com securitização, a tese foi refutada. Corroborando a pesquisa de Dechow, Myers e Shakespeare (2009), o atual trabalho evidencia que os gestores utilizam a discricionariedade da securitização para suavizar o resultado das instituições financeiras. Portanto não foi possível discernir se o gerenciamento de resultados observado é relativo à: i) estimativa do ganho de securitização; ii) quais os ativos serão securitizados; ou, iii) decisões negociais, como por exemplo, a taxa de desconto.

Palavras-chave: Securitização de ativos; gerenciamento de resultados; FIDC; discricionariedade; *accruals*; instituições financeiras; baixa de ativos.

ABSTRACT

This study investigates earnings management through the use of assets securitization in financial institutions. We apply the same approach of Dechow, Myers and Shakespeare (2009), considering financial institutions that performed securitizations from 2002 to 2010 in the Brazilian market. First, we document a negative correlation between the securitization gains and the pre-securitization earnings. We also find negative relation between securitization gains and changes in the pre-securitization earnings. We find no evidence that the use of SPE (FIDCs) positively influence securitization gains. Our findings are aligned with current research findings that managers use securitization to smooth financial institutions gains. However it is not possible to discern whether the earnings management seen on the results relates to i) an estimate of securitization gain; ii) which assets will be securitized; or, iii) business decisions, such as, the discount rate.

Keywords: Assets Securitization; Earnings Management; FIDC, Financial Institutions; Discretionary.

LISTA DE SIGLAS

BACEN - Banco Central do Brasil

BCSULSA - Banco Cruzeiro do Sul S.A.

CMN - Conselho Monetário Nacional

CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFP - Demonstrações Financeiras Padronizadas

DFs - Demonstrações Financeiras

FICFIDC - Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

FIDC - Fundo de Investimento de Direitos Creditórios

FIDC CPP 120 - FIDC Aberto BCSUL Verax CPP 120

FIDC Multicred - FIDC BCSUL Verax Multicred Financeiro

IAS - International Accounting Standards

IASB - International Accounting Standards Board

IFRS - International Financial Reporting Standards

IFs - Instituições Financeiras

IFT - Informações Financeiras Trimestrais

PCLD - Provisão para créditos de liquidação duvidosa

PL - Patrimônio Líquido

SFN - Sistema Financeiro Nacional

SIN - Superintendência de Relações com Investidores Institucionais

SPE - Sociedade de Propósito Específico

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO	11
1.2 PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.3 OBJETIVO GERAL	14
1.3.1 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	14
1.4 JUSTIFICATIVA	15
1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO	17
2.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL	17
2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	18
2.2.1 Tipos de gerenciamento de resultados	18
2.2.2 Classificação de gerenciamento de resultado	19
2.3 SECURITIZAÇÕES DE ATIVOS	19
2.4 FIDC – FUNDO DE INVESTIMENTO DE DIREITOS CREDITÓRIOS	21
2.5 CLASSIFICAÇÃO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS	25
2.6 BAIXA E RECONHECIMENTO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS	28
2.7 CONSOLIDAÇÃO DAS SPES E FIDCS	29
2.8 MOTIVAÇÃO AO ESTUDO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR MEIO DE SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS NO BRASIL	30
3 METODOLOGIA	36
3.1 HIPÓTESES	36
3.2 BASE DE DADOS	37
3.3 MODELO EMPÍRICO	38
3.4 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS	39
4 RESULTADOS	41
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	41
4.2 RESULTADOS EMPÍRICOS	46
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	52
REFERÊNCIAS	54

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Dechow, Myers e Shakespeare (2009) afirmam as securitizações de ativos são atividades econômicas poderosas de captação de recursos, principalmente durante uma crise financeira, como ocorreu com o *subprime* em 2008.

A securitização é qualquer processo de desintermediação financeira no qual a emissão de títulos, tais como debêntures, *notes*, *bonds*, *leasing* e *factoring* são garantidos por meio de ativos. O termo securitização refere-se ao processo e não a um ativo financeiro especificamente. É basicamente uma operação financeira que converte ativos em títulos ou em valores mobiliários negociáveis e títulos de créditos (GALDI *et al.*, 2006).

Este processo, segundo Dechow, Myers e Shakespeare (2009), é complexo e envolve diversas partes gerando uma série de riscos, análises e avaliações por parte dos investidores. Securitizar recebíveis de longo prazo fornece ao emissor uma fonte de recursos imediata e elimina o risco do contas a receber, porquanto este risco pode ser diversificado entre vários investidores.

O gerenciamento de resultados é um conjunto de ações intencionais por parte dos gestores de uma organização que pode impactar nas demonstrações financeiras (DFs), observando-se os limites permitidos pelos padrões e normas contábeis. Com isto, o gerenciamento pode distorcer as informações divulgadas ao mercado, fazendo com que os interessados nas informações contábeis obtenham uma análise equivocada da real situação econômica, financeira e patrimonial da organização (GOULART, 2007).

Usuários das DFs têm dificuldade em avaliar a razoabilidade dos ganhos registrados com as securitizações, porque a sua acuidade pode ser determinada apenas quando eventos futuros são revelados. Eventos na indústria de hipoteca *subprime* ilustram bem este problema, quando empresas subestimam dívidas futuras (intencional ou não intencionalmente), incrementam períodos atuais de ganhos e este fato pode levar anos para ser revelado em função de previsões incorretas (DECHOW; MYERS e SHAKESPEARE, 2009).

Nos estudos acadêmicos relacionados a gerenciamento de resultados, destaca-se o termo *accruals* considerado como despesas reconhecidas e receitas apuradas com base no regime de competência, e não em função do efetivo pagamento da despesa ou recebimento da receita. Há dois tipos de *accruals*, quais sejam, os discricionários e os não discricionários. Os primeiros são aqueles que teriam como objetivo principal manipular o resultado contábil; já os segundos são inerentes às atividades normais da empresa (COELHO e LOPES, 2007).

Quando o lucro é muito alto ou muito baixo, as empresas utilizam as acumulações para reduzir ou aumentar o lucro, podendo destacar-se, como *accruals*, a provisão para créditos de liquidação duvidosa (PCLD), os derivativos e os ganhos com securitizações (GOULART, 2007; MARTINEZ, 2001 e DECHOW; MYERS e SHAKESPEARE, 2009).

Coelho e Lima (2009) relacionaram achados científicos relativos ao tema de gerenciamento de resultados podendo destacar no âmbito internacional: Jones (1991), Dechow (1994), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Hayn (1995), Dechow, Kothari e Watts (1998), Visvanathan (1998), Barth, Cram e Nelson (2001), Dechow e Dichev (2002); e estudos no âmbito brasileiro: Martinez (2001), Fuji (2004), Colauto e Beuren (2005), Zendersky (2005), Coelho e Lopes (2007), Galdi, Lima e Pereira (2007).

Complementarmente aos estudos anteriores, o trabalho de Dechow, Myers e Shakespeare (2009) no qual os autores focaram a contabilização das securitizações e examinaram as consequências das regras contábeis que permitem a baixa dos recebíveis quando estes são transferidos a uma Sociedade de Propósito Específico (SPE). Quando uma empresa vende os recebíveis, ela recebe caixa e qualquer diferença é reconhecida como ganho ou perda. A baixa de tais recebíveis fornece ampla oportunidade para manipular o resultado, uma vez que os fluxos de caixa retidos devem ser reconhecidos a valor justo, mesmo não havendo valor de mercado ativo. Gestores utilizam a discricionariedade obtida das regras contábeis do valor justo para registrar ganhos maiores e isso pode ser oneroso, pois um excesso de otimismo no período atual aumenta a probabilidade de registrar futuros *impairments*.

No Brasil, encontra-se como alternativa de securitização às SPE, o Fundo de Investimento de Direitos Creditórios (FIDC) que fortalece esse processo como uma modalidade a mais de captação de recursos, inclusive para as instituições financeiras (IFs). Em contrapartida, o FIDC oferece aos investidores oportunidade de aplicar recursos em ativos com riscos menores e com taxas compatíveis com as oferecidas pelo mercado (ANDIMA e CETIP, 2006).

Dechow, Myers e Shakespeare (2009), estudaram o gerenciamento de resultados decorrente de operações de securitização. Nesse estudo, encontrou-se uma relação negativa entre os ganhos de atividades de securitização e os ganhos de atividades de não-securitização. Outra correlação negativa foi encontrada entre resultados com securitização e os resultados antes da securitização, nos quais o ganho antes da securitização foi encontrado por meio do resultado líquido do exercício deduzido do ganho com securitização. Ainda outro resultado obtido foi a correlação negativa entre o ganho com securitização e a variação negativa do

resultado antes da securitização do exercício atual com o exercício anterior. No entanto, não foi possível, afirmar que a regra contábil do valor justo permite o gerenciamento de resultados por parte dos gestores

A securitização tem um impacto relevante no resultado, 13% das empresas reportam ganhos com securitização convertendo uma perda no resultado contábil em lucro, e 38% aumentaram o resultado contábil (DECHOW; MYERS e SHAKESPEARE, 2009).

1.2 PROBLEMA DE PESQUISA

Com base nos antecedentes apresentados, a questão da pesquisa consiste na seguinte abordagem: **As IFs adotam a prática de securitização de ativos como instrumento para gerenciar seus resultados?**

1.3 OBJETIVO GERAL

O objetivo geral deste trabalho consiste em identificar evidências de que IFs usam a prática da securitização para gerenciar resultados.

1.3.1 Objetivos específicos

Dentre os objetivos específicos circunscritos neste estudo, pode-se citar:

- i) verificar como se comportam os resultados antes da securitização em relação aos resultados com securitização;
- ii) identificar como ocorrem as variações nos resultados antes da securitização em relação aos resultados com securitização.

1.4 JUSTIFICATIVA

Goulart (2007) destaca que o gerenciamento de resultados pode ocasionar prejuízos à transparência empresarial e possíveis impactos negativos à eficiência do mercado, bem como à solidez do sistema financeiro. Em relação às IFs, em particular, estas apresentam interesses na suavização de resultados (*income smoothing*), como uma forma de gerenciá-los apresentando uma regularidade de lucros e reduzindo a volatilidade nesses resultados.

A contribuição esperada desta pesquisa diante das abordagens de Dechow, Myers e Shakespeare (2009), reside na tentativa de dar novos entendimentos sobre gerenciamento de resultados, por meio da prática da securitização de ativos, notadamente cessão de direitos creditórios das IFs aos FIDCs.

Sua viabilidade reside na constatação da existência de modelos teóricos sobre o assunto, disponibilidade de dados a serem pesquisados e metodologia aderente para o desenvolvimento da pesquisa.

Esta dissertação se justifica na medida em que a securitização de ativos é uma atividade econômica poderosa de captação de recursos, principalmente durante uma crise financeira como ocorreu com o *subprime* em 2008. As securitizações são complexas e envolvem múltiplas partes produzindo uma série de questões de riscos e valoração de ativos (DECHOW; MYERS e SHAKESPEARE, 2009).

Nesse sentido, um estudo sobre gerenciamento de resultados associado à securitização de ativos é, por si só, uma contribuição significativa. Contabilizar as securitizações dos ativos é um assunto interessante e oportuno para uma pesquisa acadêmica (BARTH e TAYLOR, 2009).

Ademais, como fato relevante acontecido no Brasil referente à securitização de ativos com IFs, foi a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determinar a republicação do balanço de 2008 do Banco Cruzeiro do Sul S.A. (BCSULSA), devido à ausência da consolidação de um de seus FIDCs (BCSULSA, 2011). Outro fato relevante se deu em relação às divergências apuradas pela CVM junto ao BCSULSA, pelo fato deste Banco ter utilizado possíveis mecanismos por meio de cessão de direitos creditórios aos seus FIDCs, a fim de melhorar seu balanço (CVM, 2011c).

Essas evidências reforçam que o tema objeto deste estudo é polêmico e complexo e merece uma análise mais detalhada no mercado brasileiro. Assim, este estudo é pioneiro no Brasil em relação ao gerenciamento de resultados em IFs por meio de securitização de ativos.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Além da introdução, esta dissertação está dividida em mais quatro capítulos conforme se segue: no capítulo dois foi apresentado o referencial teórico, no capítulo três foi discutida a metodologia empregada, no capítulo quatro foram apresentados os resultados, no capítulo cinco foram descritas as considerações finais e, por fim, as referências.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é a forma pelo qual o mercado financeiro é estruturado no Brasil. O SFN é integrado por seu principal órgão: o Conselho Monetário Nacional (CMN), criado pela Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico do país. Também é composto por diversas autarquias, das quais pode-se destacar o Banco Central do Brasil (BACEN), criado pela Lei 4.595/64 e tem como seu precípuo objetivo emitir moeda, manter a estabilidade econômica do SFN, regulamentar, fiscalizar e supervisionar as IFs; outra autarquia formadora do SFN é a CVM, órgão criado pela Lei 6.385, em 07/12/1976, com o escopo de normatizar o sistema financeiro, desenvolver, disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários (GALDI; LIMA e LOPES, 2009).

Goulart (2007) ressalta que para o desenvolvimento econômico de um país, as atividades desenvolvidas pelas IFs são de grande relevância, notadamente as relacionadas à intermediação financeira. Neste contexto, é de fundamental importância um sistema financeiro sólido baseado em uma estrutura operacional, administrativa e financeira. Outro fator é a transparência dessas instituições junto ao mercado de capitais, investidores e seus *stakeholders*. Com a busca constante de captação de recursos, surge a particularidade do setor bancário que é demonstrar uma imagem financeira sólida.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O estudo do gerenciamento de resultados, na literatura internacional é conhecido como *Earnings Management*, e não é uma prática nova nas pesquisas em contabilidade. O interesse pelo assunto tomou maior significância, a partir de 2001, com o advento dos escândalos corporativos registrados nos Estados Unidos, deixando evidente a facilidade no uso de práticas para gerenciar resultados (PAULO e SANTOS, 2006).

2.2.1 Tipos de gerenciamento de resultados

As abordagens de Carvalho, Paulo e Rodrigues (2007, p.217) definem o gerenciamento de resultados como sendo a adoção de práticas contábeis por via da qual se objetiva a promoção de alterações nos resultados, cujas tipificações seguem infrarrelacionadas:

Bad Earnings Management: Representa gerenciamento inapropriado dos resultados por meio da criação de artifícios contábeis ou alterações de estimativas além do ponto adequado, como, por exemplo, o reconhecimento prematuro das receitas e a expressiva redução de provisões;

Good Earnings Management: Práticas adequadas de gerenciamento de resultados que configuram uma boa administração de negócios e produzem valor aos acionistas, tais como respeitar orçamento, ter metas, supervisionar resultados, organizar operações internas, motivar empregados e prover informações aos investidores.

Considerando as finalidades para as quais gestores adotam as práticas de gerenciamento de resultados, pode-se destacar como as principais: a) influenciar a percepção do mercado de ações; b) aumentar a compensação dos administradores; c) potencializar a obtenção de empréstimos; e, d) evitar a intervenção de reguladores (CUPERTINO e MARTINEZ, 2008, p.74).

2.2.2 Classificação de gerenciamento de resultados

Para Galdi, Lima e Pereira (2007), as práticas de gerenciamento de resultados guardam características motivacionais, as quais permitem a construção de modalidades de classificação:

- a) o lucro alvo (*target earnings*) refere-se ao ajustamento do resultado para fins de atingimento de metas acima ou abaixo do resultado de um dado período, fazendo com que a administração busque alcançar resultados pré-estabelecidos;
- b) o alisamento de resultados (*income smoothing*), por sua vez, tem por desiderato evitar excessos na volatilidade do lucro, sustentado pela ausência de grandes variações com o escopo de evitar que *stakeholders* tenham percepções duvidosas em relação ao resultado divulgado. A prática do alisamento decorre de uma espécie de “estoque” de lucros em exercícios de resultados satisfatórios para que estes possam ser “consumidos” em exercícios de lucros mais baixos ou mesmo de prejuízos; e,
- c) a *big bath accounting* aborda a redução dos lucros correntes, em cenários específicos, visando ao aumento nos lucros futuros.

2.3 SECURITIZAÇÕES DE ATIVOS

Securitização é uma operação financeira que converte recebíveis no futuro em títulos negociáveis que serão disponibilizados no mercado no presente. Estes títulos são vendidos a investidores interessados em receber os fluxos de caixa gerados por estes ativos (GALDI *et al.*, 2006).

Ao promoverem uma venda dos recebíveis a uma SPE, existe um risco moral, já que os gestores se deparam com incentivos para reduzir os padrões de créditos dos quais a empresa não suporta o custo total da inadimplência. Esse fato pode acarretar em uma seleção adversa no sentido de vender os títulos de menor qualidade. A natureza do risco do negócio pode ser alterada em função dos investidores perderem o interesse em comprar títulos securitizados e as empresas originadoras destes ativos podem tornar o caixa mais restrito (DECHOW; MYERS e SHAKESPEARE, 2009).

Há quatro tipos de securitização de recebíveis: i) afetação (raramente utilizado) apenas vincula os direitos creditórios aos títulos ou valores mobiliários emitidos; ii) SPE – é uma prática bem comum no Brasil; iii) *trust* / securitizadora; ou iv) FIDC, o qual será mais detalhado adiante. Pode-se efetivar uma operação de securitização por meio de recebíveis “genéricos”, imobiliários e de exportação; estes recebíveis são denominados de direitos creditórios (GALDI *et al.*, 2006).

As securitizações ocorrem normalmente na indústria de serviços financeiros (empréstimos corporativos, empréstimos habitacionais, empréstimos pessoais), mas também são comuns no varejo (cartões de crédito), bens de produção (aluguéis de automóveis). A venda de recebíveis para obter caixa e re-emprestar a novos clientes é uma parte integral do modelo de negócio (DECHOW; MYERS e SHAKESPEARE 2009).

Os principais participantes de uma operação de securitização são assim denominados: i) os agentes, que são os detentores dos contratos de financiamento e empréstimos com a empresa originadora; ii) a empresa originadora detentora dos direitos; iii) SPE, fundo ou *trust*, são os viabilizadores da operação; iv) os investidores, que compram os valores mobiliários emitidos pela SPE, fundo ou *trust*;

v) o agente fiduciário; vi) a agência de *rating*, que faz a avaliação do risco de inadimplência da operação; e, vi) os auditores externos (GALDI *et al.*, 2006).

Para o sucesso da operação, faz-se de primordial relevância a boa qualidade da carteira dos recebíveis. Nesse prisma, o que o mercado leva em consideração é a qualidade destes recebíveis, e não a situação financeira da empresa originadora (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

2.4 FIDC – FUNDO DE INVESTIMENTO DE DIREITOS CREDITÓRIOS

O FIDC foi criado em 2001, após um ambiente de limitação de crédito, fortalecendo, como uma alternativa, a captação de recursos para empresas no Brasil, inclusive para as IFS. O FIDC é uma alternativa de securitização às SPE, dispensando a necessidade de constituir uma sociedade anônima, assim reduzindo os custos da operação, inclusive os tributos, como o IRPJ, CSSL, Cofins e PIS (ANDIMA e CETIP, 2006).

Para regular os FIDCs, os fundos de recebíveis utilizados como entidades de distribuição de títulos para efeitos de securitização, a CVM emitiu a Instrução nº 356, de 17 de Dezembro de 2001, alterada em diversas ocasiões pelas Instruções CVM nº 393, de 22 de julho de 2003, nº 435, de 05 de julho de 2006, nº 442, de 08 de dezembro de 2006, nº 446, de 19 de dezembro de 2006, e nº 484, de 21 de julho de 2010 (CVM 2011a).

Iudícibus *et al.* (2010) ressalta, quanto aos tributos nos FIDCs, não há tributação pelo PIS e pela Cofins. Além disso, quanto às operações realizadas pelo FIDC, sobre as quais não há incidência de imposto de renda na fonte.

Em relação ao patrimônio líquido (PL) do FIDC, 50% são aplicados em

direitos creditórios, que são os fluxos de caixa futuros das operações comerciais. Lado outro, em relação ao PL dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FICFIDC), 95% se destinam para aplicação em cotas de FIDC (GALDI *et al.*, 2006).

Em relação à natureza dos FIDCs, compreendem-se os empréstimos a aposentados e pensionistas do INSS, o financiamento de veículos e imobiliários e a venda futura de energia (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

Quanto à constituição desses fundos, existem duas formas: i) os fundos abertos, cujas cotas podem ser resgatadas pelos condôminos, a qualquer momento, conforme estipulado no regulamento; e, ii) os fundos fechados, onde há restrições no resgate, no término do prazo de duração do fundo, classe de cotas, séries, na liquidação do fundo, e quando decidido em assembleia geral de cotistas (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

As cotas dos FIDCs podem ser do tipo sênior, com preferência no recebimento e resgate; enquanto as do tipo subordinada, têm o resgate subordinado aos das cotas seniores (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

O FIDC é mais uma fonte de captação de recursos, a um preço mais baixo que os praticados no mercado, a partir do momento em que uma empresa originadora de direitos creditórios realiza uma cessão ou venda desses direitos aos FIDCs por uma dada taxa de desconto. Posteriormente, o FIDC emite e disponibiliza cotas de títulos e valores mobiliários aos investidores interessados em adquirir esses fluxos de caixa. Impende ressaltar, uma vez realizada a venda ou cessão de crédito, a empresa cedente não poderá renegociar seus créditos com seus clientes. Uma forma encontrada para contornar essa restrição é a substituição do lastro, quando do atraso ou inadimplemento (ANDIMA e CETIP, 2006).

As garantias oferecidas aos investidores podem ser subordinação das cotas e seguros, fato que ajuda na redução do risco específico. Para melhor avaliação do fundo, faz-se de primordial importância selecionar bons direitos creditórios e contratar agentes com capacidade reconhecida pelo mercado (ANDIMA e CETIP, 2006).

O fundo é composto basicamente pela empresa originadora, administrador do fundo, custodiante e agência de *rating*:

- o fundo pode ser administrado por banco múltiplo, comercial, de investimento, Caixa Econômica Federal, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários, sociedade de crédito, financiamento ou investimento (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010);
- o custodiante é responsável por receber, validar custodiar e liquidar os direitos creditórios baseados no regulamento do fundo (GALDI *et al.*, 2006); e,
- ao ser avaliado por uma agência de *rating*, o fundo pode apresentar uma classificação de risco melhor que o da própria empresa captadora, em função da segregação do risco originador, da pulverização dos sacados e da estrutura suporte (ANDIMA e CETIP, 2006).

A Figura 1 apresenta um modelo de uma estrutura genérica da operação de cessão com os FIDCs.

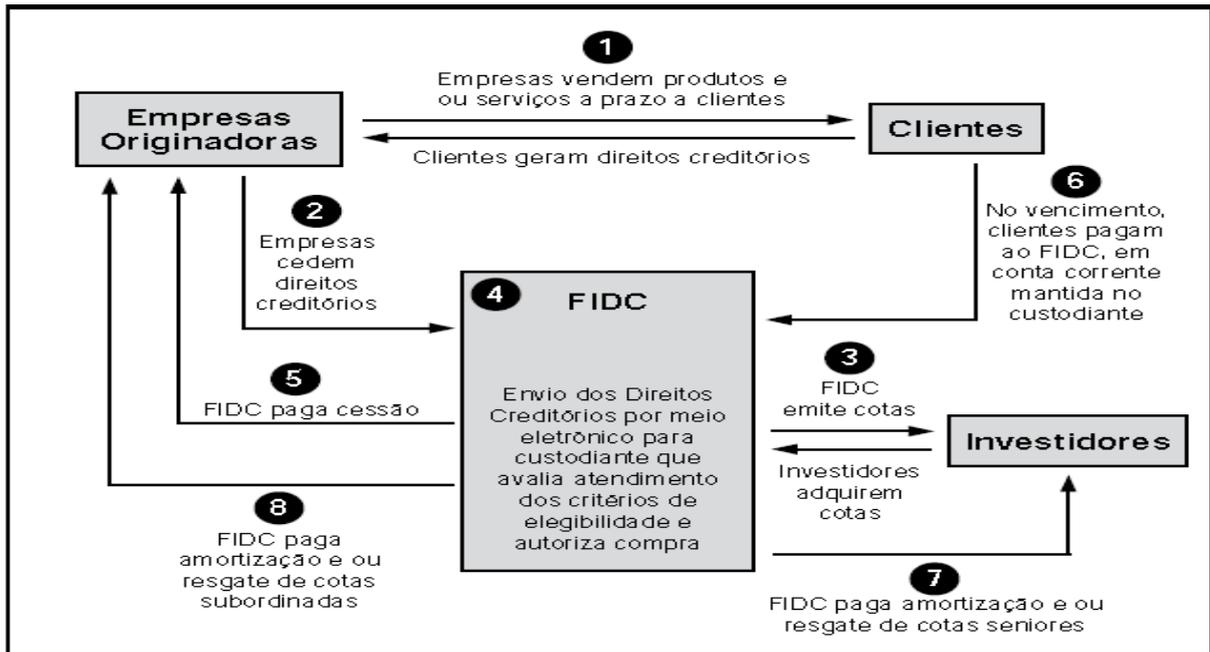


Figura 1: Passo a passo da securitização com base em FIDC
 Fonte: ANDIMA e CETIP, 2006.

A Instrução nº 356 emitida pela CVM em 17 de dezembro de 2001, com suas respectivas alterações, dispõe, em seu artigo nº 24, os principais itens a serem constantes no regulamento do FIDC: i) condomínio aberto ou fechado; ii) política de investimento; iii) taxa de administração; iv) condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas; v) prazo de duração do fundo, determinado ou indeterminado; vi) divulgação de informações aos condôminos (CVM, 2011b).

No Brasil, a securitização, por meio de FIDCs, vem evoluindo bastante com passar dos anos, porquanto oferece às empresas originadoras de créditos uma forma de captar recursos com taxas inferiores às praticadas pelo mercado. Em contrapartida, oferece aos investidores oportunidade de aplicar recursos em ativos com riscos menores e com taxas compatíveis com as oferecidas pelo mercado (ANDIMA e CETIP, 2006).

O Gráfico 1 demonstra a evolução do saldo dos FIDCs registrados na CVM em PL (R\$ milhões) e em quantidade de registros (unidade).

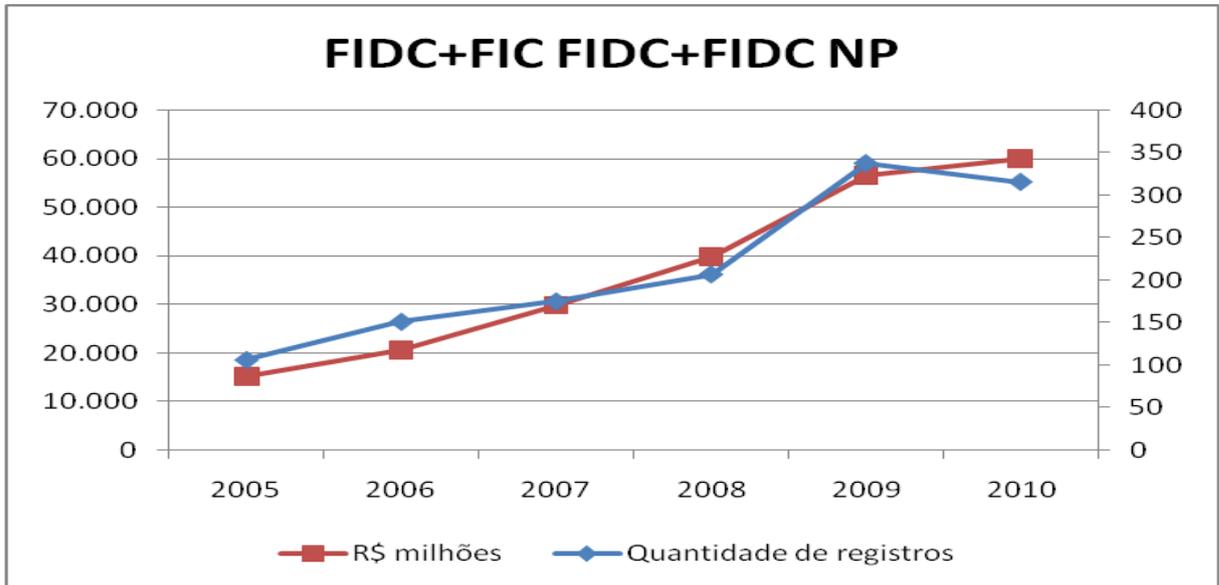


Gráfico 1: Evolução do PL em R\$ milhões e em quantidade de FIDCs registrados na CVM.

Fonte: CVM 2011a.

Nota: Adaptado pelo autor.

Em relação ao PL, note um aumento cerca de 300% de 2005 para 2010, e de 200% na quantidade dos FIDCs registrados na CVM. Pode-se observar a evolução do PL vem aumentando em torno de R\$10 bi ao ano, de 2005 a 2008, e logo após a crise mundial financeira do *subprime* de 2008, o PL aumentou cerca de R\$ 20 bi até 2009. Este pico vai em consonância com os estudos internacionais de Dechow, Myers e Shakespeare (2009) onde afirmam as securitizações de ativos são atividades econômicas poderosas de captação de recursos, principalmente durante uma crise financeira, como ocorreu com o *subprime* em 2008.

2.5 CLASSIFICAÇÃO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Qualquer contrato que origina ativos financeiros para uma entidade e passivos financeiros ou instrumento de capital próprio para outra entidade (os quais são partes integrantes da operação) são considerados como Instrumentos

Financeiros. Estes são subdivididos em: ativo financeiro (dinheiro, aplicações, recebíveis, empréstimos concedidos, debêntures, *notes*, bônus de subscrição); passivo financeiro - contas a pagar, depósitos recebíveis, debêntures, *notes* -; e título patrimonial – ações - (GALDI; LIMA e LOPES, 2009).

Com o advento da Lei 11.638/07, alterada pela MP 449/08, posteriormente, transformada em Lei 11.941/09, o processo de reconhecimento, mensuração e evidenciação de instrumentos financeiros e derivativos vem sofrendo diversas modificações no âmbito brasileiro.

A classificação e mensuração dos ativos foram emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) após a Lei 11.941/09. Quando o CPC emitiu os pronunciamentos, Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração (CPC 38); Apresentação (CPC 39); e, Divulgações (CPC 40), este Comitê deixou clara a convergência das normas brasileiras de contabilidade às normas internacionais de contabilidade – International Accounting Standards Board (IASB), aplicáveis aos instrumentos financeiros: International Accounting Standards (IAS) 39, 32 e International Financial Reporting Standards (IFRS) 7, respectivamente.

Galdi, Lima e Lopes (2009) mencionam que a contabilidade terá como base o valor justo ao invés do custo histórico. O valor justo é a quantia pela qual um ativo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre as partes envolvidas e conhecedoras e isentas de interesse; no entanto, isso não pode ser confundido com o valor a receber ou a pagar em uma transação forçada. Outras métricas de avaliação dos instrumentos financeiros são os custos amortizados e custos de transação. O custo amortizado é o cálculo das despesas e receitas pela taxa efetiva da operação, enquanto o custo de transação é aquele que existiu junto com a originação do ativo ou passivo financeiro, sendo que estes custos são capitalizados e reconhecidos como

despesa pelo método do custo amortizado durante a vida do item.

O CPC 38 / IAS 39 classificam os ativos e passivos financeiros em cinco categorias conforme resumido no Quadro 1:

Categoria	Descrição	Avaliação a valor justo	Avaliação a custo amortizado
Empréstimos e valores a receber	Ativos não cotados, gerados ou adquiridos, sem que haja intenção de venda do ativo no curto prazo	Não	Sim
Mantidos até o vencimento (MV)	Ativos de dívida de terceiros com prazo fixo adquiridos pela entidade com a intenção e capacidade de mantê-los até o vencimento	Não	Sim
Mantidos a valor justo com ajuste em resultados (VJR)	<ul style="list-style-type: none"> • Ativos ou passivos financeiros denominados como “disponíveis para negociação” em curto prazo. • Todos os derivativos (exceto os que se enquadram em contabilidade hedge). • Qualquer item designado como tal na origem, incluindo obrigações. 	Sim, para resultado	Não
Disponíveis para venda (DPV).	<ul style="list-style-type: none"> • Todos os ativos não incluídos nas categorias acima. • Aqueles designados inicialmente pela entidade nessa categoria. 	Sim, com o registro no PL, a menos que exista evidência de materialização de perda. Juros são contabilizados no resultado com base na TJE.	Contabilizar pelo custo se o valor justo não puder ser determinado de forma confiável (muito limitado – uso apenas para instrumentos patrimoniais não cotados e derivativos sobre tais instrumentos). Nesses casos, não é aplicável o uso de TJE, devendo o item ser contabilizado sem consideração de qualquer custo de transação ou ágio/deságio.
Obrigações que não são para negociação.	Outras obrigações.	Não	Sim

Quadro 1: Classificação e mensuração de instrumentos financeiros
Fonte: Gobetti *et al.*, 2009, p.260.

2.6 BAIXA E RECONHECIMENTO DOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Para Gobetti *et al.*, 2009, quando uma entidade vender ou ceder um ativo, a baixa deve ser reconhecida se não houver cláusula contratual de restrição ou responsabilidade sobre este ativo. Se existirem restrições contratuais, deve-se proceder a uma análise minuciosa para definir se os ativos podem ou não ser baixados. Há ainda, vendas com corresponsabilidade - quando o transferidor não transfere todos os riscos e benefícios. As diretrizes determinam que um ativo “transferido” seja baixado total ou parcialmente, se:

- a. os direitos contratuais aos fluxos de caixa de um ativo expirarem;
- b. o cedente não tem envolvimento contínuo com o ativo transferido; e,
- c. o cedente retém envolvimento contínuo, mas transfere o direito para o cessionário transferir o ativo para um terceiro em seu próprio benefício.

Noutro compasso, a baixa de uma obrigação pode ser realizada somente quando esta for liquidada, cancelada ou tiver expirado (GOBETTI *et al.*, 2009).

O CPC 38 estabelece critérios de análise para se aferir até que ponto a entidade reteve os riscos e benefícios da propriedade de ativos, bem como o respectivo tratamento contábil, quando da venda/transferência de um ou grupo de ativo(s) financeiro(s). Veja maiores detalhes no Quadro 2.

(Continua)

Situação	Tratamento Contábil
O vendedor retém substancialmente todos os riscos e os benefícios	Continua-se a reconhecer o ativo transferido. Qualquer valor recebido é tratado como empréstimo recebido.
A entidade transferiu substancialmente todos os riscos e os benefícios da propriedade do ativo transferido.	Há baixa do ativo transferido. O vendedor reconhece os resultados de ganho/perda com transferência.

(Conclusão)

Situação		Tratamento Contábil
A entidade não transferiu ou manteve substancialmente todos os riscos e os benefícios da propriedade do ativo transferido.	O vendedor mantém o controle.	Continua-se a reconhecer o ativo transferido na medida em que o envolvimento do vendedor com o ativo continua. O vendedor reconhece os ganhos/perdas para as partes que se qualificam para desreconhecimento.
	O vendedor perdeu o controle.	Há baixa do ativo transferido. O vendedor reconhece os resultados de ganho/perda com transferência.

Quadro 2: Baixa e reconhecimento dos instrumentos financeiros
 Fonte: Iudícibus *et al* (2010) p.114.

2.7 CONSOLIDAÇÃO DAS SPES E FIDCS

A CVM (2011b) preconiza que as companhias abertas que detenham os recebíveis exigem que as transações e outros eventos sejam contabilizados e divulgados de acordo com sua essência e realidade econômica, e não somente pela sua forma legal. Sendo assim, a companhia deve realizar o estudo criterioso para baixar seus ativos ou mantê-los em seus balanços consolidados.

A Companhia deverá divulgar, em suas notas explicativas, as firmes evidências que a administração adotou para consolidar ou não o FIDC. Se depois de realizado o estudo, concluir-se que a operação com o FIDC tem a característica de financiamento, então, no processo de consolidação de balanço, o saldo dos recebíveis voltaria para o contas a receber. Neste caso o PL do FIDC passa a ser classificado como financiamento/obrigações no balanço consolidado, sendo, por conseguinte, eliminado o saldo das eventuais cotas subordinadas (CVM, 2011b).

Pelas normas internacionais de contabilidade, a SIC 12 divulga os critérios de análise dos riscos/benefícios e os poderes de decisão da SPE, estabelecendo que a SPE deve ser consolidada quando esta for controlada por uma entidade (GOBETTI *et al.*, 2009).

Uma das vantagens em realizar operações de securitização com SPEs ou FIDCs, é que a empresa originadora contrai um financiamento sem que seja necessário registrá-lo no passivo da entidade. Entretanto, não é a essência econômica da transação quando se tratar de empresa de capital aberto. Na consolidação de balanço, se realmente for um financiamento, a empresa deverá considerar de tal forma. A partir da vigência do CPC 38, os balanços individuais também passam a obedecer às regras para a baixa dos ativos e passivos financeiros (IUDÍCIBUS *et al.*, 2010).

Especificamente para as IFs, a Resolução 3.533/08 do CMN, cujos efeitos entram em vigor a partir de 01/01/2012, define que um ativo deve ser baixado quando houver transferência substancial de riscos e benefícios (ou reconhecido quando houver retenção substancial de riscos e benefícios). As futuras transações de compra ou cessão de carteira de crédito devem considerar os critérios da Resolução 3.533/08, para fins de elaboração das DFs individuais. A resolução do BACEN 3.786/09 torna obrigatória a adoção do IFRS *full* nas DFs consolidadas do exercício findo em 31/12/2010 para as IFs: i) de capital aberto; ii) com Patrimônio de Referência superior a BRL 1.000 MM, dispensando a comparabilidade com o exercício encerrado em 31/12/2009.

2.8 MOTIVAÇÃO AO ESTUDO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR MEIO DE SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS NO BRASIL

Em consonância às normas internacionais de contabilidade, o CMN editou a Resolução 3.533/08, em 31 de janeiro de 2008, cujos efeitos desta resolução estavam previstos para serem produzidos a partir de 1º de janeiro de 2009. O CMN postergou estes efeitos por três vezes, sendo para 1º janeiro de 2010, 2011 e 2012

por meio das Resoluções 3.673 de 26/12/2008, 3.809 de 28/10/2009 e 3.895 de 29/07/2010, respectivamente (BACEN, 2011a; BACEN, 2011b; BACEN, 2011c; BACEN, 2011d).

Em dezembro de 2010, o Bacen divulgou alguns motivos que levaram o CMN a postergar a adoção da Resolução 3.533 pelas IFs, como seguem: i) para 2010, o motivo foi a crise financeira internacional que atingiu os mercados financeiro e de capitais, sendo mais prudente, portanto, evitar mudanças contábeis nestas dimensões; ii) para 2011, o IASB propôs alterações significativas nos procedimentos para baixa de ativos no IAS 39, sendo assim, o prazo foi postergado, evitando as IFs promoverem alterações contábeis, que acarretariam em custos financeiros desnecessários; e, iii) para 2012, o IASB sinalizou que as conclusões das alterações previstas no IAS 39 não seriam concluídas até o término de 2010, adiando-se mais uma vez o prazo com o intuito das IFs não incorrerem em custos desnecessários (IG, 2011).

O CMN, por meio da Resolução 3.673 de 26/12/2008, facultou a antecipação dos procedimentos para classificação, registro contábil e divulgação de operações de venda ou de transferência de ativos financeiros de que trata a Resolução nº 3.533, desde que seus efeitos fossem divulgados em notas explicativas. Já a Resolução do CMN 3.809 de 28/10/2009 vedou a aplicação antecipada dos mencionados procedimentos, a partir da data de divulgação. (BACEN, 2011b; BACEN, 2011c).

O BACEN emitiu a Circular 2.568/95, regulamentando as operações de cessões de créditos com ou sem coobrigação são consideradas como vendas definitivas, procedendo à baixa dos ativos e apurando o ganho ou perda da operação no ato da venda. A contraparte registra os créditos em seu ativo (BACEN,

2011e).

A securitização tem sido um meio bastante utilizado por instituições financeiras para a estruturação de operações de captação de recursos. Cabe ressaltar que no aspecto contábil, o tratamento destas operações é complexo e sua regulação tem sido conturbada no ambiente brasileiro. Esses fatores podem incentivar o uso dessas transações como mecanismos de gerenciamento de resultados. No caso brasileiro já há alguns exemplos de opiniões divergentes quanto ao tratamento destas transações.

A Administração do BCSULSA relatou nas DFs de 31 de dezembro de 2008, em suas “Considerações Finais do Conselho de Administração e Diretoria Executiva”, a antecipação da Resolução 3.533/08 e seus reflexos, conforme a seguir:

Conforme artigo 2º da resolução 3.673/08 do Banco Central do Brasil, a partir de novembro de 2008 o conglomerado adotou a antecipação da resolução nº 3.533/08 do Conselho Monetário Nacional, tendo como pontos críticos operacionais pela adoção dos procedimentos contábeis contidos na Resolução e nos normativos complementares (i) redução do resultado operacional da instituição, uma vez que o resultado de cessões de direitos creditórios com retenção de risco passa a ser reconhecido ao resultado do período pelo prazo remanescente da operação (receitas, despesa de originação e custo referente à obrigação assumida), diferentemente dos procedimentos anteriores, onde o resultado das cessões era apropriado antecipadamente ao resultado (ii) Aumento de alocação de capital nas cessões de direitos creditórios para Fundo de Direitos Creditórios (FIDC's) onde o Banco possui cota subordinada.

Em contrapartida, esta mudança trouxe pontos positivos (i) estar em linha com a convergência internacional de práticas contábeis (IFRS) deixando clara a intenção do conglomerado em apresentar transparência e qualidade nas suas demonstrações financeiras e notas explicativas ao público e mercado investidor (ii) facilitar a cessão dos direitos creditórios propiciando a liquidez, com a vantagem de registrar gradativamente, pelo prazo remanescente da operação, o resultado gerado quando se verifica deságio na carteira.

Os ativos financeiros desta antecipação estão contabilizados no ativo em operações de crédito subtítulo empréstimos no montante de R\$ 809.986, e as obrigações desta antecipação estão contabilizadas no passivo em obrigações por operações de venda ou de transferência de ativos financeiros subtítulo de operações de crédito no montante de R\$ 687.073 (BCSULSA, 2011).

Em 2010, a CVM determinou a republicação do balanço consolidado do Banco Cruzeiro do Sul S.A., relativo ao exercício findo em 31 de dezembro de 2008. A nota explicativa nº 1 esclarece o motivo pelo o qual houve o refazimento e republicação das demonstrações financeiras desta instituição de capital aberto, conforme a seguir:

Por determinação da CVM através do Ofício/CVM/SEP/GEA-Nº022/2010, de 26 de janeiro de 2010, estamos rerepresentando as demonstrações financeiras consolidadas de 31 de dezembro de 2008, para adotar o entendimento da CVM de que o cessionário final de uma operação de cessão efetuada em 30 de dezembro de 2008 (Prosper Flex FIDC Multicedentes – Nota Explicativa nº 3), deve ser considerada como entidade pertencente à mesma unidade econômica Consolidada, visto a relevância do percentual de cotas seniores detidas pelo Banco em relação a totalidade de cotas do Fundo. A premissa adotada pela administração até o recebimento do referido ofício era de que a detenção de cotas seniores de um fundo, pelas suas características, não configurava o controle do mesmo e por esta razão o mesmo não era consolidado (BCSULSA, 2011).

Este procedimento de consolidação gerou um impacto negativo no resultado e no PL desta IF em R\$ 14.131 mil, alterando o resultado de um prejuízo de R\$ 116.442 mil para R\$ 130.573 mil (BCSULSA, 2011).

Adicionalmente, o Parecer do Comitê de Termo de Compromisso emitido pela CVM, divulgado ao mercado em 20 de outubro de 2010, informou a possibilidade do BCSULSA, ter utilizado mecanismos para melhorar o balanço por meio de cessão de direitos creditórios originados pelo próprio BCSULSA, aos Fundos FIDC Aberto BCSUL Verax CPP 120 (FIDC CPP 120) e FIDC BCSUL Verax Multicred Financeiro (FIDC Multicred). Estes fundos, por sua vez, são administrados por empresas do conglomerado financeiro do BCSULSA. Seguem os principais fatos apurados pela CVM mencionados no referido parecer (CVM, 2011c):

- 1) no exercício de 2008 o BCSULSA cedeu direitos creditórios ao FIDC Multicred com taxas inferiores às praticadas pelo mercado e, principalmente, quando comparadas a cessões similares a outras

- instituições não pertencentes ao grupo financeiro;
- 2) indícios do FIDC Multicred ter adquirido créditos com histórico de inadimplência, em desacordo com o regulamento do fundo;
 - 3) em 27/10/2008 o BCSULSA cedeu, sem lucro, ao FIDC CPP 120 o montante de R\$ 222,8 milhões de direitos creditórios, e na mesma data este FIDC cedeu os mesmos créditos ao FIDC Multicred por R\$ 602,6 milhões, apurando um lucro de R\$ 380 milhões ao FIDC CPP 120. Esse evento possibilitou uma maximização das cotas subordinadas do FIDC CPP 120 em único dia. Como o BCSULSA é cotista subordinado destes FIDCs, esta operação resultou em um ganho de R\$ 380 milhões nas DFs individuais do BCSULSA, fato este que compensou prejuízos no montante de R\$ 292,9 milhões decorrentes de cessões de créditos a outras IFs dentro do mesmo regime de competência;
 - 4) a operação do FIDC CP 120 poderia ter sido caracterizada como *Day-trade*, vedado pelo artigo 17 do regulamento deste fundo. Caso esta operação tivesse sido registrada nos moldes da Resolução 3.533/08 do CMN, o BCSULSA não poderia ter reconhecido todo o resultado no momento da operação, ou seja, deveria apropriar o resultado no prazo remanescente de 120 meses. O BCSULSA apresentou um resultado positivo individual de R\$ 178.915 mil, possibilitando uma distribuição dos lucros aos acionistas de R\$ 90.431 mil em 2008. O resultado do balanço consolidado do BCSULSA após eliminar os efeitos das cessões, foi um prejuízo na ordem de R\$ 116.442 mil;
 - 5) a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) entendeu a utilização de FIDCs como instrumentos de gestão do

BCSULSA; e,

- 6) em relação ao PL dos FIDCs, 50% devem ser aplicados em direitos creditórios, mas os FIDCs CP 120 e Multicred estiveram fora do enquadramento em relação a este percentual.

Essas evidências reforçam que o tema objeto deste estudo é polêmico e complexo e merece uma análise mais detalhada no mercado brasileiro.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

3.1 HIPÓTESES

Esta pesquisa é de natureza quantitativa e se valerá de análise descritiva e cruzamento de informações, além de regressão para avaliação das relações de interesse em conformidade com o modelo de Dechow, Myers e Shakespeare (2009).

O objetivo da metodologia utilizada é testar as seguintes hipóteses de pesquisa:

Hipótese 1: Resultados com securitização se relacionam negativamente com o resultado antes da securitização das IFs.

Hipótese 2: Resultados com securitização se relacionam negativamente com variações no resultado antes da securitização das IFs.

Hipótese 3: A constituição de um FIDC por IF eleva o resultado com securitização.

As hipóteses (1) e (2) foram inspiradas em duas circunstâncias dos estudos de Dechow, Myers e Shakespeare (2009). A primeira se dá quando os resultados antes da securitização (resultados antes do ganho de securitização) são baixos. Nesse caso, os gestores enfrentam um maior escrutínio pelos investidores e reguladores; tendem a receber menos bônus e opções, e terão mais problemas para atrair empregados e clientes. Assim, haverá incentivos para registrar resultados atuais mais altos e então a instituição registrará um ganho discricionário. Do mesmo modo, quando os resultados antes da securitização são altos, os gestores têm menos incentivos para registrar ganhos e poderiam até preferir registrar uma perda.

Deste modo a instituição registrará uma perda discricionária. A segunda circunstância é quando o resultado antes da securitização está abaixo do nível do ano anterior; nesse caso o resultado com securitização tende a ser maior.

A terceira hipótese trata-se de uma contribuição adicional ao estudo de securitização, por se tratar de um tipo de securitização em que se espera as operações com FIDCs influenciam o resultado com securitização.

3.2 BASE DE DADOS

Como condição para capturar os dados da amostra, a IF deverá ter realizado operações com securitização de ativos. Sendo assim, foram eleitas instituições que cederam seus direitos creditórios a FIDCs, pois, estes Fundos são formas de securitização. O período pesquisado foi de 2002 a 2010, sendo justificado a partir da Instrução n.º 356 de 17 de Dezembro de 2001, quando a CVM regulamentou a constituição e o funcionamento do FIDC.

Em relação a coleta dos dados, relacionaram-se todos os FIDCs registrados nas categorias “Cotas registradas” e “Dispensada de registro”, junto à CVM. Identificaram-se 552 observações relativas à criação ou lançamento de nova série de FIDC. Com o objetivo de identificar as instituições cedentes, foram analisados os prospectos e/ou as DFs, divulgados no site da CVM, para cada um destes FIDCs.

Após a análise dos prospectos e/ou das DFs, encontraram-se 133 observações originadas por IFs, 297 por demais tipos de instituições e para as 122 restantes, por falta de informação, não foi possível identificar as instituições cedentes e/ou originadoras. Por este fato, pode-se considerar uma limitação nesta pesquisa, caso o cedente/originador não identificado seja uma instituição financeira,

sendo assim, esta instituição não compôs a amostra. Nas 133 observações dos FIDCs no qual as cedentes são as IFs, identificaram-se 34 instituições, e, em função da disponibilidade dos dados, a base da amostra foi composta por 28 IFs. Por fim, foram analisadas as DFs, para o período estudado, das 28 IFs cedentes a FIDCs.

Para formar uma base maior de observações, incluíram-se todos os períodos destas IFs que realizaram operações com securitização. Ou seja, independentemente de a securitização ter sido com FIDC, ou com outro tipo de cessionário (por exemplo, outra IF) a IF entrou na base de dados.

Cumprе destacar a possibilidade de viés na amostra, uma vez que a amostra foi composta apenas por IFs que realizaram securitização.

3.3 MODELO EMPÍRICO

O aprofundamento da análise será realizado por meio de uma regressão de dados em painel o qual permite identificar a relação proposta na introdução, sendo esta uma adaptação do modelo desenvolvido por Dechow, Myers e Shakespeare (2009).

$$\text{Res_sec}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Vpse}_{it} + \beta_n \text{X}_{nit} + \beta_3 \text{Dfidc}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{Res_sec}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Vpse}_{it} + \beta_n \text{X}_{nit} + \beta_3 \text{Dfidc}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

onde:

Res_sec_{it} : Variável Resultado com Securitização da IF i no ano t.

VPSE_{it} : Variável Resultado antes da Securitização da IF i no ano t.

X_{nit} : Variáveis controles da IF i no ano t.

$\Delta V_{pse_{it}}$: Variável da Variação do Resultado antes da Securitização da IF i no ano t .

$D_{fidc_{it}}$: Variável *dummy* que assumirá 1 quando a IF apresentar um FIDC constituído, caso contrário, zero.

ε_{it} : Termo de erro aleatório

A análise da regressão acima recai sobre o coeficiente do β_1 . Consoante Dechow, Myers e Shakespeare 2009, caso seu sinal seja negativo, haverá evidências que permitem inferir a existência da relação negativa entre o resultado antes da securitização e o resultado de securitização, corroborando a hipótese de gerenciamento de resultados.

Adicionalmente, torna-se interessante a captação da informação referente ao impacto da criação do FIDC no resultado com securitização. Dessa forma, incluiu-se uma variável *dummy* (qualitativa) que identifica a existência de FIDC na IF.

Caso o coeficiente estimado para as variáveis *dummy* dos modelos acima seja positivo e significativo, encontra-se evidência de que a criação de um FIDC causa impacto no resultado com securitização, possivelmente proveniente de gerenciamento de resultados.

3.4 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

No Quadro 3, são apresentadas as variáveis que compõem as análises realizadas nesta pesquisa e suas descrições. As informações foram coletadas por meio dos saldos contábeis registrados nas DFs, bem como nas notas explicativas das IFs. Estas, por sua vez, são divulgadas nos respectivos sítios institucionais do BACEN, por meio das Informações Financeiras Trimestrais (IFT), e da CVM, por meio das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP).

As variáveis descritas por Dechow, Myers e Shakespeare (2009), aqui foram operacionalizadas de forma a se adequarem aos dados brasileiros e são padronizadas em termos do PL com o escopo de evitar distorções dos valores entre as IFs, eliminando assim, o problema relativo ao “tamanho” das Instituições. O PL foi utilizado por constituir uma medida de capital mais significativa que os ativos, em função de estes estarem mais sujeitos ao gerenciamento (DECHOW; MYERS e SHAKESPEARE, 2009).

Variável	Descrição
Resultado com Securitização	Resultado obtido com a securitização dividido pelo PL do exercício anterior.
Resultado antes da Securitização	Resultado líquido do exercício deduzido do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO”, dividido pelo PL do exercício anterior.
Variação do resultado antes da Securitização	O “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício atual, reduzido do “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício anterior, dividido pelo PL do exercício anterior.
<i>Dummy</i> Fidc	Variável <i>dummy</i> que assumirá 1, quando a IF apresentar um FIDC constituído ou lançamento de uma nova série.
Variáveis controles	
Resultado com Securitização do Setor	Calculado a partir da mediana do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO” do ano, dividido pelo PL do exercício anterior.
Média do Retorno sobre o PL Médio	Média dos últimos cinco anos do retorno do PL (ROE) de cada instituição.
Taxa de desconto	Quociente apurado entre o valor presente da venda do título securitizado (cessão), e o valor presente deste título registrado na contabilidade.
Fluxo de caixa antes da Securitização	Somatório do fluxo de caixa operacional com o fluxo de caixa de investimento, deduzido pelo valor recebido na venda do título securitizado (cessão), dividido pelo PL do ano anterior.
<i>Dummy</i> Regulamentação	Variável <i>dummy</i> que assumirá 1, quando a IF for regulamentada pela CVM.

Quadro 3: Relação base de variáveis
Fonte: Elaborado pelo autor

As variáveis controles foram inseridas com o objetivo de retirar uma possível correlação entre o termo de erro e as variáveis explicativas, fato este que poderia causar viés nas estimativas encontradas.

Capítulo 4

4 RESULTADOS

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A aplicação da metodologia, nesta seção de resultados, inicia-se apresentando as estatísticas descritivas das variáveis de interesse na análise. Dentre elas, pode-se destacar a média, desvio padrão, mínimos e máximos das variáveis.

Os dados contidos na tabela 1 referem-se a 28 IFs, considerando o período em análise, das quais foram coletadas 144 observações para todas as variáveis, exceto para a variável controle “Fluxo de Caixa antes da Securitização”, onde foram disponibilizadas 75 observações. Isso porque as IFs passaram a publicar as Demonstrações de Fluxo de Caixa a partir de 2008 com saldo comparativo a 2007.

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Descrição	N	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Resultado com Securitização	144	0,4761	0,7408	-0,6133	3,3877
Resultado antes da Securitização	144	-0,1882	0,6697	-2,8514	2,0559
Varição do Resultado antes da Securitização	144	-0,1023	0,6091	-3,1714	3,2342
Resultado com Securitização do Setor	144	0,1808	0,3920	0,0005	2,9913
Média do Retorno sobre o PL médio	144	0,2213	0,1224	-0,1083	0,5341
Taxa de Desconto	144	0,1215	0,1528	-0,7860	0,4890
Fluxo de Caixa antes da Securitização	75	-4,6914	6,4599	-32,2736	1,7278
Segmento	144	0,7778	0,4172	0	1
Regulamentação	144	0,2222	0,4172	0	1
Fidc	144	0,4097	0,4935	0	1
Resultado Líquido do Exercício	144	102.376	164.058	-142.244	1.207.639
Ativo Total	144	4.761.585	10.289.051	37.905	66.870.823
PL	144	961.335	3.332.486	10.718	24.438.905

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota (1): **Resultado com Securitização**: obtido com a securitização dividido pelo PL do exercício

anterior; **Resultado antes da Securitização:** Resultado líquido do exercício deduzido do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO”, dividido pelo PL do exercício anterior; **Varição do resultado antes da Securitização:** O “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício atual, reduzido do “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício anterior, dividido pelo PL do exercício anterior; **Resultado com Securitização do Setor:** Calculado a partir da mediana do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO” do ano, dividido pelo PL do exercício anterior; **Média do Retorno sobre o PL Médio:** Média dos últimos cinco anos do retorno do PL (ROE) de cada instituição; **Taxa de desconto:** Quociente apurado entre o valor presente da venda do título securitizado (cessão), e o valor presente deste título registrado na contabilidade; **Fluxo de caixa antes da Securitização:** Somatório do fluxo de caixa operacional com o fluxo de caixa de investimento, deduzido pelo valor recebido na venda do título securitizado (cessão), dividido pelo PL do ano anterior; **Regulamentação:** Variável *dummy* que assumirá 1, quando a IF for regulamentada pela CVM; **Fidc:** Variável *dummy* que assumirá 1, quando a IF apresentar um FIDC constituído ou lançamento de uma nova série.

Nota (2): Os valores apresentados nas colunas de mínimo e máximo para as observações “Resultado Líquido do Exercício, Ativo Total e PL” estão expressos em milhares de reais, já para “Segmento, Regulamentação e Criação de Fidc” por se tratarem de variáveis *dummy*, assumirão 1 (um) quando existir ou 0 (zero) caso contrário. As demais variáveis estão representadas em forma de índice, em função das mesmas serem escalonadas pelo PL das IFs.

Pode-se observar que a média do resultado com securitização foi positiva, durante o período de análise, ao passo que as médias do resultado antes da securitização e da variação do resultado antes da securitização se apresentaram negativas. A média do Resultado Líquido do Exercício foi de R\$ 102.376, corroborando a premissa de o resultado com securitização pode influenciar o resultado do exercício da IF, portanto ainda não se pode afirmar.

Torna-se interessante analisar a taxa média de desconto das operações com securitização foi de 0,1215, enquanto o resultado com securitização do setor foi de 0,1808. Outro fato interessante foi a média Fluxo de Caixa antes da Securitização ser -4,67, indo em conformidade com a média de -4,57 encontrada por Dechow, Myers e Shakespeare (2009). Observou-se ainda que houve criação de FIDC em 41% das observações¹, e 22% delas se apresentam com regulamentação da CVM.

O segmento das instituições pesquisadas é composto em 78% por Bancos Múltiplos. As demais são representadas por Banco Comercial, Investimento, Comercial Cooperativo e Financeira.

¹ Significa dizer que em 41% das observações, incluindo todas as IFs em todos os períodos de análise, houve criação ou lançamento de nova tranche de FIDC.

Dechow, Myers e Shakespeare (2009) afirmam: quando uma empresa “vende” seus recebíveis, ela recebe caixa e qualquer diferença é registrada como um ganho ou perda referindo a este efeito da renda como um “ganho”, uma vez que os ganhos são típicos no processo de securitização de ativos. De encontro com a predição da literatura internacional, os resultados naquele estudo relataram que 76% das observações são ganhos, 15% perdas e 9% tem efeito zero sobre o ganho. Os resultados deste estudo revelam que 85% das observações reportaram ganho, 9% prejuízo e 6% não apresentaram ganho nem prejuízo com securitização.

Além da apresentação acima cabe destacar as correlações encontradas. Uma medida de associação entre as variáveis já pode apresentar indícios da existência de padrão de comportamento conjunto das variáveis.

A Tabela 2 apresenta as correlações que denotam uma boa medida de associação linear entre as variáveis de interesse.

TABELA 2: CORRELAÇÕES ENTRE AS VARIÁVEIS

	Resultado com Securitização	Resultado antes da Securitização	Variação do Resultado antes da Securitização	Resultado Líquido do Exercício	Resultado com Securitização do Setor	Média do Retorno sobre o PL médio	Taxa de desconto	Fluxo de caixa antes da Securitização	Segmento	Ativo Total	Regulamentação
Resultado antes da Securitização	-0,96 ^(*)										
Variação do Resultado antes da Securitização	-0,67 ^(*)	0,73 ^(*)									
Resultado Líquido do Exercício	0,25 ^(*)	-0,18 ^(*)	-0,04								
Controles											
Resultado com Securitização do Setor	0,37 ^(*)	-0,34 ^(*)	-0,38 ^(*)	-0,33 ^(*)							
Média do Retorno sobre o PL médio	0,41 ^(*)	-0,33 ^(*)	-0,12 ^(*)	0,23 ^(*)	0,10 ^(*)						
Taxa de desconto	0,43 ^(*)	-0,38 ^(*)	-0,21 ^(*)	0,19 ^(*)	-0,03	0,12 ^(*)					
Fluxo de caixa antes da Securitização	-0,47 ^(*)	0,39 ^(*)	0,19 ^(*)	0,09	-0,63 ^(*)	-0,18 ^(*)	-0,06				
Segmento	-0,03	0,06	0,06	0,33 ^(*)	-0,36 ^(*)	-0,08	0,24 ^(*)	0,16 ^(*)			
Ativo Total	-0,03	0,04	0,06	0,70 ^(*)	-0,44 ^(*)	-0,04	0,02	0,28 ^(*)	0,40 ^(*)		
Regulamentação	-0,10 ^(*)	0,14 ^(*)	0,08	0,27 ^(*)	-0,28 ^(*)	0,00	-0,01	0,25 ^(*)	0,15 ^(*)	0,05	
Fidc	0,35 ^(*)	-0,34 ^(*)	-0,22 ^(*)	0,15 ^(*)	0,28 ^(*)	0,04	0,19 ^(*)	-0,20 ^(*)	-0,03	0,04	-0,11 ^(*)

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: **Resultado com Securitização**: obtido com a securitização dividido pelo PL do exercício anterior; **Resultado antes da Securitização**: Resultado líquido do exercício deduzido do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO”, dividido pelo PL do exercício anterior; **Variação do resultado antes da Securitização**: O “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício atual, reduzido do “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício anterior, dividido pelo PL do exercício anterior; **Resultado Líquido do Exercício**: Lucro ou Prejuízo da IF; **Resultado com Securitização do Setor**:

Calculado a partir da mediana do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO” do ano, dividido pelo PL do exercício anterior; **Média do Retorno sobre o PL Médio**: Média dos últimos cinco anos do retorno do PL (ROE) de cada instituição; **Taxa de desconto**: Quociente apurado entre o valor presente da venda do título securitizado (cessão), e o valor presente deste título registrado na contabilidade; **Fluxo de caixa antes da Securitização**: Somatório do fluxo de caixa operacional com o fluxo de caixa de investimento, deduzido pelo valor recebido na venda do título securitizado (cessão), dividido pelo PL do ano anterior; **Ativo Total**: Total do Ativo da IF; **Regulamentação**: Variável *dummy* que assumirá 1, quando a IF for regulamentada pela CVM; **Fidc**: Variável *dummy* que assumirá 1, quando a IF apresentar um FIDC constituído ou lançamento de uma nova série.⁽⁷⁾ Valores significantes a 0,10.

A Tabela 2 explicita uma forte correlação negativa entre o Resultado com Securitização e as variáveis referentes ao período antes da Securitização, uma vez que a correlação do Resultado com Securitização e o Resultado antes da Securitização é -0,96, com a Variação do Resultado antes da Securitização de -0,67 e com o Fluxo de Caixa antes da Securitização de -0,47. Como esperado, as medidas de importância da atividade de securitização são negativamente correlacionadas com o Resultado com Securitização, em coerência com os achados de Dechow, Myers e Shakespeare (2009), Resultado antes da Securitização é -0,80, a Variação do Resultado antes da Securitização é de -0,34 e o Fluxo de Caixa antes da Securitização é de -0,49.

Observa-se também que instituições, ao criarem FIDC em um determinado período, possuem maiores Resultados com Securitização, conforme o coeficiente de correlação entre as variáveis 0,35. Tais resultados seguem no sentido de corroborar as hipóteses do trabalho, indicando possível gerenciamento via securitização. Entretanto, a simples análise descritiva não permite a realização de inferência conclusiva acerca das relações de interesse. Destarte, ainda não se confirma a existência de gerenciamento de resultados por parte das firmas. Nesse sentido, a seção seguinte apresenta os resultados obtidos, a partir do modelo econométrico, sob o qual as hipóteses serão testadas.

4.2 RESULTADOS EMPÍRICOS

As regressões apresentadas, anteriormente, nas equações (1) e (2) foram estimadas por dados em painel com efeitos fixos, por considerar que os fatores não observáveis, invariantes no tempo são não aleatórios. Cabe observar que os dados constituem um painel não balanceado, porquanto há instituições para as quais os

dados não foram identificáveis, nas respectivas notas explicativas para todo o período.

O quadro a seguir descreve a predição dos sinais para cada variável de interesse utilizada neste estudo.

VARIÁVEL	SINAL	PREDIÇÃO
Resultado antes da Securitização e Variação do Resultado antes da Securitização	-	De acordo com os estudos de Dechow, Myers e Shakespeare 2009, os gestores tendem registrar ganhos de securitização quando os resultados pré estão baixos ou abaixo do ano anterior. Portanto, espera-se uma correlação negativa com o resultado antes da securitização.
Controles		
Resultado com Securitização do Setor	+	Dechow, Myers e Shakespeare 2009 prevê resultado com securitização seja ganho e por se tratar da mediana dos resultados com securitização do setor, espera-se uma correlação positiva.
Média do Retorno sobre o PL médio	+	Dechow, Myers e Shakespeare 2009 prevê resultado com securitização seja ganho, logo se espera uma correlação positiva, uma vez que este ganho afeta o lucro e, por conseguinte o valor do PL.
Taxa de desconto	+	Como neste estudo não se encontrou a taxa de desconto divulgada em notas explicativas, então esta foi calculada por meio do valor de venda do título, escalonado pelo valor registrado no ativo, dessa forma espera-se um sinal positivo, uma vez que quanto maior esta taxa de desconto maior será o ganho com securitização.
Fluxo de Caixa antes da Securitização	-	Conforme Dechow, Myers e Shakespeare 2009, empresas com mais fluxos de caixa livres negativos são mais tendentes a precisar de financiamento adicional e se engajar em uma extensão maior de securitizações. Portanto, espera-se uma relação negativa.
Criação Fidc	+	FIDC é uma modalidade de securitização, espera-se quão maior o volume de operações com FIDC maior será o ganho com securitização.

Quadro 4: Sinais esperados entre as variáveis na regressão

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: **Resultado antes da Securitização:** Resultado líquido do exercício deduzido do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO”, dividido pelo PL do exercício anterior; **Variação do resultado antes da Securitização:** O “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício atual, reduzido do “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício anterior, dividido pelo PL do exercício anterior; **Resultado com Securitização do Setor:** Calculado a partir da mediana do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO” do ano, dividido pelo PL do exercício anterior; **Média do Retorno sobre o PL Médio:** Média dos últimos cinco anos do retorno do PL (ROE) de cada instituição; **Taxa de desconto:** Quociente apurado entre o valor presente da venda do título securitizado (cessão), e o valor presente deste título registrado na contabilidade; **Fluxo de caixa antes da Securitização:** Somatório do fluxo de caixa operacional com o fluxo de caixa de investimento, deduzido pelo valor recebido na venda do título securitizado (cessão), dividido pelo PL do ano anterior; **Criação Fidc:** Variável *dummy* que assumirá 1, quando a IF apresentar um FIDC constituído ou lançamento de uma nova série.

Na Tabela 3, são reportados os resultados obtidos considerando a equação (1):

TABELA 3: REGRESSÃO ENTRE O RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO E SEUS DETERMINANTES

Variável dependente: Resultado com securitização				
	Sinal predito	(1)	(2)	(3)
Intercepto		0,3108 ^(*) (10,66)	-0,1634 (-1,57)	-0,1344 ^(*) (-1,73)
Resultado antes da Securitização	-	-0,8781 ^(*) (-14,84)	-0,7325 ^(*) (-12,91)	-0,9573 ^(*) (-18,86)
Controles				
Resultado com Securitização do Setor	+		0,6048 ^(*) (3,44)	0,1052 (-0,78)
Média do Retorno sobre o PL médio	+		1,3293 ^(*) (2,85)	1,2267 ^(*) (3,18)
Taxa de desconto	+		0,4182 ^(*) (2,08)	0,0528 (0,45)
Fluxo de caixa antes da Securitização	-			-0,0248 ^(*) (-4,79)
Criação Fidc	+		0,1154 ^(*) (2,02)	-0,0622 (-1,49)
Número de observações		144	144	75
R2 ajustado		0,6568	0,7503	0,9488

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: **Resultado antes da Securitização**: Resultado líquido do exercício deduzido do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO”, dividido pelo PL do exercício anterior; **Resultado com Securitização do Setor**: Calculado a partir da mediana do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO” do ano, dividido pelo PL do exercício anterior; **Média do Retorno sobre o PL médio**: Média dos últimos cinco anos do retorno do PL (ROE) de cada instituição; **Taxa de desconto**: Quociente apurado entre o valor presente da venda do título securitizado (cessão), e o valor presente deste título registrado na contabilidade; **Fluxo de caixa antes da Securitização**: Somatório do fluxo de caixa operacional com o fluxo de caixa de investimento, deduzido pelo valor recebido na venda do título securitizado (cessão), dividido pelo PL do ano anterior; **Criação Fidc**: Variável *dummy* que assumirá 1, quando a IF apresentar um FIDC constituído ou lançamento de uma nova série. Os valores entre parênteses reportam a estatística t para cada coeficiente. ^(*) Valores significantes a 10%.

Nota-se que a relação entre resultado com securitização e resultado antes da securitização é negativa e significativa em todos os modelos, conforme esperado em uma situação de gerenciamento de resultados. O modelo (1) descreve uma

regressão simples e apresenta um efeito marginal indicando que, para uma variação unitária no resultado antes da securitização, há queda no resultado com a securitização de aproximadamente -0,88. Este achado vai ao encontro com o trabalho de Dechow, Myers e Shakespeare (2009), que verificaram uma queda no resultado com a securitização de aproximadamente -0,61.

O modelo (2) inclui variáveis de controle de modo a reduzir possível correlação entre a variável explicativa e o termo de erro, eliminando possível viés de variável omitida. O resultado indica uma pequena alteração no coeficiente de interesse, mas ainda o mantém negativo em 0,73. Pode-se observar também que a inclusão de uma *dummy* que capta a criação de FIDC apresenta um resultado significativo, indicando que a criação de FIDC causa impacto no resultado com securitização.

A inclusão do Fluxo de Caixa antes da Securitização, como variável controle, ocorre no modelo (3), o que diminui o tamanho da amostra. Os resultados anteriormente encontrados parecem ser robustos à inclusão desta nova variável, já que o resultado antes da securitização continua significativo, apresentando um aumento, em termos absolutos, do coeficiente para -0,96. Este modelo indica que a criação de FIDC não interfere no resultado com securitização, já que a variável se mostrou não significativa.

Adicionalmente, foi estimada uma regressão na qual a variável explicativa é a variação no resultado antes da securitização. Novamente, os resultados indicam relação negativa e significativa entre as variáveis. A Tabela 4 reporta os resultados obtidos considerando a equação (2):

TABELA 4: REGRESSÃO ENTRE O RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO E SEUS DETERMINANTES

Variável dependente: Resultado com securitização				
	Sinal predito	(1)	(2)	(3)
Intercepto		0,4247 ^(*) (10,96)	-0,3433 ^(*) (-2,50)	0,0012 (0,01)
Varição do Resultado antes da Securitização	-	-0,5020 ^(*) (-7,25)	-0,3980 ^(*) (-6,69)	-0,5749 ^(*) (-10,76)
Controles				
Resultado do Setor	+		0,9742 ^(*) (4,26)	-0,1363 (-0,62)
Média do Retorno sobre o PL médio	+		2,1503 ^(*) (3,46)	0,4110 (0,68)
Taxa de desconto	+		0,5917 ^(*) (2,21)	0,1681 (0,91)
Fluxo de caixa antes da Securitização	-			-0,0599 ^(*) (-7,45)
Criação Fidc	+		0,1338 ^(*) (1,75)	-0,0461 (-0,70)
Número de observações		144	144	75
R2 ajustado		0,3140	0,5550	0,8734

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota: **Varição do resultado antes da Securitização:** “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício atual, reduzido do “RESULTADO ANTES DA SECURITIZAÇÃO” do exercício anterior, dividido pelo PL do exercício anterior; **Resultado com Securitização do Setor:** Calculado a partir da mediana do “RESULTADO COM SECURITIZAÇÃO” do ano, dividido pelo PL do exercício anterior; **Média do Retorno sobre o PL médio:** Média dos últimos cinco anos do retorno do PL (ROE) de cada instituição; **Taxa de desconto:** Quociente apurado entre o valor presente da venda do título securitizado (cessão), e o valor presente deste título registrado na contabilidade; **Fluxo de caixa antes da Securitização:** Somatório do fluxo de caixa operacional com o fluxo de caixa de investimento, deduzido pelo valor recebido na venda do título securitizado (cessão), dividido pelo PL do ano anterior; **Criação Fidc:** Variável *dummy* que assumirá 1, quando a IF apresentar um FIDC constituído ou lançamento de uma nova série. Os valores entre parênteses reportam a estatística t para cada coeficiente. ^(*) Valores significantes a 10%

Verifica-se, outrossim, que a relação entre a variação do resultado da securitização e do resultado com securitização permanece inversa e significativa. No modelo de regressão simples, observou-se um coeficiente de -0,50. Esse achado vai ao encontro com o trabalho de Dechow, Myers e Shakespeare (2009), no qual encontraram uma queda no resultado com a securitização de aproximadamente -0,57.

A magnitude cai com a inclusão de variáveis de controle, todavia o sinal e a significância da relação permanecem. Não há forte evidência de que a criação de FIDC exerce influência sobre o resultado com securitização, porquanto apenas no modelo 2 a variável apresenta coeficiente significativo.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho encontrou resultados alinhados com a literatura internacional, conforme o trabalho realizado por Dechow, Myers e Shakespeare (2009) sobre o gerenciamento de resultados, partindo do pressuposto de que o ganho com securitização é uma forma de gerenciar resultados em função da flexibilidade das regras contábeis, relativas ao registro pelo valor justo.

Nesse sentido, chegou-se a outra premissa: quando os resultados antes da securitização são inferiores aos do ano anterior, pressupõe-se a existência de maiores ganhos com securitização.

Outra hipótese, de que a criação de FIDC por uma instituição eleva os resultados com securitização, não encontrou sustentação nesta pesquisa. Entretanto, uma possível justificativa para esse resultado é que mais importante que a criação de um FIDC é o resultado antes da securitização ser inferior ao exercício anterior.

Em consonância com o trabalho de Dechow, Myers e Shakespeare (2009), a falta de divulgações detalhadas sobre a taxa de desconto utilizada em transações específicas de securitização limitou a análise empírica. Outro fator que limitou a coleta de dados nesta pesquisa foi a falta de divulgação de resultado com cessão de crédito, notadamente a FIDC. Nesse aspecto, recomenda-se o aprimoramento das divulgações a respeito das securitizações de ativos nas notas explicativas das IFs.

Corroborando a literatura internacional, este trabalho evidenciou que os gestores utilizam a discricionariedade da securitização para suavizar o resultado das

IFs. Portanto não é possível discernir se o gerenciamento de resultados observado é relativo à discricão na estimativa do montante do ganho de securitização, à discricão nas quais os ativos serão securitizados, ou à discricão em decisões negociais, como, por exemplo, a taxa de desconto.

O CMN editou a Resolução 3.533/08, em 31 de janeiro de 2008, onde define um ativo deve ser baixado somente quando houver transferência substancial de riscos e benefícios (ou permanecer reconhecido quando houver retenção substancial de riscos e benefícios). No caso da retenção substancial, a IF passará a apropriar o ganho ou a perda com a securitização no prazo remanescente da operação. Esta Resolução entrará em vigor a partir de 2012. Sendo assim, as DFs individuais das IFs estarão em consonância com as normas internacionais de contabilidade.

Como sugestão para pesquisas futuras recomenda-se a replicação deste estudo, tendo por base as DFs das IFs após a entrada em vigor da Resolução 3.533/08, em busca de achados que confirmem ou refutem a hipótese de gerenciamento de resultados que tenham por base ativos securitizados. Outra pesquisa sugerida é a busca de uma correlação entre os ganhos de securitização e bônus dos CEOs.

Apesar do assunto gerenciamento de resultados ser bem difundido na literatura internacional, quando se trata do correlacionamento com a securitização de ativos em IFs, a questão ainda não é muito explorada, assim como no Brasil. Um dos motivos pode ser a grande dificuldade em coletar dados, mormente em função da falta de divulgação de informações nas DFs por parte das IFs.

REFERÊNCIAS

ANDIMA - Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro; CETIP - Câmara de Custódia e Liquidação; FIDC - Fundo de Investimento de Direitos Creditórios. Rio de Janeiro: Gráfica Stamp, 2006.

BACEN - Banco Central do Brasil. **Resolução 3.533/2008**. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=Res&ano=2008&numero=3533>>. Acesso em 15 nov. 2011a.

_____. **Resolução 3.673/2008**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2008/pdf/res_3673.pdf>. Acesso em 15 nov. 2011b.

_____. **Resolução 3.809/2009**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2009/pdf/res_3809.pdf>. Acesso em 15 nov. 2011c.

_____. **Resolução 3.895/2010**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/res/2010/pdf/res_3895.pdf>. Acesso em 15 nov. 2011d.

_____. **Circular 2.568/1995**. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/1995/pdf/circ_2568.pdf>. Acesso em 15 nov. 2011e.

BARTH, M.; TAYLOR, D. *In defense of fair value: Weighing the evidence on earnings management and asset securitizations*. **Journal of Accounting and Economics**, this issue, doi:10.1016/j.jacceco.2009.10.001. 2009.

BCSULSA, Banco Cruzeiro do Sul S.A.. **Demonstrações financeiras em 31 de dezembro de 2008 e 2007**. Disponível em: <http://www.mzweb.com.br/cruzeirodosul/web/arquivos/BCSul_DFs_2008_completa_fev20100209_port.pdf>. Acesso em 14 nov. 2011.

CARVALHO, L. Nelson; PAULO, Edilson; RODRIGUES, Adriano. Gerenciamento de resultados por meio das transações entre companhias brasileiras interligadas. **RAUSP**, v.42, n. 2, p. 216-226, 2007

COELHO, Antônio Carlos; LIMA, Iran Siqueira. Gerenciamento de resultados contábeis no Brasil: comparação entre companhias de capital fechado e de capital aberto. **RAUSP**. v.44, n.3, p.207-221, 2009.

COELHO, Antônio Carlos; LOPES, Alexsandro Broedel. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, edição especial, p.121-144, 2007.

CUPERTINO, César Medeiros; MARTINEZ, Antônio Lopo. Qualidade da auditoria e *earnings management: risk assessment* através do nível dos *Accruals*

Discricionários. Revista de Contabilidade Vista e Revista, v. 19, n. 3, p. 69-93, 2008.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 08 mar. 2011a.

_____. **Ofício-Circular CVM-SNC-SEP 01/2006**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 02 abr. 2011b.

_____. **Parecer do Comitê de Termo de Compromisso de 20 de outubro de 2010**. REF.: Processo administrativo CVM Nº RJ2009/2917. Disponível em <www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7289-0.HTM>. Acesso em 31 out. 2011c.

DECHOW, P.M.; MYERS, L.; SHAKESPEARE, C. *Fair value accounting and gains from asset securitizations: A convenient earnings management tool with compensation side-benefits*. **Journal of Accounting and Economics**, this issue, doi:10.1016/j.jacceco.2009.09.006. 2009

GALDI, Fernando Caio; *et al.* Securitização. In: LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de; PIMENTEL, Renê Coppe. (Org). **Curso de mercado financeiro**. São Paulo: Atlas, 2006, p. 170-216.

GALDI, Fernando Caio; LIMA, Iran Siqueira; PEREIRA, Leonel Molero. *Fair Value dos derivativos e gerenciamento de resultados nos bancos brasileiros: existe manipulação?* In: ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS, 7, 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2007.

GALDI, Fernando Caio; LIMA, Iran Siqueira; LOPES, Alexsandro Broedel. **Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos**. São Paulo: Atlas, 2009.

GOBETTI, Gregory; *et al.* Instrumentos financeiros. In: Ernst & Young e Fipecafi. **Manual de normas internacionais de contabilidade: IFRS versus normas brasileiras**. São Paulo: Atlas, 2009, p. 256-289.

GOULART, André Moura Cintra. **Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil**. 2007. 211 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (USP), São Paulo.

IG. **Banco Central justifica adiamento da resolução nº 3.533**. Disponível em: <<http://economia.ig.com.br/mercados/banco+central+justifica+adiamento+da+resoluc+ao+n+3533/n1237852538777.html>>. Acesso em 17 nov. 2011.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; *et al.* **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas**

as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC. São Paulo: Atlas, 2010.

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

PAULO, Edílson; SANTOS, Ariovaldo dos. Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. *Brazilian Business Review*. v.3, n. 1, p. 15-31, 2006.