

# Estimativas de justo valor e mercados financeiros



Carlos  
Sampaio  
PhD

Professor Adjunto  
da Escola Superior  
de Gestão  
do IPCB  
cfsampaio@ipcb.pt

Investidores, financiadores e outros credores tomam decisões tendo por base as divulgações efetuadas pelas entidades, especificamente a informação constante nas demonstrações financeiras. Tomando em consideração os efeitos das bases de mensuração na preparação das demonstrações financeiras, e os requisitos de informação dos utentes da informação financeira, este artigo aborda o tema da mensuração pelo justo valor e a sua relação com o comportamento dos mercados financeiros. Recorre-se à crise financeira de 2008-2009 para exemplificar esta relação. Apresenta-se informação que mostra que a crise financeira teve um papel fundamental no desenvolvimento de produção científica sobre a mensuração pelo justo valor.

A finalidade do reporte financeiro é fornecer informação útil à tomada de decisão por parte dos vários utentes, influenciando decisões relacionadas com os recursos fornecidos às entidades, particularmente por investidores, financiadores e outros credores. Por seu lado, as demonstrações financeiras têm como objetivo fornecer informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações da posição financeira de determinada entidade, nomeadamente no que respeita a ativos, passivos, situação líquida, gastos e rendimentos. Existem duas entidades internacionais principais que estabelecem os normativos reguladores dos procedimentos contabilísticos. A *International Financial Reporting Standards (IFRS) Foundation*, da qual fazem parte o *International Accounting Standards Board (IASB)*, responsável pelo desenvolvimento das normas IFRS e o *Financial Accounting Standards Board (FASB)* a organização que estabelece as Financial Accounting Standards (FAS), normas contabilísticas de relato financeiro adotadas, em particular, nos Estados Unidos da América. Refira-se que as IFRS são a fonte da generalidade dos normativos contabilísticos, aplicados localmente, a nível internacional.

Independentemente do normativo adotado, os elementos reconhecidos nas demonstrações financeiras são quantificados em unidades monetárias. Tal facto implica a utilização de um conjunto de bases de mensuração aplicáveis aos ativos e passivos e aos rendimentos e gastos com eles relacionados, tendo por base as características qualitativas da informação e os custos associados à preparação da informação financeira, útil à tomada de decisões. A Estrutura Conceptual das IFRS (EC) clarifica que é provável que exista necessidade de utilizar diferentes bases de mensuração aplicáveis aos diferentes ativos, passivos, rendimentos e gastos, identificando duas tipologias de bases de mensuração: custo histórico e valor corrente.

De acordo com a EC, a base de mensuração do custo histórico refere-se, pelo menos em parte, ao preço realizado na transação ou outro evento que deu origem ao ativo ou passivo. Por

outro lado, a mensuração pelo valor corrente proporciona informação atualizada acerca dos ativos, passivos e rendimentos e gastos relacionados numa determinada entidade. Deste modo, o valor corrente não é obtido a partir do preço da transação, reflete antes estimativas dos fluxos de caixa e outros fatores que influenciam esse valor corrente.

Entre as bases de mensuração baseadas no valor corrente, a EC faz menção a três: o custo corrente, isto é, a quantia de caixa ou seu equivalente que teria de ser incorrida se o ativo fosse correntemente adquirido; valor realizável (de liquidação), que reflete o valor presente do caixa ou seus equivalentes que possa ser realizado numa alienação ordenada do ativo ou o caixa ou equivalentes de caixa que se espera seja pago para satisfazer o passivo; e o justo valor, definido como o preço que seria recebido pela venda de um ativo, ou pago para transferir o passivo, numa transação ordinária entre participantes, no mercado, numa data específica.

Face ao exposto, o valor pelo qual os ativos, passivos, rendimentos e ganhos são reconhecidos nas demonstrações financeiras são condicionados pelas bases de mensuração adotadas, sendo que a adoção de determinada base de mensuração está condicionada pelas características qualitativas que determinam a utilidade da informação financeira, nomeadamente: a relevância - a informação será relevante se influenciar o processo de decisão dos utentes da informação e a representação fidedigna - a informação financeira deve, mais que representar determinado fenómeno, representar a substância do fenómeno que se propõe representar.

O justo valor, definido como o valor de mercado, foi desenvolvido no século XVIII, refletindo, no entanto, elementos e conceitos desenvolvidos em períodos anteriores (Donleavy 2019). Apesar do conceito não ser novo, apenas recentemente foi introduzido nos normativos contabilísticos, particularmente nas FAS 107 e FAS 115, ambas estabelecidas pelo FASB em 1993. A primeira estendendo as práticas de divulgação de instrumentos

financeiros, a ativos e passivos reconhecidos e não reconhecidos na demonstração de posição financeira, quando for praticável estimar o justo valor e, a segunda, abordando a contabilização e relato financeiro de investimentos em participações de capital, quando houver preço determinado, e em todos os investimentos em títulos de dívida.

A FAS 133, publicada em 1998, estabeleceu as normas de relato para os instrumentos derivados, incluindo certos investimentos incluídos em outros contratos e para operações de cobertura e a *International Accounting Standard* (IAS) 39, publicada pelo IASB em 2003, estabeleceu os princípios para o reconhecimento e mensuração de ativos financeiros, passivos financeiros e alguns tipos de contratos de compra ou venda de ativos não financeiros. O IASB publicou a versão completa da IFRS 9 em 2014, cujo objetivo era substituir a IAS 39, e também prescreveu os princípios para o desreconhecimento de instrumentos financeiros e para a contabilidade de cobertura. De modo geral, as normas, emanadas quer pelo FASB quer pelo IASB, apresentam similaridades nas prescrições do tratamento contábilístico de instrumentos derivados e outros instrumentos financeiros e na aplicação de estimativas pelo justo valor.

Ocorreram, entretanto, desenvolvimentos adicionais através da FAS 157, publicada em 2006, e da IFRS 13, publicada em 2012. Ambas definem o justo valor de modo similar. A FAS 157, como o preço que seria recebido para vender um ativo ou pago para transferir um passivo numa operação ordinária entre participantes no mercado, num momento determinado, nas condições estabelecidas no mercado. Comparativamente com a FAS 157, a IFRS 13 expande a definição de justo valor, indicando que se os participantes no mercado relevam as características do ativo ou passivo ao atribuírem um preço em data determinada, as entidades devem também considerar essas características a mensurarem pelo justo valor. Ambas as normas, FAS 157 e IFRS 13, estabelecem um conjunto de três níveis de mensuração pelo justo valor. O nível 1 refere-se a inputs que possam ser mensurados através

de preços estabelecidos em mercados ativos, para ativos e passivos idênticos. O nível 2 refere-se a inputs (outros que não preços cotados incluídos no nível 1) que podem ser observados direta ou indiretamente através da corroboração em mercado existente para ativos ou passivos semelhantes em mercados ativos ou inativos e através de outra informação de mercado. O nível 3 refere-se a inputs não observáveis em mercados ativos ou inativos e que refletem as assunções da entidade acerca das assunções que os participantes no mercado usariam ao atribuir um preço a um ativo ou passivo, incluindo-se aqui também assunções acerca do risco.

Efetivamente, a contabilização pelo justo valor emprega um conjunto de técnicas para proceder à revisão periódica do valor financeiro de ativos financeiros, cujos efeitos são refletidos nas demonstrações financeiras. Enquanto os ativos avaliados através do nível 1 refletem informação observada no mercado, os ativos dos níveis 2 e 3 são valorizados de acordo com preços comparáveis, modelos comparáveis ou as assunções das entidades no relato financeiro. Verifica-se, portanto, a possibilidade de existência de um grau de subjetividade relevante nas estimativas pelo justo valor, particularmente relativas a inputs de nível 3 e que, tratando-se de estimativas, há sempre risco de estarem erradas.

As definições e procedimentos para mensurar ativos e passivos pelo justo valor foram estabelecidas durante um período largo de tempo e mantiveram-se mais ou menos incontestadas representando um conjunto de ideias e assunções utilizadas para estimar o preço que um ativo ou passivo receberia no mercado (Power 2010). Tratando-se de um processo desenvolvido de modo cumulativo, manteve-se sem relativa contestação até à crise financeira de 2008-2009, crise que, pela sua dimensão, consequências e ramificação à generalidade dos países levou a que a mensuração pelo justo valor fosse considerada uma das suas causas.

As críticas à utilização de estimativas pelo justo valor para mensurar o valor de ativos e passivos surgiram de vários quadrantes

da sociedade, particularmente por parte de líderes empresariais (Hughes and Tett 2008) que argumentaram que apesar deste modelo de mensuração ser bem intencionado, as estimativas, sendo baseadas em previsões e assunções, apresentam uma possibilidade real de estarem erradas. Surgiram também críticas aos normativos contabilísticos e à sua aplicação. Por exemplo, o *Financial Crisis Advisory Group* (FCAG) enfatizou, em 2009, várias limitações ao justo valor, nomeadamente a dificuldade em aplicar a mensuração pelo justo valor em momentos de iliquidez dos mercados, o reconhecimento diferido de perdas associadas com empréstimos, produtos de crédito estruturados e outros instrumentos financeiros, problemas relacionados com instrumentos de financiamento não refletidos no balanço e, em regra geral, problemas relacionados com a complexidade dos normativos contabilísticos para instrumentos financeiros.

Adicionalmente, as críticas focaram-se em particular na FAS 157, que coloca particular ênfase no facto de a mensuração pelo justo valor ter por base os preços de mercado, quando disponíveis. O princípio subjacente a esta crítica considera que demasiada ênfase nos preços de mercado leva a vários problemas na mensuração, particularmente em momentos de menor liquidez, exacerbando os efeitos das tendências financeiras, em particular pelo facto de o justo valor ser particularmente pró-cíclico. Por exemplo, uma vez que os ativos são mensurados de acordo com os preços de mercado dos ativos subjacentes, quedas nos preços de mercado leva ao reconhecimento desse efeito na contabilidade, mesmo que o caixa ou equivalentes de caixa associados a esses ativos continuem a fluir de acordo com as expectativas. Por outro lado, subidas nos preços de mercado levam, potencialmente, à sobrevalorização dos ativos, mesmo que o caixa ou seus equivalentes se mantenham também de acordo com as expectativas, em última instância conduzindo à criação de bolhas financeiras (Wallison 2009).

Em resumo, as principais críticas às estimativas do justo valor centraram-se na iliquidez e na

pró-ciclicidade. A iliquidez, devido a produtos complexos resultantes da titularização de ativos como os empréstimos hipotecários, que estiveram no centro da crise financeira de 2008-2009 e causaram um desequilíbrio entre a oferta e a procura nas condições de mercado de muitos instrumentos financeiros complexos nos meses seguintes a agosto de 2007. A pró-ciclicidade tendo por base o argumento enganador de que, quando observáveis, os preços de mercado fornecem a melhor referência de valor do ativo subjacente, porque melhora a robustez aparente dos balanços no topo do ciclo e a reduz pela mesma medida na parte inferior do ciclo (Véron 2008).

Consequentemente, argumentou-se que as estimativas do justo valor exacerbaram a crise financeira de 2008-2009 porque contribuíram para uma excessiva alavancagem em períodos em que os mercados estavam em alta e a correções excessivas durante períodos em que os mercados entraram em queda. De qualquer modo, não existe alternativa que leve a um reconhecimento mais correto do valor dos ativos e passivos durante períodos de turbulência no mercado (Véron 2008) e o justo valor reflete diretamente a estimativa mais atual e completa do valor corrente e dos ativos e passivos no mercado, minimizando a liberdade para manipulação contabilística (Power 2010). Independentemente dos argumentos a favor ou contra a mensuração pelo justo valor, a análise à produção científica sobre o tema confirma que a crise financeira de 2008-2009 levou a um aumento acentuado da visibilidade deste tópico junto da comunidade científica, cujo foco passou a considerar com mais atenção os efeitos das estimativas pelo justo valor nas decisões dos investidores, particularmente em momentos de elevada turbulência nos mercados financeiros. A figura 1 que apresenta, por um lado, um excerto do índice *Dow Jones Industrial Average*, que inclui o período da crise financeira de 2008-2009 e, por outro, a produção científica publicada na base de dados *Web of Science* (WoS) em: <https://www.webofscience.com/>, com menção no título do documento “justo valor” e nas palavras chave “justo valor” ou “contabilidade”, no período

2000-2020 e evidencia a relação entre a crise financeira e a discussão gerada na literatura científica sobre a mensuração pelo justo valor, bem como o aumento da relevância deste tema como tópico de investigação.



**Figura 1** – Evolução do índice Dow Jones Industrial Average e produção científica

De entre os utentes da informação financeira, os investidores, em particular, tomam decisões em função da informação financeira divulgada pelas entidades. As normas contabilísticas, como instrumentos que definem as regras do reporte financeiro, condicionam a informação disponibilizada pelas entidades e, independentemente da sua bondade, em momentos de maior turbulência financeira testam a coerência das normas.

A crise financeira ocorrida no final da década de 2000 reflete o grau com que os normativos contabilísticos se podem mostrar insuficientes. Especificamente, a mensuração pelo justo valor no caso do crédito hipotecário subprime e as perdas de meados de 2007 levaram as entidades detentoras destes ativos a vendê-los, caso não disposessem de colaterais como garantias aos credores. Este aspeto influenciou negativamente os preços de mercado desses ativos e gerou dúvidas acerca dos ratings atribuídos a estes ativos e demais instrumentos a eles indexados. Por outro lado, devido à complexidade dos instrumentos, tornou-se difícil determinar o nível das perdas, ocorrendo vendas em liquidação com correspondentes perdas operacionais e de capital, mostrando as entidades envolvidas neste processo mais fracas do que a realidade dos factos indicava (Wallison 2009)

Observe-se que, independentemente das críticas aos normativos contabilísticos e/ou à mensuração e estimativas pelo justo valor, as decisões de investimento dependem de juízos de valor. Em última instância a utilização de estimativas pelo justo valor e aplicação das regulamentações, mesmo em momentos de turbulência nos mercados, tem como consequência que o preço praticado no mercado para os ativos e passivos subjacentes seja refletido na contabilidade, sendo esse precisamente o objetivo das normas.

## Bibliografia

- Comissão de Normalização Contabilística. n.d. "Sistema de Normalização Contabilística." <http://www.cnc.min-financas.pt/ias.html>.
- Donleavy, Gabriel. 2019. "An Inquiry into the Origins of Fair Value." *Accounting History* 24 (2, SI): 253-68. <https://doi.org/10.1177/1032373218818847>.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). n.d. "Financial Accounting Standards." <https://www.fasb.org/jsp/FASB/Page/SectionPage&cid=1176156316498>.
- Hughes, Jennifer, and Gillian Tett. 2008. "An Unforgiving Eye: Bankers Cry Foul over Fair Value Accounting Rules." *Financial Times*, 2008.
- International Accounting Standards Board (IASB). n.d. "International Financial Reporting Standards." <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/>.
- Power, Michael. 2010. "Fair Value Accounting, Financial Economics and the Transformation of Reliability." *Accounting and Business Research* 40 (3): 197-210. <https://doi.org/10.1080/00014788.2010.9663394>.
- Véron, Nicolas. 2008. "Fair Value Accounting Is the Wrong Scapegoat for This Crisis." *Accounting in Europe* 5 (2): 63-69. <https://doi.org/10.1080/17449480802510542>.
- Wallison, Peter J. 2009. "Fair Value Accounting - A Critique." *TheStreet*, 2009. <https://www.thestreet.com/economonitor/emerging-markets/fair-value-accounting-a-critique>.