



Mudança no Critério de Contabilização de Investimentos Financeiros: Estudo de Evento sobre Títulos Soberanos da Grécia

Change in the Accounting Criterion for Financial Investments: an event study on the sovereign debt of Greece

Erica Jann Velozo¹, Álvaro Vieira Lima², Branca Regina Cantisano Terra³, Frederico Antônio Azevedo de Carvalho⁴

RESUMO

A alteração feita pelo IASB, em 2008, na classificação dos instrumentos financeiros para reduzir as perdas bancárias com a crise do *subprime* e de títulos soberanos dos países-membro da União Europeia, após um pedido protocolado pela Comissão da União Europeia, motivou esta pesquisa. A referida alteração ensejou a mudança do critério de avaliação, que passou de valor justo para custo amortizado para os instrumentos reclassificados, muito embora alguns bancos não tenham aderido à reclassificação, mantendo a orientação original que determinava a avaliação pelo valor justo. Embora a alteração tenha colaborado para que as instituições bancárias protelassem essas perdas no resultado contábil, a mesma não afetou os fluxos de caixa futuros. Por meio de Estudo de Evento, esta pesquisa objetivou testar a Hipótese de Eficiência de Mercado - HEM, analisando 33 instituições bancárias detentoras de títulos soberanos gregos. Como evidenciam os resultados da pesquisa, o mercado foi equitativo com essas instituições, penalizando-as com base no grau de exposição aos títulos gregos, independentemente do critério utilizado, corroborando a HEM: o valor de um ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros e não dos lucros. Nesse sentido, a contribuição desta pesquisa se revela na oportunidade de, mais uma vez, testar-se a HEM em relação à adoção ou não de procedimentos contábeis que alteram o resultado sem alterar os fluxos futuros de caixa. Uma consequência importante foi que os governos, por meio da terceira revisão do Acordo de Capital de Basileia, adotaram medidas para regulamentar com mais rigor as instituições financeiras no intuito de que essas instituições, futuramente, possam suportar melhor os efeitos de uma crise financeira.

Palavras-chave: Hipótese de Mercado Eficiente; Estudo de Evento; Crise grega; Basileia.

ABSTRACT

This study was instigated by the change made in 2008 by the International Accounting Standards Board (IASB), following upon a request filed by the European Union, to the classification of financial instruments in order to reduce bank losses from the subprime crisis and from sovereign bonds of EU member states. This alteration gave rise to the modification of the evaluation criterion for the reclassified instruments from fair value to amortized cost,

¹ Universidade do Estado do Rio de Janeiro – Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. - ericajann@hotmail.com

² Universidade do Estado do Rio de Janeiro – Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. - alvarolima@attglobal.net

³ Universidade do Estado do Rio de Janeiro – Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. - brancaterra@gmail.com

⁴ Universidade Federal do Rio de Janeiro – Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, Brasil. - fdecarv@gmail.com

although some banks did not adhere to the reclassification and maintained use of the original directive that determined the valuation at fair value. Although the change contributed to the postponement by banks of reporting these losses in the accounting result, it did not affect future cash flows. Using event study methodology, this study tested the Efficient Market Hypothesis (EMH), analyzing 33 banks holding Greek sovereign bonds. Results reveal that the market treated those institutions with an even hand, penalizing them based on their degree of exposure to Greek bonds, regardless of the criterion used, and supporting the EMH: the value of an asset is the present value of future cash flows and not the profits. The contribution of this research is in once again testing the EMH with respect to the adoption or not of accounting procedures that alter the accounting result without changing future cash flows. An important consequence of this was that governments, in the third revision of the Basel Capital Accord, adopted measures to more strictly regulate financial institutions in order that these institutions, in the future, might better withstand the effects of a financial crisis.

Keywords: *Efficient Market Hypothesis; Event Study; Greek crisis; Basel Accord.*

1 INTRODUÇÃO

Com o evento da globalização dos mercados há, em maior extensão, o efeito dominó ou cascata dos mercados financeiros, onde se pode observar que um mercado em crise pode afetar em diversos graus outros mercados (Basle Committee, 2006). Partindo-se dessa premissa, a atual crise financeira vivida por alguns países, principalmente os europeus, dá-se em parte pela crise vivida pelos EUA a partir agosto de 2007 quando, com o estouro da bolha imobiliária americana, o banco francês BNP Paribas suspendeu o resgate de recursos de três fundos, sob a alegação de que os mesmos poderiam não ter fundos suficientes após as perdas das hipotecas do *subprime* americano. Essa ação desencadeou forte crise em todo o sistema financeiro mundial, levando importantes bolsas de valores a apresentar forte queda (Boyd, 2007; Olson, 2007).

Os autores Boyd (2007), Olson (2007) e Scott (2008) dizem que a crise do *subprime* americano não causou a crise europeia e sim evidenciou a situação das suas instituições financeiras, pois as mesmas tinham um alto grau de exposição a créditos e títulos de alto risco como títulos de *subprime* e títulos soberanos de países em crise financeira.

De acordo com a *Inside Mortgage Finance*, mais de US\$ 194 bilhões, ou 21% do mercado de obrigações hipotecárias americanas, estão nas mãos de investidores estrangeiros. Investidores europeus estavam entre os maiores compradores de títulos de habitação dos EUA durante o *boom* imobiliário e posterior colapso, o que desencadeou uma crise global de crédito e mais de US\$ 2 trilhões em perdas e baixas contábeis. (Duarte, Gaa, & Perlberg, 2013).

Nesse contexto, para reduzir as perdas do sistema financeiro e frear a crise agora vivida pela Europa, a União Europeia (EU) protocolou um pedido no *International Accounting Standards Board* (IASB) no intuito de que fosse alterada a forma de contabilização dos ativos e passivos financeiros, de modo que não fosse registrada no resultado a volatilidade do preço desses ativos. Justificavam sua proposta afirmando que, ao utilizar o valor justo para registrar seus ativos, usavam preços irracionais e que essa prática exacerbou as quedas nos mercados (Weil, 2011). De acordo com Weil (2011), essa mudança compromete a confiança dos investidores nos números financeiros divulgados.

Essas mudanças foram efetuadas em outubro de 2008 com efeito retroativo, já que muitos bancos já haviam divulgado as demonstrações contábeis de 2008 reclassificando ativos

e passivos financeiros de modo a poder aplicar o método do custo amortizado, implicando em protelar os prejuízos causados pela exposição a títulos de alto risco.

Na contramão dessa medida de parcelamento das baixas contábeis, no intuito de regular o mercado progressivamente, para Niyama e Gomes (2012), foi desenvolvida a pedido dos países que compõem o G-20¹, a 3ª revisão do acordo de Basileia pelo Comitê de Supervisão Bancária de Basileia, acarretando no endurecimento das regras de Basileia II, devido à crise econômica de 2008.

Artigos específicos publicados por periódicos respeitáveis no meio acadêmico já vinham denunciando essa prática de protelar os prejuízos causados pela intempérie do mercado financeiro utilizando uma brecha deixada pelo IAS 39.

Badertscher, Burks e Easton (2012), afirmam que o valor justo foi um bode expiatório convenientemente usado pelos bancos comerciais para esconder as perdas devido à alta exposição aos títulos de *subprime*.

Weil (2011) relata que essa nova classificação que enseja o uso do custo amortizado ajuda a protelar os prejuízos de uma companhia com títulos hipotecários de saúde duvidosa, mudando a denominação dos títulos no balanço.

Heaton, Lucas, McDonald (2009) afirmam que o argumento de que os ganhos são mais voláteis em contabilidade pelo justo valor de acordo com a contabilização do custo histórico parece uma estranha objeção. Ainda de acordo com os mesmos autores, se a empresa acredita que o lucro deve ser menos volátil do que relata o uso do valor justo, a narração e as notas de rodapé nos relatórios contábeis devem demonstrar que realmente os retornos daquele ativo não mudaram. Se os valores dos ativos estão realmente mudando rapidamente, essa parece ser a informação que seria de interesse para os proprietários e outras partes interessadas na empresa.

Evans, Hodder e Hopkins (2010) evidenciam que a utilização do valor justo na contabilização de títulos de investimento é positivamente relacionada à receita realizada no período posterior, indicando que o valor justo tem o poder de predizer a receita futura.

Meeks e Amel-Zadeh (2011) afirmam que a crise foi provocada pela alta alavancagem dos bancos, e não pelo valor justo. Também concluíram que, quando se introduziu o valor justo, a taxa de alavancagem foi reduzida.

Barth (1994) comparou os títulos patrimoniais de instituições financeiras distinguindo-os pelo valor justo e custo histórico e concluiu, por meio de um estudo de relevância no preço de mercado das ações das entidades, que a contabilização a valor justo é mais relevante quando comparada àquela efetuada pelo custo histórico.

De acordo com esses estudos, percebe-se que a mudança de classificação camufla a verdadeira situação das instituições. A pesquisa proposta é motivada pela importância de como a estrutura de classificação dos ativos financeiros de uma empresa pode afetar seus resultados, no presente caso, reduzindo suas perdas.

De acordo com Copeland, Weston e Shastri (2005. p. 378):

No entanto, as empresas reportam lucros por ação, e não fluxos de caixa e, frequentemente, os dois não são relacionados. Um mercado eficiente observa os efeitos de decisões gerenciais sobre o lucro por ação (LPA) ou sobre o fluxo de caixa? Esta não é uma questão sem importância, porque frequentemente observa-se executivos optando por maximizar o LPA em vez do fluxo de caixa, porque eles acreditam

¹ Grupo formado pelos ministros de finanças e chefes dos bancos centrais das 19 maiores economias do mundo mais a União Europeia. G-20

que o valor de mercado das empresas dependem do LPA relatado, quando na verdade (como veremos) não é o caso.

No caso objeto de análise desta pesquisa mudou-se o critério contábil de apuração do impacto da desvalorização dos títulos soberanos da Grécia sobre o resultado dos bancos que possuíam os referidos títulos dentre suas aplicações. O caso se presta a esse tipo de análise porque alguns bancos, muito embora também tivessem os referidos títulos em suas carteiras, não adotaram a mudança de classificação e, conseqüentemente, a mudança de critério.

Em outras palavras, temos uma amostra de bancos de diversos países que possuíam títulos gregos em suas carteiras e adotaram critérios diferentes para avaliar o impacto de sua desvalorização sobre o resultado: alguns, em sua maioria, mudaram para o critério do custo amortizado; outros, em menor número, mantiveram o critério do valor justo.

O objetivo desta pesquisa é, ante essa nova oportunidade, testar a hipótese de eficiência de mercado. Será que em relação ao valor das ações dos referidos bancos, o mercado reage de acordo com o critério de contabilização adotado, em desacordo com a hipótese de eficiência?

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Hipótese de Mercado Eficiente

De acordo com Copeland e Weston (1988) *apud* Lima (1996, p.17), a hipótese de eficiência de mercado requer que o preço de uma ação traduza de forma completa e instantânea toda a informação relevante disponível a respeito da referida ação. O problema, segundo os autores, é definir o que é informação relevante.

Para Copeland, Weston e Shastri (2005, pág 378), as empresas reportam lucros por ação e, por isso, muitas vezes optam por métodos contábeis que valorizam esses lucros, com base na hipótese de que o valor de mercado das companhias depende do lucro, muito embora a informação relevante seja o fluxo de caixa, conforme defendido pelos referidos autores e suportado pela evidência empírica dos testes de eficiência de mercado.

Para Fama (1970), no mercado eficiente o preço dos ativos negociados reflete totalmente as informações disponíveis sobre esses ativos. Ainda segundo Fama, a escolha do método contábil para apuração do lucro não afetará o preço das ações e das dívidas da empresa e, conseqüentemente, não há como receber ou fazer lucros anormais.

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2010, p. 280), “certas informações podem afetar os preços das ações mais rapidamente do que outras”. Nesse intuito, Fama criou uma classificação quanto ao tipo de informação, eficiência ou forma fraca, semiforte ou forte.

- Forma Fraca: Quando se utiliza apenas dos preços passados, deixando de considerar lucros, previsões, anúncios de fusões, etc. Incorporando integralmente a informação contida nos preços históricos, o mercado de capitais é tido como eficiente em termos fracos. É menos exigente, devido à facilidade de encontrar o preço histórico das ações, e mais econômico em constatar habituais padrões em ações.
- Forma Semiforte ou Estudo de Evento: Quando os preços das ações refletem toda informação pública disponível, como as demonstrações contábeis e informações históricas. Em 1991, Fama revisa e altera a denominação para Estudo de Evento. Difere-se da forma fraca no que tange às informações disponíveis, pois exige que essas sejam refletidas nos preços. Contudo, a forma semiforte requer tempo e custos, porque necessita de um levantamento do histórico das ações e um respaldo teórico

para que a empresa ou setores da economia sejam analisados cuidadosamente, podendo reduzir a sua atuação.

- Forma Forte ou Teste de Informação Confidencial: Quando os preços das ações refletem toda informação pública disponível, ou não. Fama (1991), também alterou a denominação da forma forte para Teste de Informação Confidencial, no intuito de facilitar a distinção entre as três formas.

A HME reza que a obtenção de lucro excessivo é improvável nos três tipos, sendo que qualquer conduta incomum de um único investidor por alguma informação relevante ao investimento será acrescida no preço do ativo, pois o mercado notaria a intenção do investidor e o preço desse ativo seria regulado automaticamente a essa nova informação.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2010), o conceito sobre HME tem implicações profundas na administração financeira, pois a eficiência do mercado extingue muitas possibilidades de geração de valor pelas empresas. Essas devem receber o valor justo pelos títulos que vendem e, nesse sentido, o preço que receberá será igual ao valor quando emitido trazido a valor presente.

2.2 Critérios e Conceitos para Classificação de Instrumentos Financeiros

De acordo com a IAS 32, um Ativo Financeiro é qualquer ativo representado por: caixa; um ativo patrimonial de outra entidade; um direito contratual de receber caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade ou trocar de ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade sob condições que são potencialmente favoráveis para a entidade; um contrato que será ou poderá ser liquidado em ações da própria entidade e um instrumento não derivativo² em relação ao qual a entidade será ou possa ser obrigada a receber um número variável de suas ações próprias; um instrumento derivativo³ que será ou poderá ser liquidado de outra forma que pela troca de uma quantia fixa de caixa ou outro ativo financeiro por um número fixo de ações próprias da entidade.

2.2.1 Instrumentos Financeiros

De acordo com a IAS 32, o instrumento financeiro é qualquer contrato que origina um ativo financeiro de uma entidade e um passivo financeiro (ou instrumento patrimonial) de outra entidade (Mourad & Paraskevopoulos, 2010).

2.2.2 Classificação dos Instrumentos Financeiros

De acordo com as IAS 32 e 39, que já vigoravam antes da crise de 2008, a entidade devia classificar os instrumentos financeiros de acordo com a natureza da informação divulgada, considerando as características dos mesmos. Ao determinar a classe dos instrumentos financeiros, define-se a forma que será medida, distinguindo os avaliados ao custo amortizado e ao valor justo (Mourad & Paraskevopoulos, 2010), estando divididos em quatro classes, conforme quadro 1:

² Instrumento não derivativo: Não se enquadra no conceito de derivativo, como títulos públicos, títulos de dívida privado, ações e fundos de investimento (Lopes, Galdi, & Lima, 2011).

³ De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe (2010), derivativo é “um instrumento financeiro cujo os resultados e valores derivam, ou dependem de alguma outra coisa”.

Quadro 1: Categorias segundo regras da IAS 39 para avaliação subsequente de instrumentos financeiros

Ativos Financeiros	Mensuração	Mudança nos valores contábeis
Mantidos para negociação	Valor justo	Demonstração do Resultado
Mantidos até o vencimento	Custo amortizado	Demonstração do Resultado
Empréstimos e recebíveis	Custo amortizado	Demonstração do Resultado
Disponíveis para venda	Valor justo	Outros lucros abrangentes como um componente do patrimônio líquido

Fonte: Mourad e Paraskevopoulos (2010 p.27).

Vale ressaltar que, antes da crise de 2008, os títulos soberanos poderiam ser classificados apenas em duas das categorias que previam a avaliação pelo valor justo com efeitos no resultado (mantidos para negociação ou disponíveis para venda).

De acordo com Mourad e Paraskevopoulos (2010), a classificação é determinada pela entidade e depois deve ser divulgada seguindo a IFRS 7. Em outubro de 2008, o IASB modificou a IAS 39 e a IFRS 7 no intuito de permitir a reclassificação retroativa a julho de alguns instrumentos financeiros dentro de algumas limitações. Assim, já em julho de 2008, alguns ativos puderam ser reclassificados para mantidos até o vencimento mudando do critério do valor justo para o custo amortizado.

Os ativos que foram reclassificados para “empréstimos e recebíveis” e “mantidos até o vencimento” serão registrados pelo novo custo amortizado do instrumento, aplicando o princípio do método de taxa efetiva de juros. Os ativos que estão classificados como “disponíveis para a venda” ou “mantidos para negociação” continuarão utilizando o valor justo. (Mourad & Paraskevopoulos, 2010)

2.2.3 Valor Justo

A definição de valor justo descrita por Lopes, Galdi e Lima (2011, p.101) é o “montante pelo qual um ativo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes independentes com conhecimento do negócio e interesse em realizá-lo, em uma transação em que não há favorecidos”.

De acordo com Padoveze, Benedicto e Leite (2012, p. 379) e Lopes, Galdi e Lima (2011, p.103) "A melhor evidência de valor justo é a existência de preços cotados em mercado ativo. Se o mercado para um instrumento financeiro não for ativo, a entidade estabelece o valor justo por meio de metodologia de apreçamento".

2.2.4 Custo amortizado

Lopes, Galdi e Lima (2011) e Padoveze, Benedicto e Leite (2012) repetem o que o IASB descreveu sobre custo amortizado, ou seja, o montante pelo qual o ativo ou passivo financeiro é mensurado em seu reconhecimento inicial, subtraindo-se as amortizações de principal, mais ou menos juros acumulados calculados com base no método da taxa de juros efetiva menos qualquer redução (direta ou por meio de conta de provisão) por ajuste ao valor recuperável ou impossibilidade do recebimento.

Lopes, Galdi e Lima (2011) descrevem que o método de mensuração do custo amortizado é o cálculo das receitas e despesas financeiras de acordo com a taxa de juros efetiva da operação (TJEO). Deve conter todos os custos associados ao instrumento financeiro, bem como quaisquer ágios e deságios relacionados à operação. Ao calcular a TJEO, a entidade deve estimar os fluxos de caixa, mas não deve considerar as perdas futuras.

2.3 Crise Financeira de 2008

O mercado de hipotecas americanas de *subprime* era composto por empréstimos imobiliários concedidos a indivíduos sem histórico de crédito ou com histórico de inadimplência, além de terem disso concedidos sem a garantia governamental. Os primeiros sinais da crise ocorreram em fevereiro de 2007 quando o banco britânico HSBC, um dos maiores do mundo, provisionou US\$ 10,5 bilhões para cobrir eventuais perdas com hipotecas americanas. Em abril, a *New Century Financial*, um credor hipotecário, declarou falência e, entre seus principais credores, estavam a Banco de Investimento *Goldman Sachs* e o *Barclays Capital*, de propriedade do banco britânico *Barclays*. Poucos dias depois, em maio de 2007, o banco suíço USB fechou sua subsidiária americana *Dillon Read Capital Management*, que atuava no segmento de hipotecas *subprime* (BBC Brasil, 2009; Bloomberg, 2008; Fundap, 2008).

Em março de 2008, o banco de investimentos americano *JP Morgan* adquiriu o também banco de investimentos americanos *Bear Stearns* após o colapso do mesmo. No início de setembro, o governo britânico intervém para resgatar o banco britânico *Lloyds* e *Royal Bank of Scotland*. Ainda em setembro, o governo americano reestatizou duas grandes empresas do mercado hipotecário americano, a *Fannie Mae* e a *Freddie Mac*. Porém, o auge da crise aconteceu em 15 de setembro com a falência do banco *Lehman Brothers* e, logo em seguida, no espaço de poucos dias, pela falência técnica da maior empresa seguradora americana, a AIG, salva pela interferência do governo americano, por meio do *Federal Reserve System* - FED, que emprestou US\$ 85 milhões em troca de uma participação pública de 80% para que a AIG não quebrasse e, assim, aumentasse a crise.

No final do mês de setembro, os bancos de investimentos americanos *Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* deixaram de ser bancos de investimentos para tornarem-se *Holdings*, e o *JP Morgan* adquiriu o banco americano *Washington Mutual*, após o mesmo ter falido. Ainda no fim de setembro, o governo holandês surpreendeu o mercado com a Co-nacionalização do banco holandês *Fortis*, com injeção governamental de US\$ 15,3 bilhões no dia 28 (BBC Brasil, 2009; Quinn, 2008; Scott, 2008).

Alguns dias depois, 4 de outubro de 2008, o governo alemão tinha uma proposta de resgate para o *Hypo Real Estate* no valor de US\$ 47,6 bilhões, porém, no dia seguinte, após uma nova análise, a chanceler alemã Angela Merkel anunciou uma injeção maior do que a anunciada anteriormente, no valor de US\$ 67,9 bilhões. No dia 12 do mesmo mês, para tentar frear a crise e reduzir as perdas do sistema bancário europeu, Alemanha, França, Itália e mais 12 países europeus reuniram-se para anunciar um pacote para conter as perdas bancárias com três elementos fundamentais: aumento da liquidez; garantias de empréstimos interbancários e recapitalização dos bancos em dificuldades com a contrapartida do Estado tomar parte das ações. Essas providências foram baseadas nas medidas adotadas pelo governo britânico ao injetar US\$ 35 bilhões no *Royal Bank of Scotland*, em troca de participações preferenciais que dão ao governo inglês a participação majoritária no banco e primazia sobre os seus lucros, e US\$ 30 bilhões ao *Lloyds*, por assumir o banco inglês HBOS. As medidas adotadas pelo Reino Unido foram justificadas pelo temor do mercado de que o *Royal Bank* precisaria de uma injeção de capital. Note-se que o mesmo teve uma queda de 52% no preço das ações no dia 07 de outubro. No mesmo dia, a Islândia nacionalizou o segundo maior banco do país, o *Lands banki*. (Chu, & Retzlaff, 2008; Scott, 2008; Traynor, & Elliott, 2008).

Em fevereiro de 2009, o congresso americano aprovou um pacote de estímulo de US\$ 787 bilhões, projetado para alavancar rapidamente o crescimento econômico, salvar entre 900 mil a 2,3 milhões de empregos e, como principal objetivo, incutir a confiança necessária para restaurar o crescimento econômico e também restaurar a confiança no setor financeiro.

Poucos dias depois, no início de março, o índice da bolsa de Nova York *Dow Jones* começou a se recuperar (Amadeo, 2009).

Em abril de 2009, o ministro da Fazenda britânico, Alistar Darling, anunciou que a crise levaria ao maior *déficit* orçamentário da história, no valor de US\$ 287 bilhões - £ 174 bilhões. (Monaghan, 2009).

2.4 Crise Financeira Grega

A Grécia é um país-membro da União Europeia desde 1981 e tornou-se formalmente membro da Eurozona em janeiro de 2001.

Em janeiro de 2002, a Grécia substituiu o Dracma, até então sua moeda oficial, pelo Euro, com uma conversão oficial de $\text{Dr} 340,75$ (trezentos e quarenta *dracmas* e setenta e cinco *lépton*) por €1 (um euro) (Tugwell, & Stoukas, 2012).

a) De acordo com os dados divulgados pelo *Statistical Office of the European Communities* (Gabinete de Estatísticas da União Europeia - Eurostat), o PIB grego, que crescia até 2008, mostrou sinais de recessão em 2009 quando teve, pela primeira vez depois de um longo período de crescimento, um crescimento negativo de 3,1% em comparação com o PIB de 2005.

O ministro de economias e finanças grego Ioannis Papathanasiou anunciou, em uma entrevista ao site *Bloomberg* em setembro de 2009, que fora refeita a previsão de *déficit* da dívida pública grega em 6% em relação ao PIB, porém, antes mesmo desse refazimento, a Grécia já estava violando o Pacto de Estabilidade e Crescimento da EU com um *déficit* público de 3,7% do PIB. O pacto reza que o *déficit* de cada país membro não pode ultrapassar 3% de seu PIB e, devido a esse descumprimento, a Grécia já se encontrava no procedimento dos *déficits* excessivos (Petraakis, 2009; Stevis, 2009).

Quando o novo primeiro-ministro grego George Papandreou assumiu o cargo, em 04 de outubro de 2009, descobriu que o governo anterior do primeiro-ministro Kostas Karamanlis informava *déficits* menores do que eles realmente eram. Esses *déficits* foram provocados pelos empréstimos adquiridos para a realização das Olimpíadas de Atenas em 2004, aumentando as despesas públicas consideravelmente (os salários do setor público tiveram um crescimento de 50% entre os anos de 1999 e 2007).

O FED iniciou, então, uma investigação em fevereiro de 2010 sobre as operações do banco de investimento Goldman Sachs com o governo grego no início de 2002. O negócio envolveu os chamados *swaps* de moeda cruzada⁴, em que a dívida pública, emitida em dólares e ienes, foi trocada por dívida em euro por um determinado período - a ser trocado nas moedas originais em uma data posterior. Como esses *swaps* foram contabilizados como uma troca de moeda e não como um empréstimo, tais operações não se tornaram públicas, ajudando a Grécia a disfarçar o verdadeiro estado de suas finanças para que pudesse atender às regras de *déficit* da Europa e entrar na zona do Euro. Segundo as investigações do FED, o Goldman Sachs usou uma taxa de câmbio fictícia, fazendo desaparecer cerca de dois por cento da dívida da Grécia. Para quitar os 2,8 bilhões de euros que o Goldman Sachs emprestou, a Grécia entrou com um contrato de *swap* separado, ligado às oscilações das taxas de juros (Balzli, 2010; Dunbar & Martinuzzi, 2012; Story, Thomas, & Schwartz, 2010).

4 Swaps de moeda cruzada são contratos mutuários usados para converter dívida em moeda estrangeira em uma obrigação em moeda nacional à taxa de câmbio de mercado. (Dunbar & Martinuzzi, 2012).

Ainda em fevereiro de 2010, o Primeiro-ministro George Papandreou anunciou um grande plano de austeridade para reduzir o *déficit*, que incluía o congelamento dos salários de todos os funcionários públicos, corte em 10% nos benefícios e 30% nas horas extras. (ENET, 2010a)

Um mês após, o governo grego anunciou o segundo pacote de austeridade, com o intuito de reduzir o atual *déficit* de 12,7% para 8,7% do PIB. (ENET, 2010b)

Em abril, a agência S&P, derrubou os mercados na Europa e nos Estados Unidos ao baixar a nota do governo grego para BB+. Enquanto isso, ações de bancos gregos caíram em mais de 9%, a maior queda diária em ações de bancos por 18 meses. A S&P também advertiu os detentores de dívida grega que eles só tinham uma "probabilidade média" entre 30% e 50% de obter seu dinheiro de volta em caso de uma reestruturação da dívida, colocando os títulos gregos no *status* de "lixo". Em junho, a Moody's seguiu a S&P rebaixando a nota grega para Ba1 e a Fitch, em dezembro, para BB+ (KeepTalkingGreece, 2010; Kolesidis, 2010).

A UE, juntamente com o FMI, aprovaram uma ajuda total no valor de 110 bilhões de euros que seriam recebidos pelo governo grego em parcelas ao longo de três anos. A parcela inicial será de 30 bilhões de euros, sendo recebida em maio de 2010 pela Grécia com uma contra partida de aumento nos cortes e nas medidas de austeridade, além de enxugamento nos gastos públicos (Lange, 2010; Spiegel, 2010).

Em maio de 2010, o primeiro-ministro George Papandreou anunciou um novo pacote de medidas de austeridade que incluíam aumentos nos impostos, cortes nos salários, bônus e pensões, aumento na idade mínima de aposentadoria, além de redução do número de municípios e privatização de empresas públicas (News.in, 2010).

O Conselho da União Europeia convidou os credores a trocar seus títulos gregos atuais em novos títulos com uma maturidade de entre 11 e 30 anos e rendimentos médios mais baixos, de 3,65% (2% para os primeiros três anos, 3% para os próximos cinco anos, e 4,2% nos anos seguintes), facilitando, assim, uma redução da dívida € 100 bilhões para a Grécia. Os credores privados concordaram e, com essa medida, houve uma redução total de 53,5% sobre o valor dos *bonds*.

Os Estados-membros da UE também concordaram em reduzir a dívida grega em 120,5% até 2020, por meio da redução retroativa das taxas de juros de resgate, conforme consta no *Euro group statement* (declaração do Eurogrupo), emitida em 21 de fevereiro de 2012.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

De acordo com Camargos e Barbosa (2003), o estudo de evento é amplamente utilizado em finanças, "principalmente na aferição da eficiência informacional do mercado em sua forma semiforte".

A hipótese a ser testada nesta pesquisa já foi anteriormente bem caracterizada: num mercado eficiente investidores avaliam seus investimentos pelo valor dos fluxos de caixa futuros das empresas, independentemente dos critérios contábeis utilizados na apuração do respectivo resultado. Vale dizer que, no caso em análise, o valor de mercado dos bancos componentes da amostra-alvo adiante descrita deve refletir a perda estimada, decorrente dos valores aplicados em títulos gregos que não serão recebidos, ou seja, o valor de seus investimentos que não retornarão.

Para refutar essa hipótese é preciso verificar se as perdas estão relacionadas ao critério contábil utilizado para reconhecê-las. Pelo método do valor justo as perdas são reconhecidas integralmente em perfeito acordo com o proposto pela hipótese de eficiência que preconiza que o valor de mercado das empresas está relacionado com os fluxos de caixa futuros. Pelo

método do custo amortizado, as perdas serão diluídas durante os exercícios seguintes e se os lucros é que são determinantes na avaliação de mercado das empresas, a redução no valor de mercado das empresas seria menor, já que as perdas seriam apropriadas paulatinamente no decorrer dos exercícios seguintes.

3.1 Amostra

A montagem da amostra partiu de lista divulgada pelo banco UBS, em 2011, sobre o valor da exposição de 54 bancos multinacionais aos títulos de dívida pública grega. Criado em 1854, o UBS Bank, que até 1998 era denominado União dos Bancos da Suíça - *Union Bank of Switzerland*, deixou de ser uma abreviatura de representação após a fusão com o *Swiss Bank Corporation*.

Optou-se por utilizar a informação fornecida pelo UBS em 2011, relativa às demonstrações contábeis de 2010, em razão da dificuldade em se obter os referidos dados relativos à exposição dos bancos aos títulos da dívida pública grega nas demonstrações contábeis dos referidos bancos nos anos mais próximos ao exercício de 2008.

A partir dessa lista de bancos, buscou-se no Relatório para Investidores, no *website* de cada instituição do ano de 2010, a informação sobre o critério de avaliação – justo ou amortizado – utilizado na contabilização dos títulos gregos.

3.1.1 Amostra de controle

Foram escolhidos, de acordo com a disponibilidade de coleta de dados sobre o preço de suas ações, 20 bancos que não possuíam títulos soberanos gregos negociados na bolsa de valores de Nova York e na Bolsa de Valores de Londres, a saber: Banco do Chile, BCB, Lloyds, Itau, Bradesco, Bancorp South, Bank of Montreal, Canadian Imperial, Bank of Hawaii, Standard Chartered, Bank of India, Yapi Ve Kredi Bankasi, Bank of Baroda, ICICI Bank, Bank of East Asia, Punjab National Bank, Toronto-Dominion Bank, Royal Bank Canada, National Bank Canada e Bank of South Carolina. A amostra de controle possui uma ação de cada banco.

De modo a avaliar o desempenho da referida amostra, seus retornos foram comparados aos retornos mensais do Índice S&P 500 (da Standard & Poor's - 500 maiores empresas americanas). Essa comparação objetivou isolar o efeito da crise do *subprime* que eventualmente poderia influenciar os retornos dos bancos da amostra de controle, muito embora alguns destes bancos também pudessem estar incluídos no cálculo do Índice S&P 500. Vale ressaltar que, devido ao efeito do risco sistemático, é provável que a crise do *subprime* também tenha atingido o mercado como um todo.

3.1.2 Amostra alvo

Dos 54 bancos que constavam na lista divulgada pelo Banco UBS, 19 bancos não tinham ações cotadas em bolsas de valores. O quadro 2 é adaptado a partir dos Dados do Banco UBS, onde foi acrescentada a situação de cada banco e o porquê dos mesmos não entrarem para a amostra principal.

Quadro 2: Bancos excluídos por não serem negociados ou não ter atividade em bolsa de valores

Banco	País	Exposição títulos gregos €m	Situação
Banca Civica	Espanha	0,008	Criado em 2012
Bank Of Valletta	Malta	0,009	Capital fechado
BASE	Espanha	0,04	Capital fechado
Bayer Landesbank	Alemanha	0,198	Instituição pública
BPCE	França	1,185	Capital fechado
Breogan Caixanova	Espanha	0,041	Fundado em 2010, com junção de três bancos.
Caixa Geral de Depositos	Portugal	0,056	Instituição pública
Dekabank	Alemanha	0,046	Instituição pública
DZ Bank	Alemanha	1,195	Capital fechado
HSB Nordbank	Alemanha	0,196	Capital fechado
Intesa	Itália	0,2	Fundiu-se em 2007 com Sanpaolo
Jupiter	Espanha	0,064	Fundiu-se em 2005 com o Azteca
Landesbank Baden	Alemanha	1,389	Capital fechado
Landesbank Hessen	Alemanha	0,078	Instituição pública
NLB	Eslovênia	0,025	Capital fechado
OP-Pohjola	Finlândia	0,021	Capital fechado
Rabobank	Holanda	0,638	Capital fechado
SNS Bank	Holanda	0,098	Nacionalizado
West LB	Alemanha	0,103	Instituição pública
Norddeutsche Landesbank	Alemanha	0,197	Sem atividade em Bolsas
Monte dei Paschi	Itália	0,035	Sem atividade em Bolsas
Total da exposição em títulos gregos		5,822	

Fonte: Elaboração Própria

Também foram excluídos dois bancos da amostra, o *Monte dei Paschi* e o *Norddeutsche Landesbank*, por não apresentarem volume ou atividade em nenhuma das bolsas de valores no período utilizado para estudo (janeiro de 2004 a outubro de 2013).

O valor total da exposição dos 54 bancos é de 92,243 milhões de euros. O valor total desses 21 bancos excluídos da amostra é de 5,822 milhões de euros, o que representa, em termos percentuais, 6,31% do valor total de exposição dos 54 bancos.

A amostra ficou constituída por 33 bancos com o valor de exposição em títulos gregos no montante de € 86.421 milhões, o que representa 93,69% do valor da lista do banco UBS.

Desses 33 bancos, seis bancos utilizam o valor justo: Bank of America (EUA), Credit Agricole (França), Deutsche Bank (Alemanha), HSBC (Reino Unido), Santander (Espanha) e UBI Banca (Itália), no valor de € 2.633 milhões o que representa 3,20% do valor total dos 33 bancos da amostra final.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

Na tabela 1 são apresentados os bancos componentes da amostra alvo, incluindo a relação Valor da Exposição sobre o Patrimônio Líquido de cada instituição em 2010:

Tabela 1: Retorno mensal no período 06/2008 a 07/2012

Critério	Banco	País	PL 2010 €m	Exposição títulos gregos, €m	Relação Exposição/PL
Amortizado	Commerzbank	Alemanha	28,658	2,900	0,101193384
Amortizado	Deutsche Postbank	Alemanha	5,627	1,200	0,213257508
Amortizado	Erste	Áustria	17,129	0,550	0,032109288
Amortizado	Raiffeisen	Áustria	10,404	0,115	0,011053441
Amortizado	Dexia	Bélgica	10,728	3,470	0,323452647
Amortizado	KBC	Bélgica	18,147	0,600	0,033063316
Amortizado	Bank of Cyprus	Chipre	2,731	2,000	0,732332479
Amortizado	Marfin Popular	Chipre/Grécia	3,533	2,943	0,833003114
Amortizado	Jyske Bank	Dinamarca	13,352	0,092	0,006890354
Amortizado	BBVA	Espanha	37,474	0,293	0,007818754
Amortizado	BNP Paribas	França	85,629	5,046	0,058928634
Amortizado	Societe Generale	França	50,975	2,500	0,049043649
Amortizado	NBG - Nationalbankgreece	Grécia	10,905	19,400	1,779000459
Amortizado	Agricultural Bank	Grécia	0,749	10,000	13,35113485
Amortizado	Piraeus	Grécia	4,032	8,700	2,157738095
Amortizado	EFG Eurobank	Grécia	6,094	7,900	1,296357073
Amortizado	Hellenic Postbank	Grécia	0,930	5,371	5,775268817
Amortizado	Alpha Bank	Grécia	5,784	4,600	0,795297372
Amortizado	ING	Holanda	35,069	2,425	0,069149391
Amortizado	Allied Irish Banks	Irlanda	4,349	0,041	0,009427455
Amortizado	Unicredit	Itália	57,770	0,801	0,013865328
Amortizado	Banco Popolare	Itália	11,527	0,089	0,007721003
Amortizado	BCP	Portugal	6,750	0,718	0,10637037
Amortizado	BPI	Portugal	1,963	0,501	0,2552216
Amortizado	Royal Bank of Scotland	Reino Unido	43,674	1,088	0,024912079
Amortizado	Barclays	Reino Unido	72,561	0,388	0,005347261
Amortizado	SEB	Suécia	99,543	0,057	0,000572617
Justo	Deutsche Bank	Alemanha	48,843	0,400	0,008189505
Justo	Santander	Espanha	80,914	0,300	0,00370764
Justo	Bank of America	EUA	170,538	0,477	0,002797031
Justo	Credit Agricole	França	77,433	0,631	0,00814898
Justo	UBI Banca	Itália	10,807	0,025	0,002313315
Justo	HSBC	Reino Unido	115,746	0,800	0,006911661

Fonte: Elaboração Própria

A análise da tabela 1 permite verificar que ao passo que os bancos que utilizam o critério do valor justo possuem valores baixos para a relação Exposição/PL, os bancos gregos, no total de 6 bancos, incluídos no grupo dos que utilizam o critério do custo amortizado, possuem valores bastante elevados para a referida relação, quando comparados aos demais 21 bancos não gregos que também utilizam o método do custo amortizado.

A seguir encontram-se os resultados do teste não paramétrico de Kruskal-Wallis para comparações múltiplas pareadas utilizando o procedimento de Steel-Dwass-Critchlow-Fligner (teste bilateral). Os referidos resultados rejeitam a hipótese nula de igualdade entre os três grupos formados a partir da amostra. Para seccionar a amostra foram utilizados os seguintes critérios:

- Gregos: Bancos de nacionalidade grega. O grupo foi composto por seis bancos e todos os bancos utilizaram o critério de custo amortizado para seus ativos financeiros.
- Justo: Bancos de outras nacionalidades que utilizam o critério do valor justo amortizado para seus ativos financeiros. O grupo foi composto por seis bancos.
- Amortizado: Bancos de outras nacionalidades, que utilizam o critério do custo amortizado para seus ativos financeiros. O grupo foi composto por 21 bancos.

Esta característica será levada em consideração nos testes que serão apresentados a seguir.

Tabela 2: Resultado do teste de Kruskal-Wallis sobre a comparação pareada das amostras

	P-valores:			Diferenças significativas:		
	Gregos	Justo	Amortizado	Gregos	Justo	Amortizado
Gregos	1	0,011	0,001	Gregos	Sim	Sim
Justo	0,011	1	0,017	Justo	Sim	Sim
Amortizado	0,001	0,017	1	Amortizado	Sim	Sim

Fonte: Elaboração Própria

4.1 Cálculo do Retorno e Regressão

O cálculo do retorno mensal no período considerado para análise (janela de acompanhamento do evento: de janeiro de 2004 até outubro de 2013) foi realizado por logaritmação, conforme utilizado por Fama (1965, p.45) e French (1980, pp. 56-57), pela seguinte equação:

$$R_i = L_n \left(\frac{P_{id}}{P_{ida}} \right)$$

Em que:

R_i é o retorno da ação no mês considerado;

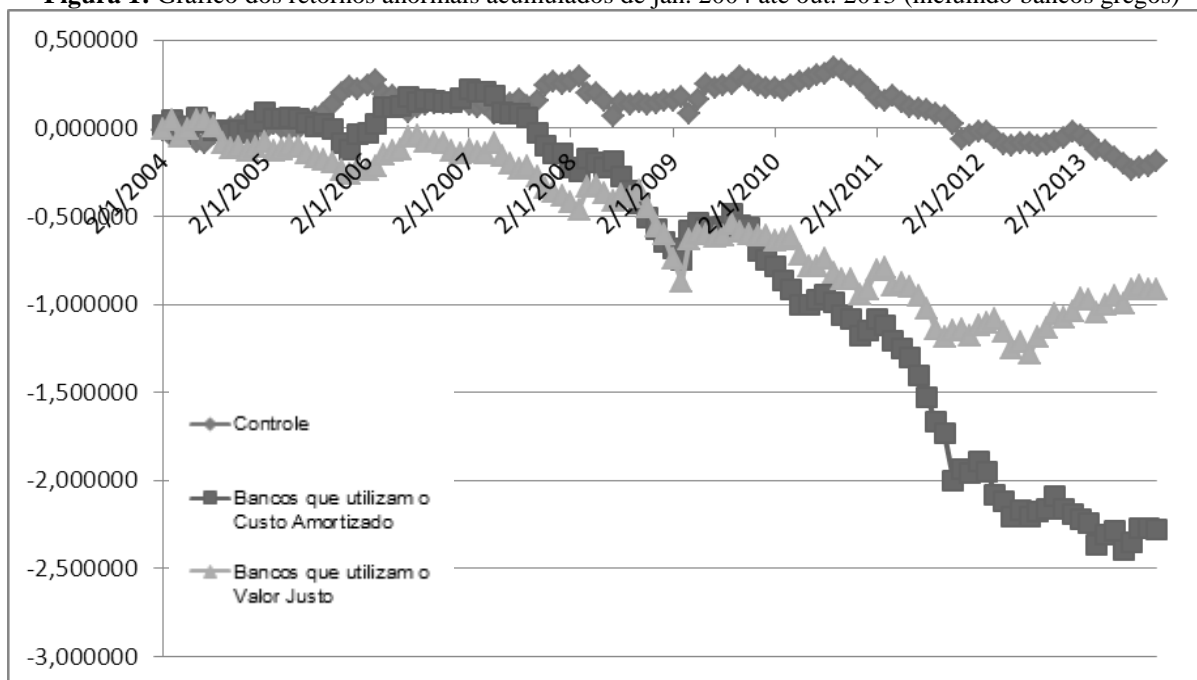
P_{id} é o preço de fechamento da ação no dia;

P_{ida} é o preço de fechamento da ação no anterior.

A seguir encontra-se o procedimento seguido para cálculo do Retorno Anormal Acumulado, tanto para a amostra de controle em relação ao Índice Standard & Poor's 500, quanto para as amostras-alvo Valor Amortizado e Valor Justo em relação à amostra de controle. Em ambos os casos, procedeu-se da seguinte forma:

- Calculou-se a média do retorno observado das ações da amostra-alvo, com base na cotação do fechamento, para cada mês do período da janela do evento.
- Calculou-se a média do retorno esperado de cada mês no período da janela do evento para a amostra de controle.
- Apurou-se a diferença entre o retorno mensal observado das amostras-alvo e o retorno observado no mês do respectivo controle (Retorno anormal mensal).
- Acumulou-se a diferença entre a média observada e o retorno de controle (Retorno anormal acumulado)

A seguir encontra-se o gráfico com os retornos anormais acumulados incluindo os 33 bancos da amostra (inclui os bancos gregos):

Figura 1: Gráfico dos retornos anormais acumulados de jan. 2004 até out. 2013 (incluindo bancos gregos)

Fonte: Dados da pesquisa

A linha superior, representada por losangos, refere-se ao retorno anormal acumulado da amostra de controle em relação ao Índice Standard & Poor's 500. Seu comportamento aparenta ser próximo ao do referido índice, sugerindo que o efeito *subprime*, de fato também afetou o comportamento do mercado como um todo.

A linha representada por triângulos refere-se ao retorno anormal acumulado dos bancos que possuíam títulos gregos e adotaram o critério do valor justo no reconhecimento das perdas. A linha representada por quadrados refere-se ao retorno anormal acumulado dos bancos que possuíam títulos gregos e adotaram o critério do valor amortizado no reconhecimento das perdas. Aparentemente as duas amostras têm comportamento muito próximo, mormente no período crítico da crise do *subprime* que culminou com a mudança de classificação no segundo semestre de 2008.

Vale ressaltar que no período que antecede a crise, os bancos que posteriormente reclassificaram as operações e utilizaram o custo amortizado apresentavam retorno anormal acumulado idêntico ao da amostra de controle e superior ao dos bancos que mantiveram a opção pelo critério do valor justo. É provável que o mercado pagasse um prêmio pelo risco de sua maior exposição. Depois da crise, essa situação se inverteu, com os bancos que mantiveram a opção pelo critério do valor justo acumulando perdas menores do que os que optaram pelo critério do custo amortizado. Assim, o mercado sanciona a opção mais conservadora dos bancos que mantiveram o critério pelo valor justo, os quais, por sua vez, teriam mantido a opção como uma forma de sinalizar ao mercado que poderiam suportar os prejuízos e não precisariam optar pelo método que diminuiria suas perdas contábeis. Essa análise visual do gráfico permite considerar a aceitação da hipótese de eficiência do mercado para o evento em questão, já que o mercado aparentemente não levou em consideração a diferença entre os métodos contábeis para avaliar as perdas de valor dos bancos.

De forma a aprofundar a análise, optou-se por fazer uma regressão linear tendo como variável independente a relação Exposição/PL em 2010 dos bancos de ambas as amostras-alvo, num total de 33 bancos, e como variável dependente o retorno anormal acumulado dos referidos bancos no período que vai de julho de 2008 a julho de 2012, período este que tem

como data central a data da relação considerada. A tabela 3 apresenta os resultados da regressão.

Tabela 3: Resultados da regressão linear dos 33 bancos (incluindo os bancos gregos)

Fonte	Valor	Erro Padrão	T	Pr> t
Intercepto	-1,651	0,252	-6,548	<0,0001
Rel 2010	-0,310	0,097	-3,198	0,003
F	Pr> F		R²	0,248
10,228	0,003			

Fonte: Dados da pesquisa

Como esperado, o coeficiente da relação é negativo, indicando que quanto maior o valor da relação Exposição/PL, menor é o retorno anormal acumulado. O coeficiente da variável é significativo, indicando uma probabilidade de 0,3% de erro, no caso de rejeição da hipótese nula, de não haver relação entre a variável Exposição/PL e o retorno anormal acumulado no período.

Como se viu anteriormente, o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis para comparações múltiplas pareadas rejeitou a hipótese de igualdade entre as amostras. Nessas condições, pode-se supor que a excessiva exposição dos bancos gregos tenha favorecido os resultados da regressão ao estender o intervalo entre o grau de exposição dos bancos. Optou-se por proceder a nova regressão linear, nos mesmos moldes da anterior, excluindo os bancos gregos, ficando com uma amostra de 27 bancos. A tabela 4 apresenta os resultados da regressão.

Tabela 4: Resultados da regressão linear dos 27 bancos (excluindo os bancos gregos)

Fonte	Valor	Erro padrão	T	Pr> t
Intercepto	-1,282	0,289	-4,435	0,000
Rel 2010	-2,641	1,234	-2,140	0,042
F	Pr> F		R²	0,155
4,579	0,042			

Fonte: Dados da pesquisa

Assim como no caso anterior, o coeficiente da relação é negativo, indicando que quanto maior o valor da relação Exposição/PL, menor é o retorno anormal acumulado. O coeficiente da variável é significativo, indicando uma probabilidade de 4,2% de erro, no caso de rejeição da hipótese nula, de não haver relação entre a variável Exposição/PL e o retorno anormal acumulado no período.

De modo a verificar se o critério de reconhecimento das perdas melhora os indicadores da regressão, decidiu-se pela inclusão de variáveis *dummy* na regressão. Num primeiro momento, considerando mais uma vez a diferença entre as amostras, utilizou-se duas variáveis *dummy*. A primeira delas controla a opção pelo método, justo ou amortizado. A segunda controla bancos gregos ou bancos de outra nacionalidade. Os resultados estão apresentados a seguir.

Tabela 5: Resultados da regressão linear múltipla dos 33 bancos (incluindo os bancos gregos)

Fonte	Valor	Erro padrão	T	Pr> t
Intercepto	-1,870	0,966	-1,936	0,063
Rel 2010	-0,197	0,123	-1,598	0,121
D Jt-0	-0,773	0,619	-1,248	0,222
D Jt-1	0,000	0,000		
D Am Gr/Out-0	0,924	0,796	1,161	0,255
D Am Gr/Out-1	0,000	0,000		
F	Pr> F		R²	0,328
4,715	0,008			

Fonte: Dados da pesquisa

Embora o coeficiente da relação Exposição/PL seja negativo, conforme esperado, seu coeficiente não tem significância estatística ao nível de 5%, e muito menos os coeficientes das variáveis *dummy*.

Mais uma vez reprocessou-se a regressão retirando os bancos gregos pelas mesmas razões anteriormente expostas. Nesse caso, utilizou-se apenas uma variável *dummy* para controlar o método, justo ou amortizado. Seguem-se os resultados.

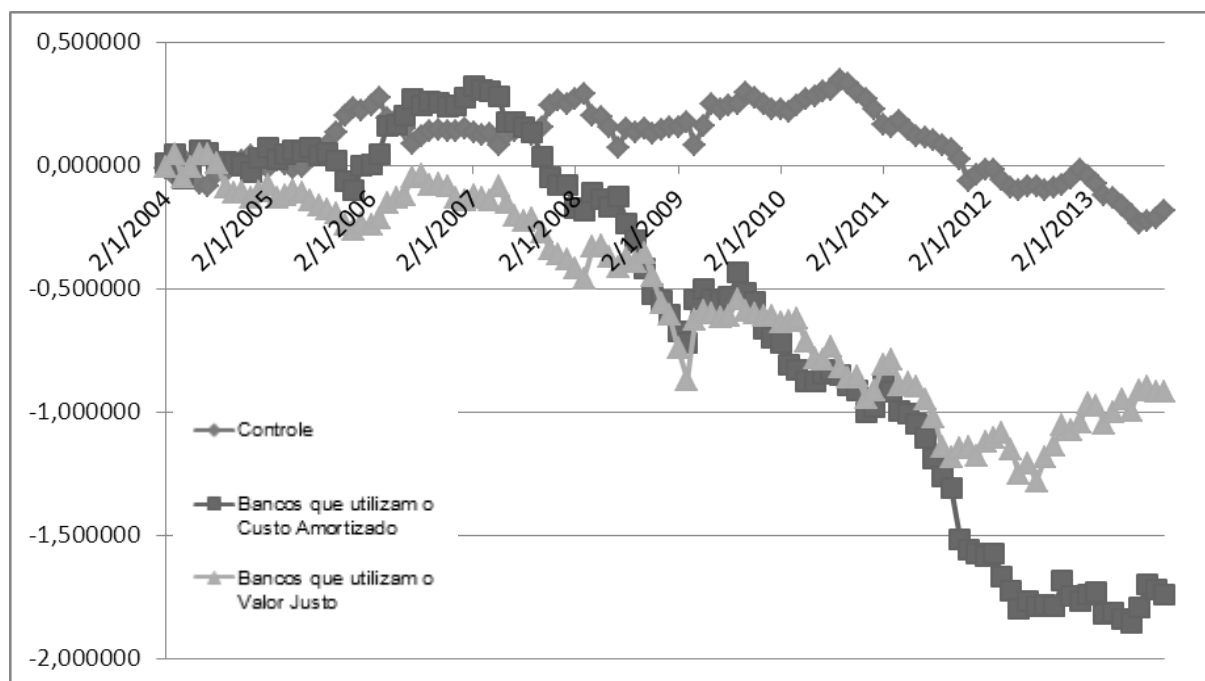
Tabela 6: Resultados da regressão linear múltipla dos 27 bancos (excluindo os bancos gregos)

Fonte	Valor	Erro padrão	T	Pr> t
Intercepto	-0,934	0,549	-1,703	0,101
Rel 2010	-2,385	1,292	-1,846	0,077
Jt / Am - 0	-0,483	0,645	-0,749	0,461
Jt / Am - 1	0,000	0,000		
F	Pr> F		R²	0,174
2,530	0,101			

Fonte: Dados da pesquisa

Mais uma vez o coeficiente da relação Exposição/PL é negativo, conforme esperado, mas seu coeficiente só teria significância estatística ao nível de 7,7% e o coeficiente da variável *dummy* incluído para controle do método de avaliação das perdas não tem significância estatística.

A seguir, encontra-se o gráfico dos retornos anormais acumulados, anteriormente apresentado, neste caso, sem a inclusão dos bancos gregos.

Figura 2 - Gráfico dos retornos anormais acumulados de jan. 2004 até out. 2013 (excluindo bancos gregos)

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados das regressões suportam a avaliação inicial feita com base na análise gráfica, qual seja o valor acumulado das perdas no período analisado pode ser explicado somente pelo grau de exposição em títulos gregos. O método contábil usado para registrar as perdas, além de não melhorar os resultados da regressão, não tem significância estatística. Tais resultados corroboram a hipótese de mercado eficiente, na sua forma semiforte ou de estudo de eventos, no que se refere ao problema analisado.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para Popper (2004), no que tange a determinar o estatuto científico de uma teoria, deve-se adotar dois critérios: que a teoria seja capaz de ser contestada, caso contrário a mesma não é considerada científica, e; que toda vez que a teoria é testada, está-se diante de uma nova tentativa para refutá-la. Assim, a possibilidade de testar equivale à possibilidade de refutar. Algumas teorias são mais testáveis e, por isso, estão mais expostas à refutação.

Ainda segundo Popper (2004), novos fatos que estão de acordo com as previsões de uma teoria não confirmam por si só a teoria, mas única e exclusivamente a corroboram. No momento em que uma teoria é corroborada, a mesma não se confirma, apenas se robustece.

O objetivo desta pesquisa é, ante uma nova oportunidade, testar a HEM em relação à adoção ou não de procedimentos contábeis que alteram o resultado sem alterar os fluxos futuros de caixa.

Através da acumulação dos retornos anormais dos bancos componentes de ambas as amostras-alvo, e apoiado pelos resultados das regressões processadas, seria possível deduzir que a alteração do critério contábil ensejada pela reclassificação dos títulos da Grécia não surtiu efeito sobre o valor de mercado das instituições componentes da amostra. Embora os controladores dessas instituições tenham orientado suas decisões no sentido de maximizar o LPA, o mercado reagiu com base no impacto sobre o fluxo de caixa que as perdas com os títulos gregos trariam para os bancos, como afirmam Copeland, Weston e Shastri (2005).

Do gráfico do retorno acumulado, é possível observar que os bancos detentores de maiores volumes de títulos gregos (utilizam o custo amortizado), até início de 2008, tinham maiores retornos devido ao prêmio de risco que o mercado concedia pela aplicação em títulos gregos, em função de um eventual crescimento da economia grega. Quando esse quadro se inverteu, o mercado imediatamente penalizou essas instituições por estarem demasiadamente expostas a um risco maior do que os bancos que tinham um menor grau de endividamento (utilizam o valor justo).

Por sua vez, as instituições menos expostas utilizam o valor justo na contabilização de seus ativos financeiros, inclusive para demonstrar ao mercado que possuem uma boa saúde financeira devido à sua política mais conservadora, diferentemente dos que utilizam o custo amortizado.

A prática de optar, entre critérios contábeis, por aqueles que minimizam perdas é comum, conforme Beresford em 1988 *apud* Hendriksen e Breda (2011), ao afirmar que a busca por “uma solução contábil rápida é proposta como solução para um problema econômico difícil”. O mesmo ainda lembra que a contabilidade deve proporcionar informação relevante e de caráter confiável e não solucionar problemas econômicos ou sociais.

Os bancos mais atingidos receberam grandes aportes de capital dos seus governos para não quebrarem, e conseqüentemente, levarem os seus países de origem a uma recessão ou ampliação da crise já vivenciada. Em uma tentativa de disciplinar o sistema financeiro, os 20 países com maior economia global e a UE assinaram a 3ª revisão do acordo de Basileia, que será aplicada gradativamente até janeiro de 2022.

Pesquisas futuras podem ampliar a amostra pesquisada em relação ao número de bancos, além de tentar obter os dados de 2008 (exposição aos títulos soberanos gregos) dos bancos pesquisados, bem como informações sobre o resultado de 2008, caso a reclassificação não fosse adotada. Finalizando, também se recomenda um estudo semelhante utilizando outros títulos de alto risco ou analisando todos os títulos de diferentes graus de risco de cada instituição financeira, além de analisar se as mesmas estão seguindo o Acordo de Basileia.

REFERÊNCIAS

- Amadeo, K. (2009). *What Was the Stimulus Package?* Disponível em: http://useconomy.about.com/od/candidatesandtheconomy/a/Obama_Stimulus.htm. Acesso em: 10 dez. 2013.
- Badertscher, B., Burks, J. J., & Easton, P. D. (2012). A convenient scapegoat: fair value accounting by commercial Banks during the financial crisis. *The Accounting Review*, 87(1), 59-90.
- Balzli, B. (2010). *Greek Debt Crisis: How Goldman Sachs Helped Greece to Mask its True Debt*. Disponível em: <<http://www.spiegel.de/international/europe/greek-debt-crisis-how-goldman-sachs-helped-greece-to-mask-its-true-debt-a-676634.html>> Acesso em: 22 fev. 2014.
- Barth, M. E. (1994). Fair value accounting: evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review*, 69(1), 1-25.
- Basle Committee On Banking Supervision. (2006). *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework - Comprehensive Version*. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/bcbs128.htm>. Acesso em: 04 dez. 2013.

BBC Brasil. (2009) *Cronologia da Crise*. Disponível em: http://www.bbc.co.uk/portuguese/noticias/2009/09/090902_aftershock_timeline_noflash.shtml
Acesso em: 10 dez. 2013.

Bloomberg. (2008). *Company Overview of New Century Financial Corp*. Disponível em: <http://investing.businessweek.com/research/stocks/private/snapshot.asp?privcapId=95494>
Acesso em: 10 dez. 2013

Boyd, S. (2007). *BNP Paribas Freezes Funds as Loan Losses Roil Markets*. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aW1wj5i.vyOg> Acesso em: 03 dez. 2013.

Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2003). Estudo de eventos: Teoria e operacionalização - *Caderno de Pesquisas em Administração*, 10(3), 01-20.

Chu, H., & Retzlaff, C. *Sweeping bank bail out sunite Europe*. Disponível em: <http://articles.latimes.com/2008/oct/14/business/fi-europe14> Acesso em: 10 dez. 2013.

Copeland, T., Weston, F., & Shastri, K. (2005). *Financial Theory and corporate policy*. 4th. Ed. Pearson Addison Wesley.

Duarte, E., Gaa, M., & Perlberg, H. (2013). *Europe's Banks Turn to U.S. Subprime for Salvation*. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2013-05-27/europe-s-banks-turn-to-u-s-subprime-for-salvation.html> Acesso em: 10 dez. 2013.

Dunbar, N., & Martinuzzi, E. (2012). *Goldman Secret Greece Loan Shows Two Sinners as Client Unravels*. Disponível em: < <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-06/goldman-secret-greece-loan-shows-two-sinners-as-client-unravels.html> > Acesso em: 22 fev. 2014.

b)ENET. (2010a) *Freeze salaries and benefits cuts announced by the Government*. Disponível em: <http://www.enet.gr/?i=news.el.article&id=130472> Acesso em: 22 fev. 2014

c)ENET. (2010b). *Unforgettable (!) And the ominous March 3*. Disponível em: <http://www.enet.gr/?i=issue.el.home&date=04/03/2010&id=137789> Acesso em: 22 fev. 2014

Evans, M. E., Hodder, L. D., & Hopkins, P. E. (2010). The Predictive Ability of Fair Values for Future Financial Performance of Commercial Banks and the Relation of Predictive Ability to Banks' Share Prices, 1-63. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1549025>> Acesso em 10 dez. 2013.

Fama, E. F. (1965). The Behavior of Stock-Market Prices. *The Journal of Business*, 38(1), 34-105.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*. Cambridge, 25, 383-417.

Fama, E. F. (1991). Efficient Capital Markets: II. *The Journal of Finance*. Cambridge, 46, 1575-1617.

French, K. R. (1980). Stock Returns and the Weekend Effect. *Journal of Financial Economics*, 8(1), 55-69.

FUNDAP. (2008). *A crise do mercado das hipotecas subprime nos EUA*. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br/debatesfundap/pdf/conjuntura/A%20crise%20do%20mercado%20subprime.pdf> Acesso em: 09 dez. 2013.

Heaton, J., Lucas, D., & McDonald, R. (2009). *Is Mark-to-Market Accounting Destabilizing? Analysis and Implications for Policy*. Disponível em: <<http://www.carnegie-rochester.rochester.edu/april09-pdfs/HeatonLucasMcDonald.pdf>> Acesso em: 10 dez. 2013.

Hendriksen, E.S, & Breda, M. F. V. (2011). *Teoria da Contabilidade*, 1ª ed. 9ª reimpr. São Paulo: Atlas.

Keep Talking Greece. (2010). *Fitch pushes Greece into Junk*. Disponível em: <http://www.keeptalkinggreece.com/2010/12/22/fitch-pushes-greece-into-junk/#sthash.uqKJD35J.dpuf>. Acesso em: 22 fev. 2014

Kolesidis, J. (2010). *Moody's cuts Greek rating to junk*. Disponível em: <<http://www.reuters.com/article/2010/06/14/us-greece-junkratings-moodys-idUSTRE65D46W20100614>> Acesso em: 22 fev. 2014.

d)Lange, K. (2010). *Welche Risiken für Hellas bleiben* Disponível em: <<http://www.manager-magazin.de/finanzen/artikel/a-690920-2.html>> Acesso em: 22 fev. 2014

Lima, A. V. (1996). *Reação do mercado de ações ao anúncio de reavaliação de ativos*. 85 f. Tese (Doutorado em Administração) - Instituto de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, COPPEAD, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

Lopes, A. B., Galdi, F.C., & Lima, I. S. (2011). *Manual de Contabilidade e Tributação de Instrumentos Financeiros e Derivativos* – São Paulo: Atlas.

Meeks, G.; Amel-Zadeh, A. (2011). *Bank failure, mark-to-market and financial crisis. Working Paper Series*, 1-56.

Monaghan, A. (2009). *Alistair Darling 'to miss' UK borrowing target after record July deficit as tax take tumbles*. Disponível em: <http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/6060520/Alistair-Darling-to-missUKborrowing-target-after-record-July-deficit-as-tax-take-tumbles.html>. Acesso em: 10 dez. 2013.

Mourad, N. A., Paraskevopoulos, A. (2010). *IFRS Normas Internacionais de Contabilidade para Bancos* - São Paulo: Atlas.

News.In. (2010). *Knife in the 13th and 14th salary in the public sector, the private sector survives*. Disponível em: <<http://news.in.gr/greece/article/?aid=1132263&lngDtrID=251>> Acesso em 22 fev. 2014.

Niyama, J. K., & Gomes, A. L. O. (2012). *Contabilidade de Instituições Financeiras* – São Paulo: Atlas.

Olson, P. (2007). *Europe Takes Another Sub-Prime Hit*. Disponível em: http://www.forbes.com/2007/08/09/europe-bnp-financialsmarketsequitycx_po_0809markets05.html. Acesso em: 03 dez. 2013.

Padoveze, C. L., Benedicto, G. C., & Leite, J. S. J. (2012). *Manual de Contabilidade Internacional* – São Paulo: Cengage Learning.

Petrakis, M. (2009). *Greek Deficit Will Be Double EU Limit, Minister Says*. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=newsarchive&sid=aO7UgpYK91sU>. Acesso em: 25 set. 2013.

Popper, K. (2004). *Conjectures and Refutations: The Growth of Scientific Knowledge* (Reprinted. ed.). London: Routledge.

Quinn, J. (2008). *Lehman Brothers files for bankruptcy as credit crisis bites*. Disponível em: <http://www.telegraph.co.uk/finance/newsbysector/banksandfinance/4676621/LehmanBrothers-files-for-bankruptcy-as-credit-crisis-bites.html>. Acesso em: 03 dez. 2013.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2010). *Administração Financeira- Corporative Finance*, 2 ed. São Paulo: Atlas.

Scott, M. (2008). *European Banks: The Bailouts Continue*. Disponível em: <http://www.businessweek.com/stories/2008-10-06/european-banks-the-bailoutscontinuebusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice> Acesso em: 10 dez. 2013.

Spiegel. (2010). *Rettungspaket: Internationaler Währungsfonds billigt Kredite für Athen* Disponível em: <http://www.spiegel.de/wirtschaft/soziales/rettungspaketinternationaler-waehrungsfonds-billigt-kredite-fuer-athen-a-693884.html> Acesso em: 22 fev. 2014

Stavis, M. (2009). *Between a rock and a mountain of debt*. Disponível em: <http://www.theguardian.com/commentisfree/2009/sep/21/greek-election-economy>. Acesso em: 25 set. 2013.

Story, L., Thomas Jr, L., & Schwartz, D.N. (2010). *Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis* Disponível em: http://www.nytimes.com/2010/02/14/business/global/14debt.html?pagewanted=all&_r=2& Acesso em: 22 fev. 2014.

Traynor, I., & Elliott, L. (2008). *Europe follows Brown plan for survival as EU bank bail-out plan is agreed*. Disponível em: <http://www.theguardian.com/business/2008/oct/12/banking-europe>. Acesso em: 10 dez. 2013.

Tugwell, P., & Stoukas, T. (2012). *Last Chance to Swap Those Drachmas!*. Disponível em: <http://www.businessweek.com/articles/2012-02-16/last-chance-to-swap-those-drachmas> Acesso em: 22 set. 2013.

Weil, J. (2011). *European Bank Blowups Hidden With Shell Games*. Disponível em: <http://www.bloomberg.com/news/2011-09-15/european-bank-blowups-hidden-with-shell-games-jonathan-weil.html>. Acesso em: 30 out. 2013.