

**O IMPACTO DAS ALTERAÇÕES NA NORMATIZAÇÃO CONTÁBIL
BRASILEIRA NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE DERIVATIVOS:
COMPARAÇÃO ENTRE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS ENVIADAS À CVM
E SEC**

SUMÁRIO

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS	7
LISTA DE QUADROS	8
1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS	4
1.1 PROBLEMATIZAÇÃO DA PESQUISA	5
1.2 JUSTIFICATIVAS	6
1.2.1 Relevância	6
1.2.2 Oportunidade.....	7
1.2.3 Utilidade	8
1.2.4 Comparabilidade	8
1.3 OBJETIVOS	9
1.3.1 Objetivo Geral.....	9
1.3.2 Objetivos Específicos.....	9
2 REVISÃO DA LITERATURA	10
2.1 ORIGENS E CONCEITUAÇÃO DOS DERIVATIVOS	10
2.1.1 Origem e evolução da utilização de derivativos.....	10
2.1.2 Conceitos e definições.....	11
2.1.3 Produtos e participantes do mercado de derivativos	12
2.2 NORMATIZAÇÃO.....	15
2.2.1 Nos Estados Unidos	15
2.2.2 No Brasil	16
3 METODOLOGIA	19
3.1 TIPO DO ESTUDO.....	19
3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA	20
3.2.1 População	20
3.2.2 Amostra	21
3.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS.....	27
4 ANÁLISE DAS INFORMAÇÕES	23
4.1 EXPOSIÇÃO DAS PRINCIPAIS PRÁTICAS CONTÁBEIS ADOTADAS	24
4.2 UTILIZAÇÃO DE DERIVATIVOS NO GERENCIAMENTO DOS RISCOS.....	27
4.3 POLÍTICA DE USO E OBJETIVOS DAS OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS	31
4.4 CRITÉRIOS DE RECONHECIMENTO DO VALOR JUSTO.....	35
4.5 SUMÁRIO DAS DEMONSTRAÇÕES ENVIADAS À SEC E À CVM	39
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	41
REFERÊNCIAS	44

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ADR: American Depositary Receipts

BM&F: Bolsa de Mercadorias e Futuros

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

BIS: Bank of International Settlements

CBOT: Chicago Board of Trade

CDS: Credit Default Swap

CFC: Conselho Federal de Contabilidade

COSIF: Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional

CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

FASB: Financial Accounting Standards Board

IAS: International Accounting Standards

IASB: International Accounting Standards Board

IFRS: International Financial Reporting Standards

NDF: Non-Derivable Forward

NYSE: New York Stocks Exchange

SEC: Securities and Exchange Commission

SFAS: Statements of Financial Accounting Standards

USGAAP: United States Generally Accepted Accounting Principles

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Empresas brasileiras com ações negociadas na NYSE	20
Quadro 2 - Empresas definidas na amostra	21
Quadro 3 - Comparação das principais práticas contábeis adotadas em 2007	24
Quadro 4 - Comparação das principais práticas contábeis adotadas em 2008	25
Quadro 5 - Comparação do uso de derivativos na estratégia de gestão do risco em 2007	27
Quadro 6 - Comparação do uso de derivativos na estratégia de gestão do risco em 2008	28
Quadro 7 - Comparação das políticas e objetivos da utilização de derivativos em 2007	31
Quadro 8 - Comparação das políticas e objetivos da utilização de derivativos em 2008	32
Quadro 9 - Comparação dos critérios de reconhecimento do valor justo em 2007	35
Quadro 10 - Comparação dos critérios de reconhecimento do valor justo em 2008	35
Quadro 11 - Síntese das informações sobre derivativos	40

1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Ao longo das últimas duas décadas empresas brasileiras de capital aberto, que tradicionalmente emitem seus títulos na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), passaram a negociá-los também em outros mercados, especialmente na Bolsa de Nova York (NYSE), por meio da emissão de *American Depositary Receipts* (ADR). Os ADRs, também conhecidos como *American Depositary Shares*, representam ações de empresas não sediadas nos Estados Unidos. Os recibos são emitidos por um banco depositário norte-americano, sendo as ações que eles representam mantidas em um banco custodiante no país de origem da empresa.

Por atuarem em mercados de capitais distintos, convivendo com legislações e padrões contábeis diversos, estas companhias são obrigadas a elaborar demonstrações financeiras que atendam as determinações de órgãos reguladores de ambos os mercados. Até bem recentemente havia considerável diferença quanto às exigências de divulgação para estas empresas, ao se reportarem à *Securities and Exchange Commission* (SEC) norte-americana, comparando-se à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil.

Alguns estudos realizados no Brasil entre 2003 e 2006, com destaque para Darós (2006), indicam que tais diferenças trariam assimetrias nas informações disponibilizadas aos investidores nos dois mercados. O referido pesquisador demonstrou que os padrões contábeis adotados pela SEC exigiam um grau de detalhamento nas informações superior ao apresentado no mercado doméstico. Tal assimetria informacional poderia propiciar vantagens ao investidor norte-americano.

Diante das inconsistências e questionamentos acarretados por essa situação e outras de mesma ordem, agentes econômicos, governo e organismos formuladores de diretrizes contábeis se viram constrangidos a buscarem mudanças do ambiente contábil brasileiro.

Nesse contexto, principia-se no Brasil o processo de harmonização das normas de contabilidade aos padrões internacionais, por meio da criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) em 2005. Formalmente instituído por meio da Resolução CFC 1055/05, o CPC surge com a missão precípua de centralizar a emissão de normas contábeis, concomitante à condução da contabilidade brasileira à referida harmonização com os padrões do *International Accounting Standard Board* (IASB). O marco legal deste processo viria dois anos depois, com a edição da Lei 11.638/07, que introduziu mudanças importantes na legislação societária brasileira, sobretudo no que se refere à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras.

Uma das alterações mais significativas apresentadas no novo arcabouço conceitual é, sem dúvida, com relação ao tratamento dos instrumentos financeiros. A nova abordagem proposta para o tema, por meio do pronunciamento CPC 14, trouxe grande impacto à contabilidade em nosso país.

O CPC 14 apresenta uma correlação parcial com as normas IAS 32 e 39 do IASB, estabelecendo princípios para o reconhecimento, mensuração e evidenciação dos instrumentos financeiros. Muitos conceitos, definições e premissas presentes no pronunciamento representam abordagens completamente novas, em termos de legislação contábil no Brasil. No caso específico da evidenciação das operações com derivativos, os apontamentos do CPC 14 – e, portanto dos pronunciamentos IASB – reproduzem, em linhas gerais, as premissas fundamentais do SFAS 133, emitido pelo *Financial Accounting Standard Board* (FASB) em 1998 e vigente, nos Estados Unidos, a partir 2001.

Com base nas diretrizes do CPC 14, a Comissão de Valores Mobiliários emitiu a Instrução Normativa 475/08, que revogou a normativa anterior da autarquia para divulgação de instrumentos financeiros pelas companhias de capital aberto, a IN 235/95. Para o exercício 2007, a instrução 235 da CVM ainda era a principal orientação para o tratamento contábil de instrumentos financeiros no Brasil. Conforme destacam Lopes e Lima (2001), os níveis de detalhamento exigidos pelo SFAS 133 eram substancialmente maiores que os observados na IN 235/95.

1.1 PROBLEMATIZAÇÃO DA PESQUISA

Um dos enfoques possíveis para a teoria contábil, conforme Hendrikssen e Van Breda (1999, p. 27), é o comportamental. De acordo com essa proposição, a preocupação da contabilidade deve ser com a relevância da informação produzida e transmitida aos grupos de usuários com interesse na entidade. Para alcançar tal objetivo, a contabilidade precisa ser entendida como uma linguagem de negócios. Assim, para satisfazer às necessidades do ambiente empresarial, as informações por ela produzidas devem ter sentido lógico, significado e causar algum efeito em seus interlocutores (*ibid.*, p. 29). Os autores complementam, afirmando que “o principal objetivo da divulgação de informações financeiras é apoiar os acionistas e outros indivíduos na tomada de decisões financeiras, ajudando-os a prever os fluxos de caixa da empresa” (*ibid.*, p. 89).

Os instrumentos financeiros derivativos surgiram da necessidade de proteger produtores e investidores contra riscos de flutuações nos preços de mercadorias. Atualmente,

representam uma formidável e complexa ferramenta a serviço da engenharia financeira das empresas (MIRON e ANDRADE, 2000). A possibilidade de se auferir ganhos extraordinários a partir de investimentos consideravelmente menores, faz com que empresas das mais variadas áreas de atividade, e em diversos mercados, utilizem-se dos derivativos como parte de sua estratégia financeira.

A recente expansão no volume de negócios, na sofisticação e nos riscos associados a esses instrumentos, impõe a profissionais, pesquisadores, órgãos normatizadores e demais entidades contábeis o desafio de evoluir para procedimentos de reconhecimento, avaliação e evidenciação que informem adequadamente o impacto dos derivativos na vitalidade econômica da empresa. Em muitas oportunidades, a gestão inadequada e a pouca transparência na divulgação do efeito das operações na posição econômica, acarretaram expressivos prejuízos a algumas entidades e a seus investidores, acentuando o debate em torno de uma atuação mais preditiva da contabilidade (COVA, 2006). A evidenciação dos instrumentos derivativos torna particularmente crítica a elaboração de demonstrações financeiras para companhias com títulos negociados, simultaneamente, no Brasil e nos Estados Unidos. O pesquisador Leandro Darós, em trabalho realizado no ano de 2006, investigou e identificou a existência de divergências na divulgação de informações acerca de operações com derivativos, entre relatórios contábeis enviados à CVM e à SEC. Conforme observa, tais diferenças representariam uma possibilidade de ganhos anormais por parte dos investidores norte-americanos, por disporem de informações mais claras e detalhadas que os investidores brasileiros.

O presente estudo pretende investigar se essas assimetrias persistiam nas demonstrações financeiras referentes ao ano-exercício de 2007, ainda sob a vigência no Brasil da Instrução CVM 235/95. Busca-se, ainda, avaliar se as alterações normativas introduzidas pela Instrução Normativa 475/08, com a exigência de adoção dos parâmetros de tratamento contábil contidos no CPC 14, representaram uma diminuição nessas eventuais divergências, nas demonstrações do ano de 2008.

1.2 JUSTIFICATIVAS

1.2.1 Relevância

A realização deste trabalho se justifica inicialmente pelo crescente interesse em torno dos instrumentos financeiros derivativos por parte do mundo dos negócios, particularmente,

pelo meio contábil. Embora existam há bastante tempo, conforme observa Sanvicente (2003), foi a partir de meados da década de oitenta do século passado que se verificou uma notável expansão na diversidade e na utilização dos derivativos.

A moderna gestão financeira das empresas inclui o uso de estratégias de administração de riscos. Obrigadas a operar em ambientes altamente competitivos, com flutuações imprevisíveis nos preços, câmbio e taxas de juros, e ainda sujeitas a constantes alterações nas condições climáticas, tecnológicas e até mesmo políticas, muitas entidades têm utilizado derivativos com a finalidade de protegerem-se destes riscos de mercado. A grande capacidade de alavancagem de algumas operações tem sido um atrativo para que empresas os utilizem também como parte de sua estratégia financeira.

Problemas pontuais e prejuízos relevantes por conta da utilização dos derivativos são relativamente comuns. Contudo, a partir de meados da década de noventa do século passado os impactos da utilização destes instrumentos ganharam enorme destaque no meio econômico. Nesse período, empresas como Procter & Gamble, o fundo LTCM e até mesmo entes públicos, como o condado de Orange nos Estados Unidos, acusaram substanciais prejuízos por conta de operações com derivativos (COVA, 2005).

1.2.2 Oportunidade

Outro fator que concorre para tornar importante a realização deste trabalho é o caráter de atualidade em torno do tema abordado. A grave crise econômica mundial, que teve seu momento mais agudo no segundo semestre de 2008, é uma constatação do quanto a inadequada avaliação dos riscos associados aos derivativos podem representar uma ameaça a continuidade das entidades.

O colapso do mercado hipotecário americano expôs a fragilidade do sistema financeiro internacional. Instituições tradicionais, como AIG, Lehman Brothers e UBS, entre outras, anunciaram impressionantes perdas em operações com derivativos de crédito, vinculados às *subprimes* (RODRIGUES, 2008). No mesmo período importantes empresas brasileiras acusavam prejuízos bilionários decorrentes de operações complexas com derivativos. No caso de maior repercussão, a Sadia teve perdas decorrentes da utilização de “derivativos exóticos” que ultrapassaram os R\$ 2,5 bilhões no exercício de 2008 (CAMAROTTO, 2009).

Tanto no caso das instituições financeiras internacionais, quanto nos exemplos domésticos de empresas não financeiras envolvidas em operações com derivativos, o que se pode inferir é que as informações contábeis disponibilizadas aos investidores mostraram não

serem suficientes em evidenciar a extensão dos riscos a que estavam expostas as entidades nestas operações.

1.2.3 Utilidade

O presente trabalho pretende ainda ser útil ao abordar o posicionamento teórico da contabilidade sobre o tratamento mais adequado dos derivativos. Discussões em torno do impacto gerado por estes instrumentos financeiros têm mobilizado parte significativa da comunidade contábil ao longo das últimas décadas (LIMA e LOPES, 2001). Exemplo disso pode ser observado no processo de elaboração do SFAS nº 133 pelo *Financial Accounting Standard Board* (FASB). Marco conceitual e normativo para tratamento contábil dos derivativos, o *statement* foi fruto de intensos debates envolvendo contadores, administradores, investidores e outros grupos de interesse, que duraram mais de uma década (*ibid.*).

Outro debate pretendido pelo trabalho é quanto às novas exigências do mercado em relação ao profissional contábil. Devido à alta complexidade de alguns derivativos, a rapidez com que evoluem os mecanismos de negociação e a dificuldade de precificação de muitos destes instrumentos, o contador se vê constrangido a adquirir e aprofundar seus conhecimentos em outras áreas correlacionadas.

1.2.4 Comparabilidade

A realização deste trabalho se justifica, finalmente, por permitir a verificação da aderência de empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa. Por meio da análise da política de divulgação de informações financeiras das companhias selecionadas na amostra, comparando demonstrações apresentadas em dois mercados, com exigências normativas distintas.

Trabalhos realizados anteriormente já buscavam abordar a questão das diferenças no tratamento contábil dos derivativos. Tavares (2005) realizou pesquisa identificando as principais dificuldades enfrentadas por companhias brasileiras, com ações negociadas no mercado de capitais americano, ao converter suas demonstrações apresentadas no Brasil aos padrões *United States Generally Accepted Accounting Principles* (USGAAP). Posteriormente, Darós (2006) realizou trabalho dentro da mesma linha temática, porém acrescentando a hipótese de que eventuais diferenças entre os *financial reporting* enviadas à CVM e à SEC

proporcionariam a oportunidade de ganhos anormais a investidores americanos em relação aos investidores brasileiros.

A partir das questões levantadas pelos autores supracitados, o presente trabalho pretende verificar se as recentes mudanças nas normas contábeis brasileiras para tratamento de derivativos tornaram as informações apresentadas no Brasil, pelas empresas analisadas, compatíveis com as enviadas à SEC.

1.3 OBJETIVOS

1.3.1 Objetivo Geral

Verificar o nível de evidenciação do uso de derivativos por companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, com ações negociadas na NYSE. Comparando como as informações acerca destes instrumentos são divulgadas, nas demonstrações financeiras destas empresas apresentadas à CVM e à SEC.

1.3.2 Objetivos Específicos

- a) Identificar quais os critérios de reconhecimento, mensuração e evidenciação de derivativos utilizados pelas empresas brasileiras, de acordo com as normas brasileiras;
- b) Identificar quais os critérios de reconhecimento, mensuração e evidenciação de derivativos utilizados pelas empresas brasileiras, de acordo com as normas norte americanas;
- c) Identificar as principais diferenças e similaridades nas exigências de evidenciação de operações com derivativos, em demonstrações elaboradas de acordo com os padrões contábeis utilizados no Brasil e nos estados Unidos;
- d) Verificar, por meio da comparação de demonstrações financeiras publicadas nos dois mercados de capitais, eventuais diferenças nas informações disponibilizadas;
- e) Verificar, por meio da comparação de demonstrações financeiras publicadas no mercado brasileiro em períodos e sob legislações distintas, se houve melhoria na qualidade da informação disponibilizada.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 ORIGENS E CONCEITUAÇÃO DOS DERIVATIVOS

2.1.1 Origem e evolução da utilização de derivativos

Operações com futuros há tempos são utilizadas como instrumentos facilitadores de trocas e como controle de riscos. Segundo Sanvicente (2003), o primeiro registro de negócios com contratos futuros ocorreu no Japão no século XVII. Proprietários feudais com excedentes de arroz armazenados começaram a vender bilhetes ou recibos lastreados no produto. De outro lado, comerciantes da região de Osaka viram nessas operações uma forma de se precaverem contra as oscilações na oferta do cereal. Em pouco tempo esses recibos passaram a circular como moeda. Para Iudícibus *et al* (2003) os contratos *to arrive*, ou para entrega em data diferida, negociados pela primeira vez em 1780 na Inglaterra, seriam os percussores dos atuais contratos de futuros.

Na América do Norte, a Chicago Board of Trade (CBOT) realizou, em 13 de março de 1851, o primeiro contrato de *commodity*, com lotes de milho sendo negociados para entrega com trinta dias (SANVICENTE, 2003, p. 12). No Brasil, a primeira bolsa de mercadorias surgiu em 1917, contudo não negociava contratos de futuro (IUDICIBUS *et al*, 2003, p. 533). A atual BM&F surgiu em 1991, a partir da fusão entre a Bolsa Brasileira de Futuros, com sede no Rio de Janeiro e a Bolsa Mercantil e Futuros paulista (*ibid.*, p. 534).

Como se observa, é longa a saga dos derivativos na história da economia internacional, embora tal denominação seja relativamente nova. Conforme destacam Miron e Andrade (2000), além dos tradicionais negócios envolvendo futuros, o termo derivativo abrange um vasto arsenal de instrumentos financeiros que possuem características singulares de retorno e risco. Assim, sob a mesma definição estão tanto contratos padronizados negociados em bolsas, como futuros e opções, quanto negócios realizados em mercados de balcão, como termos e *swaps*.

Devido ao impulso recente na utilização de tais mecanismos e da natureza extremamente dinâmica deste mercado, agentes públicos e privados têm se debruçado sobre os problemas envolvendo questões comerciais, legais e contabilísticas. Em 1982, sob determinação do Congresso dos Estados Unidos, foi constituído um grupo de estudos a respeito do mercado de derivativos naquele país (BM&F, 1998, p.1). Integraram o grupo de trabalho instituições como a SEC, o *Federal Reserve* e o Departamento do Tesouro daquele

país. Após dois anos, foi apresentado um relatório final intitulado Estudo sobre os Efeitos da Negociação de Futuros e Opções na Economia¹, onde se destaca que:

Os novos mercados financeiros de futuros e de opções servem a um propósito econômico bastante útil, qual seja, fornecer uma forma pela qual os riscos inerentes à atividade econômica possam ser transferidos das pessoas físicas e jurídicas que desejam evitá-los àqueles que estejam dispostos a assumi-los. Essa função desejável de transferência de risco provavelmente se estenderá a outras instituições financeiras e comerciais e aumentará em magnitude, à medida que experiência seja adquirida com esses novos mercados e impedimentos legais a seu uso sejam modificados.

Uma década depois, o Global Derivatives Study Group apontou, em um trabalho denominado *Derivatives: 10 practices and principles*, que “Apesar de a concepção sob a qual os derivativos se baseiam ser simples, eles são flexíveis e poderosos [...]” (MIRON e ANDRADE, 2000). Adiante complementa, discorrendo sobre o potencial de sua utilização na administração do risco: “[...] uma contraparte exposta a um risco indesejado pode transferir este risco a outra contraparte, assumindo assim um risco diferente do original, ou pagando para se livrar daquele risco.” (*ibid.*, p. 153).

Atualmente, a gama de ativos-base e o volume financeiro envolvido nas operações com derivativos são impressionantes. Estatísticas apresentadas pelo Banco Internacional de Compensações (BIS) apontavam, no balanço de 2007, cerca de US\$ 546 trilhões em derivativos ao redor do mundo (RODRIGUES, 2008). Dados do KcKinsey Global Institute indicam que o total de ativos financeiros no mundo era da ordem de US\$ 167 trilhões no mesmo período, enquanto o PIB mundial naquele ano foi de aproximadamente US\$ 54,3 trilhões (*ibid.*). Ou seja, em 31/12/2007 o montante de derivativos correspondia a cerca de três vezes o total de ativos financeiros e a dez vezes o total de riquezas produzidas pela humanidade naquele ano.

2.1.2 Conceitos e definições

O pronunciamento CPC 14, em consonância com o IAS 32, apresenta os instrumentos financeiros genericamente como “qualquer contrato que origine um ativo financeiro para uma entidade e um passivo financeiro ou título patrimonial para outra entidade.” Para melhor compreensão, podemos dividir os instrumentos financeiros em primários ou básicos e em secundários ou derivativos. Os primeiros têm origem na própria atividade econômica, ou seja, ativos e passivos surgidos das operações ou de investimentos de uma entidade, como duplicatas, contratos de empréstimos e títulos. Os Instrumentos secundários ou derivativos,

¹ A Study of the Effects on the Economy of Trading in Futures and Options

por sua vez, representam contratos cujos valores dependem de outras variáveis, que muitas vezes extrapolam o contexto operacional da empresa.

Para a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) um derivativo “é um instrumento financeiro cujo preço deriva do preço de mercado de um bem ou de outro instrumento financeiro”. O Global Derivatives Group define derivativo como “um contrato bilateral ou um acordo de troca de pagamentos cujo valor deriva, como seu nome indica, do valor de um ativo ou objeto referenciado em uma taxa ou índice.” (MIRON e ANDRADE, 2000). Na visão de Lima e Lopes (2003) os derivativos “são instrumentos financeiros que derivam ou dependem do valor de outro ativo [...]”.

Os derivativos, portanto, são assim chamados por se originarem ou derivarem de outras transações, financeiras ou físicas. Consoante, o pronunciamento CPC 14 estabelece certos critérios para enquadramento de uma operação. Do ponto de vista normativo, um instrumento financeiro é um derivativo quando:

- i) seu valor se alterar em resposta a mudanças na taxa de juros específica, no preço de instrumento financeiro, preço de *commodity*, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, avaliação (*rating*) de crédito ou índice de crédito, ou outra variável, às vezes denominada “ativo subjacente”, desde que, no caso de variável não financeira, a variável não seja específica a uma parte do contrato;
- ii) não for necessário qualquer desembolso inicial ou o desembolso inicial for menor do que seria exigido para outros tipos de contratos onde seria esperada resposta semelhante às mudanças nos fatores de mercado; e
- iii) for liquidado em data futura.

2.1.3 Produtos e participantes do mercado de derivativos

A partir das definições apresentadas acima, correlacionando-as com as operações praticadas no mercado, é possível não apenas identificar claramente o que é um derivativo, como também eliminar do escopo do tratamento contábil operações que não satisfazem as condições básicas para serem enquadradas como tal. Assim, de acordo com o tipo de contrato, podemos dividir os derivativos da seguinte forma:

- **Contratos a termo (*forward*):** envolvem obrigações de compra e venda de ativos no futuro. Normalmente são contratos não padronizados e negociados diretamente entre partes (balcão). Segundo Lima e Lopes (2003) os contratos a termo surgiram da necessidade de minimizar as incertezas sobre o

comportamento futuro dos preços. Montano (2004) destaca que uma característica particular dos contratos a termo é a impossibilidade de transferência de titularidade, havendo, contudo, a faculdade de liquidação antecipada, desde que mencionada em contrato.

- **Contratos a futuro:** quanto à estrutura, são semelhantes aos contratos a termo. Contudo diferem daqueles por serem negociados em mercados organizados (bolsas de futuros), estando sujeitos às exigências próprias destes ambientes de negociação. Segundo Iudícibus *et al* (2003) os contratos a futuro surgiram de uma limitação dos negócios a termo que é a falta de padronização dos contratos e dos ativos envolvidos na operação. De acordo com Sanvicente (2003) outra diferença entre os dois tipos de contratos é que nos futuros são exigidas garantias formais, sujeitas a ajustes diários nas posições financeiras pelos participantes, por meio das *clearing houses*, instituições depositárias responsáveis pela custódia dos contratos. Enquanto nos contratos a termo, as exigências são acordadas entre as partes e os ajustes são realizados no seu vencimento;
- **Contrato de opções:** uma opção sobre contratos futuros, de acordo com BM&F (1998), consiste em direito, mas não uma obrigação, de comprar (*call*) ou vender (*put*) um ativo em data futura por um preço predeterminado, conhecido como preço de exercício. Uma importante diferença entre as opções e os contratos de futuros é o risco desproporcional a que se expõem as partes envolvidas, no caso das opções. O lançador da opção (vendedor) tem a obrigação de realizar a transação, enquanto o titular (comprador) tem a faculdade de exercer ou não o direito sobre o contrato. Para ter esse direito o titular paga ao lançador um prêmio, e essa é a perda máxima a que estará sujeito caso não exerça a opção;
- **Contratos de swap:** a expressão inglesa *swap* significa troca. Montano (2004, p. 25) explica que “*swap* é um contrato no qual os participantes do mercado combinam uma troca de fluxos de caixa entre eles, de acordo com uma forma de cálculo definida previamente que depende de uma ou mais variáveis”. A liquidação dos contratos é feita pela diferença líquida resultante da aplicação das variáveis sobre um valor de referência, conhecido como valor notional (DARÓS, 2006). Outra característica importante dos contratos de *swap*,

conforme destaca Iudícibus *et al* (2003), é que estes não são negociados nos pregões das bolsas, sendo apenas registrados em seus sistemas eletrônicos;

- **Derivativos avançados:** além destes apresentados acima, chamados de derivativos básicos, existem ainda os contratos que combinam duas ou mais características, conhecidos como derivativos avançados ou de segunda geração.

Em geral os instrumentos financeiros derivativos são utilizados para proteção ou *hedge*, que é uma operação cujo objetivo é mitigar ou eliminar riscos associados à atividade da empresa ou a alguma transação financeira. A palavra *hedge* pode ser traduzida literalmente como cerca, portanto *hedgear* seria cercar, proteger uma determinada posição patrimonial. O mecanismo de funcionamento do *hedge* consiste em tomar uma posição no mercado futuros contrária à exposição em que se encontra a entidade no mercado físico (BM&F, 1998, p.2). Nessa hipótese teremos, geralmente, um vendedor buscando proteger o valor justo de seu ativo e um comprador tentando assegurar a realização de um fluxo de caixa futuro desejado.

A outra utilização mais freqüente das transações com derivativos é com o objetivo de *trading* ou especulação. Entre os dois extremos de uma operação tradicional de *hedge*, surge uma oportunidade de ganhos para agentes dispostos a assumir o risco destas operações. A especulação consiste em apostar na variação dos preços, entre a data do lançamento e a de realização do contrato, de forma a se obter lucros na compra e venda destes contratos.

Além destas utilizações mais comuns, os contratos derivativos podem se prestar ainda ao carregamento físico de posições, arbitragem e formação de preços (*ibid*, p. 2). De acordo com a posição assumida pelo participante em uma transação no mercado de derivativos, este se enquadrará em um dos seguintes perfis:

- **Hedger:** quando tiver por objetivo a proteção contra variações desfavoráveis nos preços. Os *hedgers* são agentes que buscam livrar-se dos riscos de flutuações de preços, sendo classificados como vendidos, quando procurarem proteção contra quedas nos preços; ou comprados, quando pretendem se proteger de eventuais altas (IUDÍCIBUS *et al.*, 2003).
- **Especulador:** quando assumir posições com o objetivo de obter ganhos com as oscilações dos preços. Os especuladores assumem uma posição de risco realizando operações de compra e venda de ativos, aproveitando-se das variações nos preços para obter ganhos, sem ter, contudo, interesse comercial nesses ativos (DARÓS, 2006). De acordo com BM&F (1998) são os especuladores que possibilitam a existência dos mercados futuros, uma vez que sua atuação confere dinamismo às negociações; proporciona liquidez ao

mercado; assumem os riscos das operações; e funcionam ainda como formadores de preços;

- **Arbitrador:** quando atuarem simultaneamente em mercados diferentes com o objetivo de obter ganhos sem risco e sem investimento. A arbitragem consiste em comprar e revender simultaneamente o mesmo ativo em mercados diferentes, a possibilidade de lucro decorre da discrepância momentânea entre preços a vista e futuros ou ainda a títulos com cotações diferentes em duas bolsas (BM&F, 1998).

2.2 NORMATIZAÇÃO

2.2.1 Nos Estados Unidos

Quando se analisa as definições para instrumentos financeiros derivativos, destacadas anteriormente, percebe-se de um modo geral que estas se alinham conceitualmente com a definição apresentada pelo FASB, por meio de seu *statement* FAS 133. O órgão normativo da contabilidade financeira americana qualifica como derivativo qualquer contrato que apresente as seguintes características:

- a) **existência de um ativo-base:** esse ativo base será o referencial para a operação. Os valores efetivamente liquidados são calculados com base no comportamento desse ativo-base. Esse ativo poderá ser um preço, uma taxa, uma cotação, uma variável climática, etc. É importante ressaltar que, para o caso de uma ação ou de uma *commodity*, o ativo-base refere-se ao preço de tal ativo e não ao ativo propriamente dito;
- b) **investimento inicial inexistente ou muito pequeno:** o investimento realizado no contrato deve ser muito pequeno, ou nulo, quando comparado com valor total da operação. Dessa forma, os limites financeiros para a entrada dos participantes no contrato devem ser mínimos ou inexistentes;
- c) **liquidação da operação em uma data futura:** as operações devem ser liquidadas em uma data futura, que pode, ou não, estar determinada no momento do fechamento do contrato. Os contratos devem ser liquidados em algum momento no futuro. (FASB, 1998, *apud* LIMA e LOPES, 2003).

A conceituação de derivativos, proposta acima pelo FASB surgiu após vários anos de estudos do *board* americano, e foi apresentado no pronunciamento SFAS 133 em 1998. Segundo Lima e Lopes (2001) a clareza e objetividade com que o FASB definiu os instrumentos financeiros derivativos permitiram que se estabelecessem parâmetros de tratamento contábil para reconhecimento, mensuração e evidenciação destes instrumentos.

Elaborado para atender as necessidades de contabilização e evidenciação de instrumentos financeiros, por empresas americanas, o SFAS 133 acabou se transformado na principal referência para o tratamento contábil de derivativos e demais instrumentos financeiros. Apesar de ter sua vigência diferida para 2001, a disponibilização de seus *drafts*

para consulta durante o período de discussões possibilitou, como destacam Miron e Andrade (2000), uma intensa mobilização da comunidade contábil ao redor do mundo, seja em discussões acadêmicas, seja em posicionamentos dos profissionais diretamente envolvidos com o tema.

Entre as principais exigências contidas no SFAS 133, está a de que todos os derivativos estejam representados no balanço patrimonial, como ativos ou passivos, mensurados pelo seu valor justo. Importante atenção é dada também ao tratamento das operações de *hedge*, sobretudo na questão do reconhecimento das variações no valor justo dos ativos subjacentes. O FASB determina que quando o *hedge* for realizado como proteção do valor justo de um ativo ou como proteção da exposição da companhia a flutuações cambiais, as variações do derivativo serão reconhecidas na mesma medida que a variação no objeto hedgeado, e serão lançadas diretamente ao resultado da competência. Para as operações classificadas como *hedge* de fluxo de caixa, as variações deverão ser registradas em uma conta específica no Patrimônio Líquido (*other comprehensive income*), sendo posteriormente transferida ao resultado, concomitante à efetivação da transação que lhe deu origem.

Destaca-se ainda, entre os principais apontamentos do *board* norte-americano, a importância de evidenciação da política e dos objetivos de utilização dos derivativos. Também consta a exigência de divulgação da parcela de *hedge* eficaz, bem como a quantificação da ineficiência. Essa recomendação é indicada para todos os instrumentos financeiros da entidade.

2.2.2 No Brasil

A partir dos primeiros rascunhos disponibilizados pelo FASB, a Comissão de Valores Mobiliários emitiu no Brasil a Instrução Normativa nº 235, em março de 1995 (LIMA e LOPES, 2003). Segundo os autores, apesar de pouco abrangente, quando comparada ao SFAS 133, o pronunciamento da CVM representou um grande avanço na abordagem dos instrumentos financeiros pelas companhias de capital aberto em nosso país. Embora se utilize de algumas definições e diretrizes do *statement* norte-americano, a IN 235/95 é deficitária quanto ao tratamento dos instrumentos derivativos especificamente, se limitando a identificar nominalmente as operações de *swap*, entre os ativos financeiros.

Entre as principais determinações do texto normativo destaca-se a exigência de que todos os instrumentos financeiros devam ser evidenciados a valor de mercado em nota explicativa, admitindo, no entanto, que estes possam permanecer *off-balance*. A instrução

determina ainda que os critérios e premissas adotadas na determinação destes valores também sejam destacados em nota. Além destas orientações, a instrução traz ainda a conceituação de instrumento financeiro, bem como define o que são ativos e passivos financeiros, em consonância com o disposto no SFAS 133. Destaca-se ainda a definição considerada pela comissão para valor de mercado, além de excluir certos instrumentos financeiros do escopo da norma. Como a maior parte da matéria contábil é direcionada ao tratamento dos instrumentos financeiros em geral, o texto acaba relegando aos derivativos uma abordagem indireta ou por analogias.

Mais recentemente, já influenciada pelo processo internacional de harmonização de padrões contábeis, a CVM emitiu a IN 475/08. Ao revogar a normativa anterior, a autarquia buscou ir além da simples atualização das orientações para tratamento contábil de derivativos para as sociedades anônimas de capital aberto. As diretrizes contidas na Instrução 475 estão conceitualmente apoiadas nos apontamentos presentes no CPC 14 – Instrumentos Financeiros: reconhecimento, mensuração e evidenciação – que por sua vez trazem as principais deliberações dos IAS 32 e 39, do IASB.

Além de trazer uma abordagem bem mais direta e específica que a resolução a qual sucedeu, a IN 475/08 pode ser considerada um avanço também por exigir que as entidades, sujeitas ao seu cumprimento, adotem certos procedimentos de controle e informação sobre o risco. Entre as novas exigências, destaca-se a determinação de que a empresa elabore quadro de análise de sensibilidade, evidenciando a exposição aos riscos associados a cada operação com derivativos. Tal demonstrativo deve ser apresentado como parte das notas explicativas e deverá indicar, para cada contrato, se este tem por objetivo fazer *hedge* de alguma operação ou faz parte da estratégia de investimentos da companhia.

Um modelo proposto do quadro de sensibilidade é apresentado na Deliberação CVM 550 de 17 de outubro de 2008, que traz as orientações para apresentação, em nota explicativa específica, das informações sobre derivativos nos relatórios trimestrais enviados à Comissão. Outras inovações importantes na normatização para tratamento de instrumentos financeiros, apresentadas na instrução 475/08 são:

- Utilização do conceito de valor justo em substituição ao valor de mercado da norma anterior;
- Derivativos e *hedge* observam definições contidas no pronunciamento CPC 14, que por sua vez utiliza-se dos principais apontamentos contidos no IAS 39 e em alguns tratados do IAS 32;

- Exigência de indicação do procedimento contábil utilizado nas operações com derivativos designados como de *hedge*.

Contudo, a nova instrução ainda é pouco incisiva quanto à exigência de apresentação de todos os instrumentos derivativos no balanço patrimonial, como ativos ou passivos. Sobre o tema, Iudícibus *et al* (2003, p. 545) afirmam que “os derivativos conferem direitos e obrigações a seus detentores. Assim, eles podem ser classificados como ativos ou passivos e, [...], devem aparecer nos balanços patrimoniais das empresas”. Não sendo admissível, portanto, a possibilidade de que as operações com derivativos estejam contabilizadas apenas em contas não patrimoniais (*ibid.*, p. 546).

Os apontamentos da IN 475/08 da CVM se aplicam às companhias brasileiras ou sucursais de empresas estrangeiras, de capital aberto. Contudo, para as instituições financeiras, que funcionam dentro do ambiente de regulação do BACEN, existe um arcabouço contábil próprio, definido no COSIF e com precedência sobre as demais normas. Como estas instituições – mesmo as emitentes em ADRs – se encontram fora do escopo deste trabalho, não serão feitas maiores considerações acerca das especificidades de sua normatização.

3 METODOLOGIA

3.1 TIPO DO ESTUDO

As tipologias de delineamento de pesquisas comportam inúmeras possibilidades de agrupamento, conforme explica Beuren (2006). A autora propõe para a pesquisa em contabilidade, considerando as suas particularidades, um modelo conciso, dividindo o delineamento quanto aos: i) objetivos: subdivididos em pesquisa exploratória, descritiva ou explicativa; ii) procedimentos: estudo de caso, levantamento, bibliográfica, documental, participante e experimental; e iii) abordagem do problema: pesquisa qualitativa ou quantitativa. Conforme observa Vergara (2004), apesar de poderem ser agrupados de maneiras diversas, os tipos de pesquisa não são mutuamente excludentes.

Partindo destas premissas, o trabalho foi elaborado na forma de estudo exploratório descritivo quanto ao objetivo. Exploratório por que são escassos os trabalhos de pesquisa científica sobre o tema, realizados de forma a comparar o efeito das operações com derivativos sobre a divulgação de informações feitas em mercados distintos. Em conformidade com Vergara (2004) a investigação exploratória “é realizada em área na qual há pouco conhecimento acumulado e sistematizado”. Descritivo, pois pretende descrever características peculiares dos instrumentos financeiros derivativos, suas origens, evolução como instrumento a serviço da gestão, seus impactos socioeconômicos e perspectivas. O objetivo essencial de um estudo descritivo é conhecer os traços singulares e próprios de determinada população (TRIVIÑOS, 2008, p.110).

Quanto aos procedimentos, o trabalho é, essencialmente, uma pesquisa documental, complementado por revisão bibliográfica. A pesquisa bibliográfica permite uma abordagem mais focada do problema, possibilitando um tratamento mais específico (GIL, 1987, p. 64). Para Beuren (2006), o objetivo da pesquisa bibliográfica é explicar um determinado problema com base em referenciais teóricos preexistentes. A pesquisa documental se assemelha à revisão bibliográfica, diferenciando-se por objetivar dar tratamento analítico a conteúdos pouco pesquisados ou ainda não editados, buscando extrair alguma contribuição científica sobre o tema abordado (MARTINS e THEÓPHILO, 2007, p. 85).

A revisão bibliográfica foi realizada mediante consulta a livros, artigos, periódicos físicos e eletrônicos e outras fontes, com o propósito de construir um referencial teórico que dê suporte ao desenvolvimento do trabalho. Essa base conceitual é fundamental para apresentar ao leitor as principais definições, conceitos e outras informações que facilitem a

compreensão acerca do tema. Por sua vez, a pesquisa documental consistiu em levantamento de informações contidas nos relatórios contábeis das empresas definidas na amostra. Através da análise de demonstrações financeiras padronizadas enviadas à CVM pelas empresas analisadas, e das informações contidas nos formulários 20-F, enviados pelas mesmas empresas à SEC.

A tipologia de abordagem do trabalho é a qualitativa. Conforme sugere Beuren (2006), a utilização deste tipo de enfoque é primordial para que se possa aprofundar na investigação de questões que possibilitem o desenvolvimento do pensamento contábil.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população da pesquisa foi determinada pela verificação de quais as companhias brasileiras de capital aberto, emitentes de ADR, possuíam ações negociadas na Bolsa de Nova York no exercício de 2008. A partir da identificação do universo de empresas brasileiras negociando ações na NYSE, foi estabelecida a amostra a ser utilizada na pesquisa. O método de seleção da amostra foi não probabilístico e intencional, com os indivíduos (empresas) sendo escolhidos de acordo com a facilidade para a coleta dos dados a serem analisados, conforme sugere Gil (1999 *apud* BEUREN, 2006, p. 126). Foram, de antemão, excluídas da população as instituições financeiras, haja vista estarem estas empresas, subsidiariamente, sujeitas às normas e procedimentos de contabilização do BACEN. Foram rejeitadas também aquelas empresas com ADR de nível I, dispensadas de enviarem suas informações por meio do Formulário 20-F à SEC.

3.2.1 População

EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA NYSE (EM 22/10/2009)

Quadro 1 - Empresas brasileiras com ações negociadas na NYSE

	EMPRESA	CÓDIGO	ÁREA DE ATIVIDADE
1	AMBEV	ABVC	Alimentos e bebidas
2	AMBEV	ABV	Alimentos e bebidas
3	ARACRUZ	ARA	Papel e celulose
4	BRADESCO	BBD	Intermediação financeira
5	SANTANDER (BRASIL)	BSBR	Intermediação financeira
6	BRASILTELECOM PARTICIPAÇÕES	BRP	Telecomunicações
7	BRASIL TELECOM S/A	BTM	Telecomunicações

8	BRASKEM	BAK	Petroquímica
9	BRF-BRASIL FOODS ²	PDA	Alimentos
10	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO	CBD	Comércio
11	CEMIG	CIG	Energia
12	CEMIG	CIGC	Energia
13	COPEL	ELP	Energia
14	CSN	SID	Siderurgia e metalurgia
15	COSAN	CZZ	Açúcar e álcool
16	CPFL	CPL	Energia
17	EMBRAER	ERJ	Equipamentos Aeronáuticos
18	GAFISA	GFA	Construção civil
19	GERDAU	GGB	Siderurgia e metalurgia
20	GOL	GOL	Transporte aéreo
21	ITAU-UNIBANCO HOLDING	ITUB	Intermediação financeira
22	PETROBRAS	PBR	Petróleo e gás
23	PETROBRAS	PBRA	Petróleo e gás
24	SABESP	SBS	Saneamento básico
25	TAM	TAM	Transporte aéreo
26	TELE NORTE LESTE (oi)	TNE	Telecomunicações
27	TELESP (Telefônica)	TSP	Telecomunicações
28	TELEBRAS	TBH	Telecomunicações
29	TIM	TSU	Telecomunicações
30	ULTRAPAR	UGP	Petroquímica
31	VALE S/A	VALE	Mineração
32	VALE S/A	VALEP	Mineração
33	VIVO	VIV	Telecomunicações
34	VOTORANTIM PAPEL E CELULOSE	VCP	Papel e celulose

Fonte: *New York Stock Exchange*

3.2.2 Amostra

Quadro 2 - Empresas definidas na amostra

EMPRESA	ÁREA DE ATUAÇÃO	ADR	BOVESPA
PETROBRAS	PETROLEO E GAS	NÍVEIS 2 E 3	N/D
SADIA	ALIMENTOS	NÍVEL 2	NÍVEL 1
ARACRUZ	PAPEL E CELULOSE	NÍVEL 3	NÍVEL 1
GERDAU	SIDERURGIA E METALURGIA	NÍVEL 2	NÍVEL 1
VALE	MINERAÇÃO	NÍVEIS 2 E 3	NÍVEL 1

Fonte: NYSE e BM&FBovespa

² Combinação de negócios entre Perdigão e Sadia. Até 2008 as empresas tinham inscrições distintas.

3.3 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

Os dados sobre derivativos, constantes nas demonstrações financeiras, foram obtidos através do acesso às informações disponibilizadas nos *sites* das companhias definidas na amostra. As informações consideradas serão as contidas nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) enviadas pelas companhias à CVM, e os Formulários 20-F, de preenchimento obrigatório para empresas estrangeiras com títulos negociados no mercado de capitais norte-americano. Os dados utilizados foram os contidos em notas explicativas prioritariamente, complementados, quando disponíveis, por informações encontradas no corpo da demonstração e em outros tópicos, desde que relevantes e pertinentes ao tema investigado.

Os dados coletados das notas explicativas foram agrupados em quadros analíticos, de acordo com o critério, empresa, relatório e exercício de apresentação. O objetivo é permitir a visualização da informação de forma simplificada e sintética, apresentando um resumo do conteúdo encontrado nas notas para cada item predefinido como critério de comparação.

A forma de apresentação do Formulário 20-F foi determinante para a escolha das empresas componentes da amostra. A SEC exige que tais informações sejam enviadas em inglês. Contudo algumas empresas disponibilizam em seus *sites*, cópia do documento traduzido para o português. A escolha de companhias por este critério orientou-se por duas premissas principais: primeiro pela óbvia facilidade de se tratar as informações em nossa língua; segundo, porque denota um maior comprometimento dessas companhias com as melhores práticas de governança corporativa, facilitando o acesso às informações para o público em geral, parte deste público, potenciais investidores.

4 ANÁLISE DAS INFORMAÇÕES

O método de análise de conteúdo consiste em comparar, por meio de quadros analíticos, as informações sobre operações com derivativos definidas anteriormente como critérios, com as empresas sendo analisadas em conjunto. Foram elaborados, para cada critério, dois quadros distintos, sendo o primeiro reservado à exposição das informações sobre derivativos referentes às demonstrações financeiras de 2007, seguindo-se quadro com as informações contidas nas demonstrações do exercício de 2008.

As informações apresentadas nos quadros buscam trazer, de forma sucinta, as repostas encontradas em notas explicativas para os itens-quesitos propostos na metodologia como objetos de comparabilidade. O modelo adotado para análise dos resultados tem por objetivo permitir uma base de comparação dual, confrontando informações fornecidas por cada companhia às duas instituições reguladoras dentro de um mesmo exercício apurado e, em seguida, cotejando as informações de um período para o outro. O fim é, preliminarmente, investigar eventuais divergências entre a evidenciação de operações com derivativos, em demonstrações enviadas às comissões de valores brasileira e norte-americana no exercício 2007. Com base nesse pressuposto, para o caso de serem observadas tais divergências, identificar se estas teriam diminuído no exercício 2008, já sob os efeitos das alterações na legislação societária brasileira.

A proposta do método utilizado é investigar a ocorrência de assimetrias entre as informações reportadas aos investidores brasileiros e norte-americanos, especificamente para instrumentos financeiros derivativos. Não subsistem maiores pretensões quanto à quantificação destas supostas diferenças ou sobre possíveis conseqüências para o posicionamento destas empresas, junto aos mercados de capitais em que divulgam as demonstrações. Ainda que possa ser identificada como uma possível limitação do método, tal postura visa evitar a eleição de critérios subjetivos de análise.

Segue-se, a cada critério apresentado, uma discussão acerca de pontos considerados relevantes, de acordo com o atendimento às exigências. Pretende-se com isso, além de complementar as informações apresentadas, esclarecer situações eventualmente não captadas nos quadros analíticos. O objetivo fundamental do modelo de apresentação e análise das informações é permitir a investigação de possíveis deficiências nos relatórios, observando como as empresas transmitem uma mesma informação em dois ambientes.

As informações sobre derivativos foram extraídas, prioritariamente, das notas explicativas às demonstrações financeiras, sendo eventualmente complementadas com

informações disponíveis em outras partes das demonstrações. A definição dos critérios submetidos à análise levou em consideração as principais exigências para tratamento contábil e evidenciação de instrumentos derivativos, de acordo com as legislações brasileira e norte-americana aplicáveis. Os itens utilizados, como critérios que permitam a comparabilidade das informações, são os seguintes:

- **Principais práticas contábeis adotadas no tratamento dos instrumentos financeiros derivativos:** avaliação do nível de aderência das empresas às legislações brasileira e norte-americana para evidenciação de operações com derivativos e a utilização de boas práticas de governança corporativa;
- **Origem e exposição aos riscos:** observou-se, aqui, como são detectados e avaliados os riscos ao negócio da empresa. Como as operações com derivativos estão associadas à prevenção aos riscos de crédito, de câmbio, de juros e de preços. E como é evidenciado o risco decorrente de operações com derivativos;
- **Políticas de utilização e objetivos das operações com derivativos:** identificação dos motivos da utilização dos derivativos na atividade de cada empresa e como estas informações são levadas ao mercado;
- **Critérios de reconhecimento e avaliação do valor justo:** verificação de uso do conceito de valor justo para instrumentos derivativos e quais os critérios e métodos utilizados pelas empresas analisadas para a sua determinação.

4.1 EXPOSIÇÃO DAS PRINCIPAIS PRÁTICAS CONTÁBEIS ADOTADAS

Quadro 3 - Comparação das principais práticas contábeis adotadas em 2007

EMPRESA	DFP 2007	20-F 2007
ARACRUZ	Não há informação sobre o tratamento contábil dos instrumentos financeiros derivativos.	Os derivativos são reconhecidos pelo seu valor justo, independente do fim ou da intenção de mantê-los; as alterações no valor justo são lançadas diretamente no resultado, indicando que a empresa trata todas as operações com derivativos como <i>não-hedge</i> .
GERDAU	Não há informação sobre o tratamento contábil de derivativos, apenas uma indicação de que contratos de <i>swap</i> vinculados a operações de empréstimos seriam ajustados conforme e juntamente com a operação que lhes deu origem.	Um derivativo somente será qualificado como <i>hedge</i> quando tiver sido designado inicialmente como tal, for efetivo na redução do risco e manter correlação na variação do seu valor justo com o do item objeto. Derivativos não qualificados como <i>hedge</i> são reconhecidos a valor de mercado no balanço e ganhos e perdas registradas no resultado.

PETROBRAS	Não há informação sobre o tratamento contábil dos instrumentos financeiros derivativos.	Os derivativos são contabilizados no balanço, pelo valor justo. As alterações no valor justo de derivativos designados como <i>hedge</i> de fluxo de caixa são registradas inicialmente em conta do PL e reclassificados para resultado quando da efetiva realização da transação objeto do <i>hedge</i> . Derivativos utilizados para <i>hedge</i> de valor justo e de câmbio, têm as alterações no valor justo reconhecidas diretamente no resultado.
SADIA	Contratos de <i>swap</i> são registrados em contas patrimoniais, como passivos de curto e longo prazo. Os valores nominais dos contratos de futuros de moedas estrangeiras não são registrados nas demonstrações financeiras, os ganhos ou perdas decorrentes destas operações e os ajustes diários de posição são contabilizados em contas patrimoniais. O resultado realizado com contratos futuros de <i>commodities</i> é registrado em contas de resultado e o não realizado não é reconhecido contabilmente.	Todos os derivativos são representados no balanço patrimonial como ativos ou passivos, pelo seu valor justo. Os ajustes no valor justo dos derivativos cambiais e de contratos futuros de <i>commodities</i> são registrados em conta de resultado. Conforme nota, a empresa não classificou nenhum derivativo como de <i>hedge</i> , no período.
VALE	Os derivativos utilizados para <i>hedge</i> de taxas cambiais, de juros e preços de <i>commodities</i> , são contabilizados pelo regime de competência. Ganhos e perdas são reconhecidos no resultado, como receitas ou despesas financeiras ou variação cambial.	Todos os derivativos são reconhecidos no balanço, pelo seu valor mercado. As alterações no valor de mercado são registradas no lucro corrente ou receita total. Os ajustes nos valores de mercado de instrumentos designados como <i>hedge</i> de fluxo de caixa são reconhecidos no PL.

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2007

Quadro 4 - Comparação das principais práticas contábeis adotadas em 2008

EMPRESA	DFP 2008	20-F 2008
ARACRUZ	Os derivativos são reconhecidos inicialmente por seus valores justos na data da assinatura do contrato e, subsequentemente, reavaliados aos seus valores justos na data de cada balanço. O resultado do ganho ou da perda é reconhecido imediatamente no resultado.	Todos os derivativos são reconhecidos nas demonstrações financeiras, pelo seu valor justo, independente do fim. As alterações no valor justo são reconhecidas periodicamente no resultado. A companhia contabiliza todos os instrumentos derivativos como transações <i>não-hedge</i> .
GERDAU	Em nota, é informado que os instrumentos financeiros são valorizados pelo seu valor justo. Os derivativos são sempre designados como de <i>hedge</i> e contabilizados pelo método de <i>hedge accounting</i> .	Os derivativos são mensurados pelo seu valor justo na data das Demonstrações Financeiras. Como são designados como instrumentos de <i>hedge</i> , todos os derivativos são contabilizados através do método de <i>hedge accounting</i> .
PETROBRAS	Todos os derivativos estão reconhecidos no balanço. Operações de <i>hedge</i> de fluxo de caixa são avaliadas pelo seu valor justo em conta do PL até a realização efetiva do item objeto, quando será reclassificado para resultado. Derivativos utilizados para proteção do valor justo dos ativos são marcados a mercado ao longo da sua vigência, com suas variações lançados a resultado.	Os derivativos são contabilizados no balanço patrimonial, mensurados pelo valor justo. As alterações no valor justo de derivativos designados com <i>hedge</i> de fluxo de caixa são registradas inicialmente em conta do PL e reclassificados para resultado quando da efetiva realização da transação objeto do <i>hedge</i> . Derivativos utilizados para <i>hedge</i> de valor justo e de câmbio, têm as alterações no valor justo reconhecidas diretamente no resultado.

SADIA	Os instrumentos derivativos com vencimentos futuros foram reconhecidos contabilmente ao valor justo. Estes contratos estão segregados e definidos como operacionais ou financeiros, de acordo com o objetivo específico. Os instrumentos financeiros derivativos de câmbio são considerados como de risco relevante e foram alvo de análise de sensibilidade.	Todos os derivativos de moeda estrangeira estão reconhecidos no seu balanço, medidos a valor justo e os ajustes no valor justo são contabilizados no resultado. Também os ajustes no valor justo de derivativos associados a <i>commodities</i> são incluídos no resultado. Os contratos de derivativos são classificados como financeiro ou operacional, conforme o objetivo.
VALE	A companhia informa que todas as operações com derivativos estão apresentadas no balanço de acordo com o valor de mercado e os ganhos ou perdas devidamente contabilizadas no resultado.	Todos os derivativos são reconhecidos no balanço, pelo seu valor mercado. As alterações no valor de mercado são registradas no resultado. Os ajustes nos valores de mercado de instrumentos designados como <i>hedge</i> de fluxo de caixa são reconhecidos no PL.

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2008

A norma da CVM para tratamento de instrumentos financeiros vigente até 2007, IN 235/95, não trazia orientações específicas para a contabilização das operações com derivativos, apresentando apenas exigências quanto à divulgação, em nota explicativa, do valor de mercado dos instrumentos financeiros em geral. No mesmo período, o SFAS 133 do FASB, impunha que todos os instrumentos derivativos devessem ser reconhecidos no balanço patrimonial, como ativos ou passivos, pelo seu valor justo, independente do fim. Indicava também a forma como as alterações no valor justo de operações de *hedge* e *non-hedge* deveriam ser registradas nas demonstrações.

No exercício findo em 31/12/07, as informações financeiras enviadas pela Aracruz e pela Petrobras à CVM, não continham qualquer informação acerca de quais as premissas contábeis adotadas em relação aos derivativos. A Gerdau também não especifica, entre as suas principais práticas contábeis, qual o tratamento dispensado aos derivativos, se limitando a informar, na alínea que trata sobre empréstimos e financiamentos, que contratos de *swap* vinculados a tais captações, seriam ajustados conforme e juntamente com a operação que lhe deram origem. De uma forma geral, as companhias avaliadas atenderam no Formulário 20-F, as determinações de evidenciação de instrumentos financeiros derivativos, reconhecendo, avaliando e divulgando as operações em conformidade com os apontamentos contidos no SFAS 133 do FASB.

As demonstrações financeiras apresentadas à CVM, referentes ao exercício 2008, já estão sujeitas as orientações da IN 475/2008, que revogou a Instrução 235/95. É possível observar nas DFPs do referido exercício, das empresas em análise, um significativo avanço em relação à exposição de práticas contábeis direcionadas ao tratamento de derivativos, em comparação com as mesmas demonstrações do exercício anterior. Os apontamentos do CPC

14, base conceitual da nova norma, seguem padrões estabelecidos pelo IASB, que, por sua vez, se orienta por premissas compatíveis com o SFAS 133 do FASB. Consoante, também não foram observadas diferenças significativas entre as demonstrações enviadas às entidades reguladoras dos mercados de capitais brasileiro e norte-americano.

A Sadia, na DFP, traz informações complementares relacionadas à elaboração do quadro de análise de sensibilidade para as transações com derivativos, não presentes no Formulário 20-F. A Vale complementa as informações no Formulário 20-F, indicando que, em virtude das práticas contábeis adotadas, os resultados divulgados podem denotar uma maior volatilidade, que não tem reflexo no caixa. A Gerdau, por sua vez, complementa as informações do Formulário 20-F, reportando que o valor de mercado reconhecido nas demonstrações pode não representar o montante de caixa que a empresa pagaria ou receberia caso liquidasse as operações na data de elaboração das demonstrações.

4.2 UTILIZAÇÃO DE DERIVATIVOS NO GERENCIAMENTO DOS RISCOS

Quadro 5 - Comparação do uso de derivativos na estratégia de gestão do risco em 2007

EMPRESA	DFP 2007	20-F 2007
ARACRUZ	A estratégia de gerenciamento do risco da companhia se resume, conforme nota, à aquisição de contratos futuros de dólares e <i>swaps</i> de taxas de juros.	A estratégia de administração do risco é dividida em: a) risco de taxa de câmbio; b) risco de taxa de juros; e c) risco de preço de commodities . Para os dois primeiros são utilizadas operações com derivativos, para o gerenciamento dos riscos de preços a empresa não utilizou nenhum derivativo, porem informa que poderá fazê-lo, no futuro.
GERDAU	A política de gerenciamento de risco é dividida em fatores de: a) preço da mercadoria; b) taxas de juros; c) taxas de câmbio e; d) crédito . Apenas para a gestão do risco associado às oscilações no câmbio é informada a possibilidade de utilizar derivativos (<i>swap</i>).	Os riscos de mercado considerados pela empresa são divididos em: a) relacionados à variação cambial , para os quais adquire contratos de <i>swap</i> cambial; e b) associados à taxa de juros , para os quais utiliza contratos de <i>swap</i> de taxa de juros.
PETROBRAS	Como parte da estratégia de administração dos riscos, a Petrobras faz uso massivo de instrumentos derivativos com objetivo de fazer <i>hedge</i> de suas operações físicas . O planejamento inclui ainda operações voltadas ao controle da exposição cambial de certas obrigações financeiras da empresa. Apesar de considerar os riscos associados a taxas de juros , a empresa não mantém contratos de derivativos com o fim expresso de mitigar essa exposição.	A estratégia de administração de riscos da companhia prevê o uso de derivativos para: a) riscos cambiais , por meio de venda a termo de dólares e <i>collars</i> ; b) risco de preços de commodities , são realizados contratos futuros, opções sobre futuros e <i>swaps</i> ; c) taxas de juros , a Petrobras informa que não utiliza derivativos para gerenciar esse risco.

SADIA	Os principais riscos a que empresa está exposta estão assim agrupados: a) risco de taxas de câmbio e juros: protegidos por contratos de <i>swaps</i> cambiais e de taxa de juros e contratos futuros de moeda estrangeira; b) risco de crédito: administrado através da pulverização dos contratos de derivativos, com preferência por instituições com classificação de <i>rating</i> grau de investimento; c) risco de preços de commodities: não é informado em nota o uso de contratos de derivativos para sua administração.	A estratégia de gestão de riscos de mercado é assim dividida: a) risco cambial: utiliza-se de contratos futuros em moeda estrangeira e de <i>swap</i> cambial; b) risco de taxas de juros: não é informado o uso de derivativos; c) risco de crédito: referentes a contratos com derivativos são controlados pela contratação de instituições de primeira linha; d) risco de preço de commodities: não utiliza contratos futuros ou de opções como estratégia de proteção contra flutuações nos preços, mas admite realizar algumas operações de <i>hedge</i> financeiro para este fim.
VALE	A empresa considera que os principais riscos aos quais está exposta são: a) taxas de juros: quando não existe <i>hedge</i> natural, são realizadas operações com <i>swaps</i> ; b) taxas de câmbio: os derivativos são utilizados eventualmente, sobretudo <i>forwards</i> de moeda estrangeira; c) preço de commodity: são realizados contratos futuros e opções para alguns produtos comercializados.	A empresa faz uso de derivativos com o objetivo de administrar os seguintes riscos de mercado: a) volatilidade das taxas de juros: quando não existe <i>hedge</i> natural, são realizadas operações com <i>swaps</i> ; b) de câmbio: é informado o uso de derivativos, sem, contudo, especifica-los; c) preço de commodities: são realizados contratos futuros e opções para alguns produtos comercializados; e d) risco de crédito: as operações com derivativos são realizadas após a avaliação da posição econômica e classificação de <i>rating</i> da contraparte.

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2007

Quadro 6 - Comparação do uso de derivativos na estratégia de gestão do risco em 2008

EMPRESA	DFP 2008	20-F 2008
ARACRUZ	As estratégias de administração para cada variável de risco são informadas de forma individualizadas, assim apresentadas: a) risco de liquidez; não é informado o uso de derivativos; b) risco de mercado, usa <i>swaps</i> cambiais e <i>forwards</i> com posição vendida em dólares; c) risco de crédito, a Aracruz limita em US\$ 50 mi o valor de operação com cada parte, em contratos de derivativos.	A estratégia de gerenciamento do risco é dividida em: a) risco de liquidez: não é informado o uso de derivativos; b) risco de mercado: <i>swaps</i> e NDF com posição vendida em dólares; c) risco de crédito: limite de valor e vencimento das operações com derivativos, exigência de <i>rating</i> "A"; d) taxas de juros: usa <i>swaps</i> de taxas de juros; e) taxas de câmbio: uso de <i>swap</i> com verificação em dólar, NDFs e <i>Target Forwards</i> ; f) preço de commodities: não utilizou nenhum derivativo, mas informa que poderá utilizar.
GERDAU	A empresa agrupa os fatores de risco em seis categorias: a) taxas de juros, com contratos de <i>hedge</i> repactuados periodicamente, para adequação ao mercado; b) taxas de câmbio, por meio de <i>hedge</i> natural e eventualmente <i>swaps</i> cambiais; c) preço de commodities; d) crédito; e) gerenciamento de capital; e f) liquidez. Para esses últimos não é informado se utiliza contratos derivativos	A política da companhia prevê o gerenciamento dos seguintes fatores de risco: a) taxas de câmbio: avalia o uso de <i>swaps</i> , caso os passivos em dólares ultrapasse os ativos; b) taxas de juros: operações periódicas de <i>swap</i> , inclusive <i>cross currency swap</i> ; c) preço de commodities: não usa derivativos pra administrar esses riscos; d) crédito: operações com derivativos concentradas em instituições com <i>rating</i> de baixo risco de crédito; e) gerenciamento de capital; f) liquidez: para estas duas últimas não foi informado o uso de derivativos.

PETROBRAS	O gerenciamento de risco da companhia é desenvolvido de forma integrada, considerando as variáveis de: a) preços de commodities: são utilizados contratos futuros, opções e <i>swaps</i> de curto prazo; b) taxas de juros e cambiais: os principais derivativos usados para controle do risco cambial são <i>swaps</i> tipo <i>cross currency</i> e NDFs com posição vendida. Para a proteção contra oscilações nas taxas de juros, a companhia informa que não utiliza derivativos; c) crédito: não há informação sobre riscos de crédito em operações com derivativos.	A companhia desenvolve uma política integrada de gerenciamento do risco, contemplando: a) preços de commodities, realiza apenas operações pontuais de <i>hedge</i> patrimonial com <i>swaps</i> , futuros e opções; b) taxas de câmbio, para proteção contra variações cambiais são utilizados <i>swaps</i> tipo <i>cross currency</i> e termos NDF vendidos; c) crédito, o risco associado concentração de crédito é administrado limitando as operações com derivativos em instituições de primeira linha; d) taxas de juros, a empresa informa não ter utilizado derivativos para controle dos riscos de taxas de juros.
SADIA	Os principais riscos a que a empresa está exposta estão divididos em: a) de taxas de câmbio e juros, protegidos por contratos de <i>swaps</i> , NDFs e opções; b) de crédito, pulverização dos contratos de derivativos, com preferência por instituições com classificação de <i>rating</i> grau de investimento; c) de preços de commodities, é informada a utilização de contratos futuros, como parte da estratégia de gestão dos riscos associados às flutuações destes preços.	A companhia utiliza, historicamente, derivativos como forma de mitigar riscos: a) cambiais: protegido por contratos de <i>swaps</i> , NDFs e opções; b) de taxas de juros: a companhia utiliza contratos de <i>swap</i> como forma de administrar a exposição ao risco ocasionado pela oscilação nas taxas de juros; c) de crédito, pulverização dos contratos de derivativos, com preferência por instituições com classificação de <i>rating</i> grau de investimento; d) de preços de commodities, é informada a utilização de contratos futuros, como fins de <i>hedge</i> .
VALE	A estratégia de gestão de riscos é desenvolvida buscando uma visão integrada, e abrange riscos de: a) câmbio e taxas de juros: são utilizados contratos de <i>swap</i> tipo <i>cross currency</i> como proteção cambial e <i>swaps</i> de taxas de juros como medida de <i>hedge</i> . b) preços de commodities: são realizados contratos futuros sobre diversos produtos comercializados pela empresa; c) crédito: limites de exposição a operações com derivativos, operações com instituições de primeira linha, com <i>rating</i> realizado por empresas especializadas.	A estratégia de gestão de riscos da companhia é desenvolvida de forma integrada e considera riscos de: a) taxas de juros e de câmbio: os principais derivativos utilizados para reduzir as exposições a taxas de juros e câmbio são <i>swaps</i> de taxas de juros e <i>cross currency swap</i> ; b) preços dos produtos: foram realizadas operações com contratos futuros e <i>forward</i> para algumas <i>commodities</i> da companhia e para alguns insumos utilizados em suas operações; d) crédito: é considerada a probabilidade de inadimplemento, <i>rating</i> , desempenho do patrimônio líquido e do mercado de crédito.

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2008

O gerenciamento dos riscos a que estão expostos os seus negócios faz parte da pauta de empresas de qualquer porte e das mais variadas áreas de atividade. Uma das ferramentas a disposição das entidades, como parte da estratégia usada para controlar esses riscos e se antecipar aos efeitos nocivos decorrentes da exposição, são os instrumentos financeiros derivativos. Contudo, na medida em que fazem uso de alguns desses instrumentos, as empresas podem se tornar ainda mais vulneráveis aos riscos a que pretendiam mitigar.

Nas demonstrações enviadas à CVM, referentes ao exercício de 2007, as companhias analisadas não se encontravam obrigadas, pela IN 235/95, a divulgarem informações sobre exposição e gestão dos riscos, e o uso de operações com derivativos associadas ao controle

destes riscos, embora fossem incentivadas pela autarquia federal. Assim, conquanto apresentem espontaneamente notas, informando sobre o uso de derivativos em suas políticas de gerenciamento dos riscos, percebe-se uma preocupação menor que nas informações reportadas no Formulário 20-F.

A Aracruz, por exemplo, limita-se a informar que utilizou contratos futuros de dólares e *swaps* de taxas de juros durante o exercício, como medida de contenção da exposição. A Petrobras, embora enuncie as linhas gerais de sua política de administração de riscos e informe o uso de derivativos como parte da estratégia de controle, apresenta as variáveis de risco em conjunto, diferentemente do que disponibiliza no Formulário 20-F, onde os fatores de risco são divididos e tratados individualmente. Gerdau, Sadia e Vale divulgam para o mercado doméstico, informações compatíveis com as que são reportadas aos investidores da bolsa de Nova York, com tratamento individualizado das variáveis de risco, em acordo com as exigências do SFAS 133. A Vale, contudo, traz informação adicional importante, detalhando o tratamento conferido ao risco de crédito no Formulário 20-F. Tal informação não é apresentada na DFP, onde tal variável de risco sequer é mencionada.

Para o exercício findo em 31/12/2008, todas as empresas que compõem a amostra da pesquisa evidenciam sua estratégia de contingenciamento de riscos e utilização de derivativos em conformidade com os padrões IFRS. Usam, assim, a prerrogativa aberta pelo acordo IASB/SEC, para divulgação de empresas estrangeiras ao mercado norte-americano. Com isso, as assimetrias informacionais verificadas nos relatórios do exercício anterior tornaram-se bastante reduzidas, uma vez que não há a necessidade de conversão de padrões locais para os USGAAP. Tanto no que se refere ao atendimento de divulgação da exposição potencial e efetiva, quanto no detalhamento da estratégia de utilização de operações com derivativos, não se percebe grandes diferenças entre as informações prestadas nas DFPs em relação ao Formulário 20-F.

Uma exceção é a Gerdau, que apresenta um grau maior de precisão nas informações ao mercado norte-americano. Isso se explicaria, provavelmente, pelo fato de que grande parte do investimento da companhia no período esteve concentrado na América do Norte, o que a coloca em posição diferenciada em relação às demais empresas da amostra, já que o mercado de capitais norte americano torna-se base de sua captação para essas operações.

Importante observar a crescente atenção verificada por parte das companhias analisadas, quanto à busca de melhores práticas de governança corporativa. Em todas as demonstrações houve ampliação na quantidade da informação disponibilizada. Isso se deve, em parte, ao fato de os relatórios referentes ao exercício 2008 terem sido elaborados no

decorrer do corrente ano, refletindo, portanto, o clima de desconfiança do investidor após o impacto da crise financeira internacional. Assim é rápido entender a preocupação da administração em posicionar com a maior transparência possível, os efeitos das operações com derivativos sobre o resultado.

Algumas empresas analisadas neste trabalho sofreram graves reveses econômicos por conta da utilização de posições alanvacadas em operações no mercado de derivativos cambiais. Aracruz e Sadia, por exemplo, divulgaram prejuízos bilionários com contratos conhecidos no mercado como *target forwards*. O impacto destas operações no resultado das companhias provocou uma séria ameaça à estabilidade institucional, forçando acionistas e gestores a redefinirem suas estratégias de atuação.

Não por coincidência, ambas estiveram envolvidas, no decorrer dos últimos meses, em processos de combinações de negócios antes tidas como inviáveis. No caso mais notório, foi anunciada a fusão entre Sadia e Perdigão, percebida pelo mercado como uma aquisição feita pela segunda. Também a Aracruz conduziu às pressas sua fusão com a Votorantim Celulose e Papel (VCP), uma de suas principais concorrentes e que também anunciou resultados negativos relacionados a operações com derivativos.

4.3 POLÍTICA DE USO E OBJETIVOS DAS OPERAÇÕES COM DERIVATIVOS

Quadro 7 - Comparação das políticas e objetivos da utilização de derivativos em 2007

EMPRESA	DFP 2007	20-F 2007
ARACRUZ	Embora informe manter alguns contratos de derivativos cambiais, a Aracruz não considera a exposição a passivos em moeda estrangeira um risco, já que a maior parte de sua receita também é denominada em dólares (<i>hedge natural</i>).	A empresa informa que poderá utilizar-se de derivativos como proteção contra variações nas taxas de juros e cambio. Destaca o uso, sobretudo, de <i>swaps</i> de taxa de juros, alguns com verificação em dólar.
GERDAU	Entre os instrumentos financeiros utilizados pela Gerdau, conforme nota, não consta nenhuma operação com derivativos, embora afirme em outras oportunidades, deter contratos de <i>swap</i> cambiais.	A companhia informa que utiliza operações com derivativos a fim de administrar ou reduzir os riscos de mercado a que está exposta. Os principais contratos são de <i>swaps</i> cambiais e <i>swaps</i> de taxas de juros, alguns com verificação em dólar.
PETROBRAS	A premissa da companhia é usar instrumentos derivativos como mecanismo de gerenciamento dos riscos associados às variações nos preços do petróleo e derivados. São utilizados contratos futuros, de opções e <i>swaps</i> vinculados a transações de curto prazo, sempre com objetivo de <i>hedge</i> . Durante o exercício, cerca de 1/4 da atividade da empresa foi <i>hedgado</i> .	A companhia utiliza instrumentos financeiros derivativos para fins de <i>hedging</i> econômico, com o objetivo de reduzir o risco de perdas associadas aos preços do petróleo e as variações cambiais.

SADIA	Além das operações com <i>swaps</i> cambiais e de taxa de juros, a companhia afirma utilizar-se também de contratos futuros de moedas estrangeira com o objetivo de <i>hedge</i> .	A empresa informa que faz uso de derivativos com o objetivo de administrar alguns riscos de mercado a que esta exposta. Segundo nota, a política de investimento e proteção proíbe transações especulativas.
VALE	A companhia administra a exposição a alguns riscos através da utilização de instrumentos financeiros derivativos. Seguindo a política de gestão do risco, que geralmente proíbem negociações especulativas e operações a descoberto, além de exigir a diversificação de operações e contrapartes.	A companhia informa que utiliza derivativos com o propósito de fazer <i>hedge</i> para o risco de mercado apenas quando é considerado necessário para apoiar a estratégia corporativa ou para manter o nível de flexibilidade financeira. A política de gestão de risco, de modo geral, proíbe atividades especulativas e vendas a descoberto, além de exigir diversificação de operações e contrapartes.

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2007

Quadro 8 - Comparação das políticas e objetivos da utilização de derivativos em 2008

EMPRESA	DFP 2008	20-F 2008
ARACRUZ	A companhia informa que pode utilizar-se de operações de <i>hedge</i> cambial com objetivo de equilibrar sua posição de caixa, já que sua receita é, praticamente, toda em moeda estrangeira, enquanto metade de suas despesas em reais. É dada ênfase na afirmação de que os derivativos utilizados pela empresa têm por objetivo apenas a proteção contra riscos ao caixa da companhia, e visam se antecipar a eventuais flutuações cambiais e nos juros.	As operações com derivativos da empresa tem por objetivo proteger seu caixa contra flutuações cambiais e nas taxas de juros. Como percebe quase toda sua receita em dólares, enquanto cerca da metade de suas despesas são incorridas em reais, a companhia identifica no câmbio sua principal exposição.
GERDAU	A companhia informa que utiliza contratos de derivativos com o objetivo de proteção contra variações cambiais, em captações externas e de taxas de juros, em captações externas e internas. Todas as operações são de <i>hedge</i> , não subsistindo, portanto, qualquer intenção especulativa. Todos os contratos, conforme a nota têm como contraparte um ativo ou um passivo descoberto, nunca alavancando uma posição.	As operações com derivativos têm por objetivo a proteção contra variações cambiais nas captações realizadas em moeda estrangeira e contra variações de taxas de juros, sem fins especulativos. A Companhia informa que realizou também, instrumentos financeiros relativos a compromissos de aquisições de ações e lançou opções de venda de ações.
PETROBRAS	Conforme premissas da gestão de riscos, as operações com derivativos se limitam a proteger o resultado das transações no mercado internacional de cargas físicas, ou seja, operações de <i>hedging</i> , onde as variações positivas ou negativas são compensadas total ou parcialmente, pelo resultado na posição física. As operações com futuros, termos, opções e <i>swaps</i> , são geralmente de curto prazo, com os prazos se relacionando com os das operações físicas.	A companhia utiliza derivativos, não definidos como <i>hedge</i> contábil, como parte da política de gestão dos riscos de preços do petróleo. Faz uso também, de instrumentos <i>non-hedging</i> , como forma de se proteger de riscos cambiais. Informa ainda que pode utilizar eventualmente de derivativos para fins de <i>hedging</i> contra riscos de taxas de juros.
SADIA	A companhia informa que utiliza contratos futuros de moeda estrangeira (NDF, <i>target forward</i> e opções) com objetivo de fazer <i>hedge</i> . Informa ainda utilizar-se de contratos de <i>swap</i> como parte da mesma estratégia de proteção, mas admite também realizar operações estruturadas com <i>swaps</i> (CDS) como investimento financeiro.	A Sadia informa que usa e continuará a utilizar instrumentos financeiros derivativos para administrar o perfil de risco associado à exposição cambial e juros sobre sua dívida, reduzir o seu custo financeiro, acessar fontes alternativas de financiamento e proteger-se de alguns riscos financeiros.

VALE	A companhia informa que sua política e as normas internas de gestão de riscos, que complementam as normas internas de governança corporativa de gestão de riscos, determinam a diversificação de operações e contrapartes e a proibição de operações com derivativos com fins especulativos.	Como parte da estrutura integrada de gestão de riscos, os derivativos podem ser utilizados de forma a reduzir a volatilidade do fluxo de caixa. Nos termos dessa política, são expressamente proibidas as transações especulativas com derivativos e é exigida uma diversificação de operações e contrapartes.
------	--	--

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2008

As diretrizes para utilização e os objetivos pretendidos pela empresa ao adquirir instrumentos financeiros derivativos estão, seguramente, entre as mais relevantes informações fornecidas pela administração. Aqui estão contidas as premissas básicas que orientam a atuação da empresa neste mercado, bem como refletem a intenção dos gestores, ao se lançarem em transações de tão alto grau de complexidade e risco.

Nas demonstrações de 2007, tanto as enviadas à CVM, quanto nas remetidas à SEC, a maior parte das companhias em análise demonstra pouca preocupação em informar as diretrizes da sua política de uso de derivativos. Algumas, como é o caso da Aracruz e da Gerdau, trazem informações tão vagas e desencontradas, que chegam a representar contradições com outras informações prestadas. A Gerdau, por exemplo, não informa, na DFP, a existência de derivativos entre os seus instrumentos financeiros (nota 12), embora deixe transparecer, no item “empréstimos e financiamentos” (alínea d, da nota 3), a existência de contratos de *swap* protegendo operações de financiamentos. Na apresentação em Formulário 20-F, a mesma Gerdau informa que utiliza derivativos, sobretudo *swaps* cambiais e de taxas de juros, como objetivo de administrar ou reduzir riscos de mercado.

A Petrobras apresenta informações na DFP de 2007 com maior grau de detalhamento em relação à política de utilização de derivativos que as reportadas no Formulário 20-F para o mesmo período. Destaca, principalmente, o foco da utilização de instrumentos derivativos com o objetivo de *hedging* dos riscos associados ao preço de petróleo e derivados, identificando os tipos de contratos utilizados e o quantitativo das operações sobre proteção. Estas últimas informações não constam no relatório enviado à SEC.

As informações da Vale contém, em linhas gerais, um nível de detalhamento compatível no exercício 2007. Tanto na DFP, quanto no Formulário 20-F, são informados os propósitos e as premissas de utilização de derivativos. Embora não identifique quais os tipos de contratos, nem a parcela de negócios hedgeados, nos dois relatórios é afirmada a proibição de uso especulativo e a contratação de operações a descoberto, além de exigências quanto à diversificação dos tipos de operações contratadas e de contrapartes envolvidas.

As demonstrações da Sadia trazem uma característica *sui generis*, em relação à evidenciação das operações envolvendo derivativos, no exercício 2007. As informações constantes no relatório à CVM, de certa forma, complementam as enviadas à SEC. No primeiro, além de informar as linhas gerais da política de uso de derivativos, identifica os tipos de contratos utilizados, o que não consta no 20-F. Por sua vez, as diretivas proibindo operações especulativas, presentes no relatório enviado à SEC, não aparecem na DFP.

Em relação às demonstrações do exercício de 2008, percebe-se pouca diferença entre as informações enviadas às duas entidades reguladoras do mercado de capitais. Uma exceção é o relatório da Sadia depositado junto a CVM, onde informa com detalhes quais os tipos de derivativos compõem sua carteira. É a única empresa a fazer menção ao uso de instrumentos designados pelo mercado como “exóticos” ou “tóxicos”, entre os quais, NDF (*non-derivable forward*), *target forward* e *call* de moeda estrangeira. A empresa vai além, informando que também faz uso de derivativos de crédito, conhecidos como CDS (*credit default swap*), como opção de investimento. Para o mesmo exercício informa à SEC, por meio do Formulário 20-F, que usa e continuará a usar operações com derivativos como forma de gerenciar o perfil de seu risco cambial e de juros, além de possibilitar fontes alternativas de financiamento. Contudo, sem precisar quais tipos de instrumentos seriam utilizados para tais fins.

Entre as demais empresas analisadas na amostra, o que se nota é uma similaridade no conteúdo dos relatórios, com pouca variação nas informações prestadas. Também é identificada certa semelhança, quando comparadas as empresas entre si. Em linhas gerais, a exposição das políticas de utilização condiciona o uso de derivativos com o propósito de proteção patrimonial, variando os fins específicos conforme a atividade da companhia.

A Petrobras, por exemplo, informa nos dois relatórios usar contratos de *swap*, termos e futuros para fazer *hedge* de suas operações físicas internacionais, sobretudo. Já Aracruz e Vale destacam que o objetivo precípua do uso de derivativos é garantir o equilíbrio de suas posições de caixa, expostas aos riscos de operarem com duas ou mais moedas escriturais. Enquanto a Gerdau salienta que o objetivo das operações com os derivativos que possui é fazer *hedge* de suas captações, tanto em moeda local, quanto externas. Esta última trás informações adicionais no Formulário 20-F, não presentes na DFP, como a diretriz de não utilizar operações alavancadas com instrumentos derivativos, além de informe específico sobre a subscrição de ações com derivativos embutidos (opções *put*) e compra de opções *call* com o objetivo de adquirir o controle acionário de outras entidades.

4.4 CRITÉRIOS DE RECONHECIMENTO DO VALOR JUSTO

Quadro 9 - Comparação dos critérios de reconhecimento do valor justo em 2007

EMPRESA	DFP 2007	20-F 2007
ARACRUZ	A empresa informa utilizar-se de metodologia própria para determinação do "valor estimado de mercado" dos instrumentos financeiros. Não há menção específica do tratamento dado aos derivativos.	Não há informações específicas nas notas sobre a metodologia utilizada pela empresa para apuração do valor justo dos derivativos. A companhia se limita a informar que os contratos de <i>swap</i> têm seus valores marcados a mercado diariamente.
GERDAU	A Gerdau reconhece seus instrumentos financeiros a "valor de mercado", contudo não informa a metodologia utilizada para a avaliação.	O valor justo dos derivativos é determinado considerando cotações obtidas junto aos participantes do mercado para instrumentos semelhantes, por ocasião do levantamento das demonstrações financeiras.
PETROBRAS	O valor justo dos instrumentos financeiros em geral é determinado com base em preços de mercado publicados, ou, na ausência destes, no valor presente dos fluxos de caixa esperados. Não é informado o tratamento para os derivativos especificamente.	O valor justo dos instrumentos financeiros da companhia é determinado com base em cotações de mercado, ou não existindo, no valor presente de fluxos de caixa esperados. Não há informação sobre os critérios para apuração do valor justo dos derivativos especificamente.
SADIA	O valor justo das operações de <i>swap</i> é estimado na data de apuração das demonstrações financeiras, com base em cotações de mercado de contratos comparáveis. A empresa informa que não tem intenção de liquidar nenhum contrato antes da maturidade.	O valor justo dos contratos de <i>swap</i> de moeda estrangeira e de taxas de juros foi estimado com base em cotações de mercado para contratos comparáveis e são reconhecidos no balanço patrimonial. A empresa informa que não tem intenção de liquidar nenhum contrato antes da maturidade.
VALE	Não foram apresentados, em notas explicativas, os critérios e modelos para determinação do valor justo dos derivativos ou de qualquer outro instrumento financeiro.	Não foram apresentados, em notas explicativas, os critérios e modelos para determinação do valor justo dos derivativos ou de qualquer outro instrumento financeiro.

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2007

Quadro 10 - Comparação dos critérios de reconhecimento do valor justo em 2008

EMPRESA	DFP 2008	20-F 2008
ARACRUZ	O valor justo dos <i>swaps</i> tipo <i>cross currency</i> é obtido pela diferença entre a posição ativa da companhia e a posição ativa da contraparte. No caso de <i>swaps</i> com verificação em dólar, utilizou-se o Modelo Monte Carlo para estimar o valor justo. Esse método consiste em trazer a valor presente os pagamentos e recebimentos potenciais, utilizando-se uma média entre as cotações do dólar para as datas de realização dos contratos e de uma curva de taxas fixas, obtidas junto à BM&F.	O valor justo dos <i>swaps</i> tipo <i>cross currency</i> é obtido pela diferença entre a posição ativa da companhia e a posição ativa da contraparte. No caso de <i>swaps</i> com verificação em dólar, utilizou-se o Modelo Monte Carlo para estimar o valor justo. Esse método consiste em trazer à valor presente os pagamentos e recebimentos potenciais, utilizando-se uma média entre as cotações do dólar para as datas de realização dos contratos e de uma curva de taxas fixas, obtidas junto à BM&F.

GERDAU	O valor justo dos derivativos é baseado na utilização de curvas de mercado de cada derivativo, trazidos a valor presente na data de apuração. Os contratos de <i>swap</i> , tanto para ativos quanto para passivos, são estimados de forma independente e descontados a valor presente, e a diferença obtida no resultado entre os extremos gera o valor de seu mercado. Os valores são sempre brutos, antes da incidência de impostos.	O critério para a determinação do valor justo de derivativos baseia-se na utilização de curvas de mercado para cada derivativo descontado a valor presente na data do cálculo. Os contratos de <i>swap</i> , tanto para ativos quanto para passivos, são estimados de forma independente e descontados a valor presente, e a diferença obtida no resultado entre os extremos gera o valor de seu mercado. Os valores são sempre brutos e antes de impostos.
PETROBRAS	O valor justo dos derivativos patrimoniais é determinado através de preços cotados no mercado, para ativos ou passivos idênticos. O valor justo dos derivativos cambiais é calculado usando como base os fechamentos das taxas de juros das moedas nacionais.	O valor justo dos instrumentos financeiros da companhia é determinado com base em cotações de mercado, ou não existindo, no valor presente de fluxos de caixa esperados. Não há informação sobre os critérios para apuração do valor justo dos derivativos especificamente.
SADIA	Os valores justos dos contratos futuros e de <i>forward</i> foram estimados com base na utilização das curvas de mercado que impactam estes instrumentos, nas respectivas datas de apuração, trazidas a valor presente; os valores justos dos contratos de <i>swaps</i> de taxas de juros foram estimados com base nas cotações de mercado de contratos similares; opções são precificadas através do modelo <i>Black & Scholes</i> .	O valor justo dos contratos futuros é estimado com base em curvas de mercado na data da apuração, trazidas a valor presente. O valor justo dos <i>swaps</i> de taxas de juros com base em cotações de mercado para contratos similares. A precificação de opções é feito usando o modelo <i>Black & Scholes</i> . O valor justo dos contratos derivativos é apurado na data de levantamento das demonstrações financeiras.
VALE	Na apuração do valor justo de <i>swaps</i> , os valores presentes das pontas ativas e passivas são estimados por meio do desconto pela taxa de juros da moeda em que o <i>swap</i> foi referenciado. A diferença é o seu valor justo. Para as opções são utilizados modelagens amplamente utilizados pelo mercado, sobretudo o modelo <i>Black & Scholes</i> . Os contratos futuros de <i>commodities</i> são valorados utilizando curvas futuras para cada produto, obtidas geralmente em bolsas onde se comercializam tais contratos.	A fim de avaliar instrumentos financeiros, são usadas estimativas e avaliações relativas aos valores atuais, levando em consideração as curvas de mercado, taxas de juros, taxas de câmbio, preços de mercado estimados e suas respectivas volatilidades, quando aplicáveis.

Fonte: DFP e Formulário 20-F de 2008

O último critério utilizado para se comparar as informações é a forma de reconhecimento do valor justo dos derivativos, eventualmente contratados pelas companhias. Neste quesito, o que se observa nos relatórios relativos à apuração do exercício 2007, é a quase total ausência de informações sobre a metodologia utilizada para determinação deste valor. Na DFP do referido período, apenas a Sadia informava o critério usado, e somente para os contratos de *swap*, feitas a partir da tomada de cotações de mercado de contratos comparáveis. O mesmo critério é informado no Formulário 20-F, acrescentando que o valor obtido é reconhecido no balanço patrimonial.

Nenhuma outra companhia da amostra apresentou a metodologia adotada para avaliação dos derivativos, especificamente, na DFP referente ao exercício 2007. Se limitaram, quando muito, a informar que reconhecem a valor justo os instrumentos financeiros, de uma forma geral. A Aracruz informa, tanto na DFP quanto no Formulário 20-F, usar método próprio para a determinação do “valor estimado de mercado” dos instrumentos financeiros, todavia não identifica quais as diretrizes desta metodologia, tampouco menciona o tratamento específico para os derivativos.

Nas demonstrações de 2007 remetidas à SEC, a Gerdau informa que os derivativos são valorados através de cotações de mercado para contratos similares, no momento da apuração das demonstrações. Essa informação é omitida na DFP. Petrobras apresenta, em ambos os relatórios, apenas critérios utilizados para os instrumentos financeiros em conjunto, sem detalhar o método usado para os derivativos. A companhia Vale não apresenta nenhuma informação sobre a metodologia empregada na mensuração de derivativos ou de qualquer outro instrumento financeiro.

Para o exercício 2008, todas as companhias estudadas na amostra apresentaram avanços quanto à divulgação dos critérios de reconhecimento do valor justo. A mais notável evolução é, sem dúvida, a observada nos relatórios da Aracruz, tanto à CVM, quanto à SEC. A empresa esteve envolvida, ao longo do referido período de apuração, em operações com derivativos de elevado grau de risco. Estes instrumentos, classificados pelo mercado como “exóticos” ou “tóxicos”, além de expor o patrimônio da companhia, lançaram sérias dúvidas sobre a transparência da administração em evidenciar o uso e os efeitos das operações com derivativos. O resultado negativo nessas transações representou perdas de valor para a companhia e culminaram com um prejuízo superior a R\$ 4 bi. Esses fatores, somados ao processo de combinação de negócios envolvendo Aracruz e VCP, e às novas exigências impostas pela legislação societária vigente no Brasil, certamente motivaram a alta direção da empresa a reverem suas premissas de divulgação.

Tanto no relatório dirigido à SEC, quanto na DFP, há um alto grau de detalhamento dos métodos e premissas utilizadas pela contabilidade da Aracruz para a determinação do *fair value* dos instrumentos derivativos. Cada tipo de contrato tem sua forma de cálculo apresentada de forma distinta e minuciosa. No caso da obtenção de estimativas de valor justo para os *swaps* com verificação, por exemplo, além de informar a modelagem aplicada, no caso o Modelo Monte Carlo, procedeu-se a uma rica descrição das variáveis usadas pelo método.

Outra importante exportadora com o nome vinculado a desastrosas operações com derivativos, a Sadia também melhorou a exposição dos métodos de definição do valor justo dos derivativos em 2008. Embora traga maior quantidade de informações na DFP em relação ao Formulário 20-F, em ambos é possível verificar uma maior atenção quanto ao nível de detalhamento. Cada tipo de contrato tem seu modelo específico de determinação do valor justo evidenciado e no relatório remetido à CVM é destacando que os valores obtidos não representam, necessariamente, desembolso ou recebimento de caixa.

Da mesma forma, Gerdau e Petrobras aprimoraram suas divulgações para os instrumentos financeiros. Agora, apresentam o tratamento específico para reconhecimento de valor justo das operações com derivativos em ambas as demonstrações. A primeira traz como principal informação, o critério de utilização de curvas de mercado para cada derivativo, com cotações colhidas em mercado ativo e considerando condições presentes e futuras desse mercado.

Há uma pequena variação na quantidade de informação prestada pela Gerdau no Formulário 20-F, quanto à identificação do modelo para estimativa de valor para os contratos de *swap* especificamente, que não consta na DFP. Já a estatal petrolífera destaca, no relatório enviado à CVM, o uso de cotações de mercado de instrumentos comparáveis aos da sua carteira e fechamentos das taxas de juros e câmbio, para determinar o valor justo dos derivativos detidos por ela. No Formulário 20-F, a Petrobras informa qual o tratamento dispensado aos instrumentos financeiros em conjunto, não mencionando o termo “derivativos”, especificamente.

Também a Vale apresenta sensíveis melhorias na sua divulgação dos critérios e métodos de reconhecimento do valor justo nas demonstrações financeiras do exercício 2008. A companhia adota um posicionamento diferenciado, em comparação com as demais componentes da amostra. Na DFP é apresentado um alto grau de detalhamento dos métodos utilizados para a obtenção do valor justo de instrumentos derivativos. Há informação específica para a estimativa dos valores de operações com *swaps*, valoração dos contratos de futuros e precificação de opções. Para esse último inclusive, destaca o uso do modelo *Black & Scholes*, preferencialmente.

No Formulário 20-F, embora constem às premissas utilizadas para determinação do valor justo dos instrumentos financeiros, inexistentes no relatório de 2007, como uso de estimativas que consideram curvas de mercado, taxas de câmbio e juros, preços de mercado e volatilidade dos mercados, não se verifica menção ao tratamento dos derivativos especificamente.

4.5 SUMÁRIO DAS DEMONSTRAÇÕES ENVIADAS À SEC E À CVM

Como forma de proporcionar maior comparabilidade, elaborou-se um quadro-síntese dos critérios utilizados para comparação na pesquisa. Neste, foram estabelecidos parâmetros para a quantificação da informação fornecida, com os critérios subdivididos em quesitos que permitissem testes objetivos do atendimento aos critérios.

O modelo escolhido segue a proposta do instrumento de coleta de dados utilizado por Darós (2006), sendo feitas adaptações pertinentes aos objetivos de nosso trabalho. Contudo, diferentemente do citado pesquisador, preferimos publicá-lo, como forma de se permitir uma melhor visualização dos resultados. Por meio das respostas objetivas aos quesitos, extraídas das demonstrações financeiras, é possível se estabelecer comparação não apenas entre os períodos analisados para cada companhia, mas também entre as próprias companhias.

Cada quesito busca identificar, da forma mais objetiva possível, a aderência da companhia quanto ao atendimento de exigências de evidenciação. Na elaboração das questões foram consideradas as legislações internacionais vigentes para os períodos analisados. Com referência ao exercício 2007, utilizou-se como parâmetro apenas os apontamentos constantes no SFAS 133 do FASB, por este trazer um nível de exigências, quanto ao *disclosure* de instrumentos financeiros, reconhecidamente maior que a IN 235/95 da CVM.

Nas demonstrações de 2008 novamente a base conceitual-legal foi o *statement* do FASB, contudo, buscou-se comparar suas exigências e compatibilizá-las com as orientações contidas no pronunciamento CPC 14. As orientações do referido pronunciamento são a base conceitual da Instrução Normativa 475/08 da CVM, norma atualmente vigente para tratamento contábil de instrumentos financeiros pelas companhias abertas brasileiras.

Foram elaborados 10 (dez) quesitos, a partir da observação das principais diretrizes de contabilização e divulgação contidas nas referidas normas. O conteúdo dos questionamentos e o grau de relevância dado a cada quesito se orientam, estritamente, pelas premissas da legislação. Assim, por exemplo, deu-se maior ênfase a questões relativas aos princípios e premissas contábeis e ao gerenciamento de risco, haja vista serem estas as informações mais relevantes, na visão do FASB. Para cada um destes referidos critérios são apresentados três quesitos.

Foram estabelecidos dois níveis de classificação para cada resposta esperada. No primeiro nível atribui-se uma referência numérica, com os dígitos 1, 2, 3 ou 4 identificando se houve ou não a divulgação da informação e a sua incidência em cada relatório. O sub-nível alfabético, para o qual poderão ser atribuídas as letras A, B, ou C, identificam o grau

quantitativo da informação (ver legendas ao quadro 11). As referências não atribuem notas, nem expressam valor ou peso, funcionando somente como parâmetros de comparabilidade.

Quadro 11 - Síntese das informações sobre derivativos

QUESITO/EMPRESA	ARACRUZ		GERDAU		PETROBRAS		SADIA		VALE	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Informa se usa tratamento contábil específico para os derivativos?	1	3A	1	3A	1	3C	3B	3B	1	3A
Informa se os derivativos são apresentados ou não no balanço?	4	1	4	4	1	3C	3B	1	1	3C
Informa a uso, adequado, do método de <i>hedge accounting</i> ?	1	1	4	3C	1	3C	4	4	1	1
Apresenta as variáveis de risco de forma individualizada?	1	3A	3C	3C	1	3C	3C	3C	3A	3C
Informa o uso de derivativos como parte da gestão do risco?	3A	3A	3C	3C	3C	3C	3C	3C	3C	3C
Correlaciona cada derivativo usado a uma variável específica de risco?	1	3A	3A	3C	1	3A	3B	3C	3B	3C
Apresenta as diretrizes gerais da política de uso dos derivativos?	1	3B	1	3C	3B	3B	3A	3C	3C	3C
Segrega as operações de <i>hedge</i> das financeiras?	4	3B	4	3B	3B	3C	2	3B	4	4
Informa se os derivativos são avaliados pelo valor justo?	1	3C	3A	3C	3C	3C	3C	3C	1	3C
Informa os modelos utilizados para valoração dos derivativos?	4	3C	1	3C	4	2	3C	2	4	3B

Adaptado de Darós 2006

Legendas ao Quadro 11:

- 1: informa no Formulário 20-F e não informa na DFP;
- 2: informa da DFP e não informa no Formulário 20-F;
- 3: informa em ambos;
- 4: não informa em nenhum;
- A: maior grau de detalhamento no Formulário 20-F;
- B: maior grau de detalhamento na DFP;
- C: grau de detalhamento semelhante.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Um aluno, em algum curso de Ciências Contábeis, no primeiro dia de aulas certamente ouvirá que “a contabilidade é um sistema de informação [...] para a tomada de decisão.” (MARION, 2006, p. 25). O fim precípua da informação contábil é, portanto, posicionar o usuário sobre a realidade patrimonial da entidade, fornecendo subsídios para que este tome decisões com algum grau de segurança. No ambiente empresarial, sobretudo quando se pensa em grandes companhias de capital aberto, um usuário da informação contábil em especial é digno de tratamento diferenciado: o investidor. Por se dispor a compartilhar os riscos da atividade econômica, disponibilizando seus recursos em benefício da viabilidade financeira da empresa, em troca da promessa de ganhos futuros, este usuário espera que a informação contábil seja acima de tudo preditiva e confiável.

O presente trabalho buscou verificar o nível de transparência na informação sobre instrumentos derivativos, divulgada por empresas brasileiras. Constatou-se um alto grau de assimetria em informações apresentadas a investidores norte-americanos e brasileiros, sobretudo nas demonstrações relativas ao exercício 2007. Esse descompasso na oferta de subsídios para tomada de decisão conferia aos primeiros uma posição privilegiada. Ao negociarem papéis das empresas analisadas, dispondo de informações mais claras e completas, obtinham a possibilidade de ganhos adicionais e extraordinários.

Os resultados do trabalho podem ser decompostos sob três enfoques distintos. Em um primeiro momento, analisando as demonstrações do exercício findo em 31/12/2007, comparando as informações referentes a derivativos, apresentados simultaneamente pelas empresas nas DFPs e nos Formulários 20-F. Em seguida, partindo para uma análise dos mesmos relatórios referentes aos *financial reporting* de 2008; e, finalmente, procedendo a uma revisão ampla dos resultados, por meio da confrontação de um período com o outro.

Como resposta à proposta inicial do trabalho, verificou-se que grandes empresas brasileiras divulgavam, nas demonstrações do exercício 2007, informações sobre instrumentos derivativos no mercado brasileiro de forma diversa das apresentadas em *Wall Street*. O que chamou a atenção durante a pesquisa é que algumas destas empresas se declaravam, no referido período, comprometidas com a implementação de boas práticas de governança corporativa. Conforme destacado no quadro nº 2, das cinco companhias definidas na amostra, apenas uma não integrava o segmento Nível 1 da Bovespa, onde se comprometem a divulgarem voluntariamente informações que excedam as requeridas pela legislação.

Contudo, o que se verificou foi que, na maioria das vezes, a informação divulgada se limitou, quando muito, a atender as determinações legais, tanto nos relatórios enviados à CVM quanto à SEC. Dessa forma, mesmo os investidores norte-americanos poderiam não ter a percepção exata da verdadeira posição econômica da empresa, ainda que dispusessem de informações com um nível de detalhamento maior que os brasileiros.

No caso específico dos derivativos, esse baixo nível de transparência na prestação de informações se revelou ainda mais preocupante. Devido ao seu potencial em causar perturbações ao ambiente institucional, informações incompletas ou inexatas sobre esses instrumentos financeiros podem distorcer a avaliação do mercado sobre o verdadeiro valor das empresas, prejudicando a tomada de decisão do investidor.

Ainda que se considerassem as diferenças na legislação, a maior sofisticação e volume de operações do mercado de capitais norte-americano, era de se esperar que empresas brasileiras divulgassem ao investidor brasileiro as mesmas informações disponibilizadas em outros mercados. O que se observou na pesquisa, no entanto, foi a não existência de um padrão uniforme de evidenciação. Essa situação ficou bastante evidente na comparação das informações sobre derivativos nas demonstrações financeiras relativas ao ano de 2007.

O possível argumento de que eventuais divergências nas informações poderiam ser justificadas por regras contábeis diferentes no Brasil e nos Estados Unidos não é aceitável, visto que as legislações vigentes até 2007 não eram conflitantes. Pelo contrário, especificamente para o tratamento de derivativos, as determinações do FASB eram homogêneas e complementares às da CVM. Os apontamentos da IN 235/95 para divulgação sobre instrumentos financeiros ao mercado interno representavam o quantum mínimo de informação exigida, não impedindo, entretanto, que as companhias as complementassem com os dados adicionais remetidos à SEC.

O início da vigência de mudanças na normatização contábil brasileira em 2008, teve grande impacto sobre a apresentação de demonstrações desse exercício, sobretudo pela adoção de uma estrutura conceitual sólida para o tratamento dos instrumentos financeiros. Nesse mesmo contexto, tivemos a iniciativa do governo americano rumo à harmonização de padrões contábeis internacionais, por meio da permissão dada pela SEC para que empresas estrangeiras utilizassem, opcionalmente, os padrões IFRS nas divulgações ao mercado norte-americano. Na mesma época, a economia mundial conviveu com o pânico generalizado dos mercados, em meio a uma forte percepção de que os derivativos tiveram um papel preponderante na crise financeira internacional, catalisando e amplificando seus efeitos.

Diante do cenário exposto acima, torna-se compreensível a melhoria na qualidade da informação nas demonstrações relativas ao ano de 2008. De maneira geral, as empresas analisadas evoluíram quanto à identificação do papel dos derivativos na estratégia financeira e na proteção patrimonial, demonstrando com maior objetividade os critérios contábeis adotados no tratamento das operações envolvendo estes instrumentos.

Apesar de não se poder afirmar que as informações fornecidas pela contabilidade destas companhias reflitam fielmente a posição financeira e a exposição aos riscos desse complexo mercado, é inegável o avanço verificado nos balanços enviados a CVM referentes ao exercício 2008, em comparação com o período anterior. Esse dado é ainda mais significativo quando se constata que, de forma geral, também melhorou o nível de *disclosure* nas demonstrações reportadas à SEC. Essa mudança representou uma considerável diminuição na assimetria da informação divulgada nos dois países, intrínseca nos relatórios do exercício anterior. Uma clara mostra dessa evolução pode ser verificada, sobretudo, no maior grau de detalhamento das informações acerca da utilização de instrumentos derivativos como parte da estratégia de gerenciamento do risco, conforme destacado no quadro número 6 (seis).

Como sugestão para trabalhos futuros, partindo das conclusões aqui apresentadas, poderá ser avaliado se a melhoria na divulgação de informações sobre derivativos teve impacto sobre o preço das ações das companhias. Essa linha de pesquisa ganha especial significado diante dos desdobramentos da crise internacional, com os expressivos prejuízos divulgados no exercício 2008 e os notórios processos de combinação de negócios envolvendo empresas analisadas no presente trabalho. Para que se alcance resultados mais abrangentes, seria apropriado ampliar a amostra, incluindo empresas de outras áreas de atividade.

Outra possibilidade para pesquisa é investigar se o uso de modelos distintos para determinação do valor justo de derivativos poderia representar diferenças significativas no resultado econômico. Neste trabalho foi verificado que as empresas analisadas informam utilizar, nas demonstrações de 2008, o mesmo critério, tanto nas informações enviadas à CVM quanto à SEC. Quando comparadas entre si, contudo, as empresas não utilizam, necessariamente, critérios homogêneos. Portanto, existe a possibilidade de variações na precificação de um mesmo tipo de derivativo, de uma empresa para outra.

Para realização das sugeridas pesquisas, é fundamental a utilização de métodos econométricos, com modelos matemáticos especificamente voltados para a obtenção de resultados quantitativos. Como o presente trabalho buscou uma perspectiva qualitativa, não se considerou o uso de tal metodologia, o que não impede que seus resultados sejam complementados por variáveis quantitativas, ou mesmo combinando as duas abordagens.

REFERÊNCIAS

BEUREN, Ilse Maria (Org.). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade**. 3. ed. São Paulo: 2006, Atlas.

BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS (BM&F). **Curso de futuros e opções**. São Paulo: BM&F, 1998.

BRASIL. **Lei 6.404 de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

CAMAROTTO, Murillo. Derivativos levam Sadia a prejuízos de R\$ 2,48 bilhões em 2008. **Valor Online**, São Paulo, 27 mar. 2009. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/mat/2009/03/27/derivativos-levam-sadia-prejuizo-de-2-48-bilhoes-em-2008-755034478.asp>>. Acesso em 23 jun. 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução Normativa 235 de 23 de março de 1995**. Dispõe sobre a divulgação, em notas explicativas, do valor de mercado dos instrumentos financeiros, reconhecidos ou não nas demonstrações financeiras das companhias abertas e da outras providências. Revogada pela Instrução CVM 475, de 17 de dezembro de 2008.

_____. **Instrução Normativa 475 de 17 de dezembro de 2008**. Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa, e sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade.

_____. **Deliberação 550, de 17 de outubro de 2008**. Dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em nota explicativa às informações trimestrais – ITR.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – **Pronunciamento Técnico CPC 14 - Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação**.

COVA, Carlos José G. A contabilidade e os instrumentos financeiros derivativos: o desafio doutrinário para o profissional do século XXI. **Pensar Contábil**: revista do CRCRJ, Rio de Janeiro, v. 7, nº 30, 2006.

DARÓS, Leandro Luis. **Evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis: uma comparação entre as informações divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras emitentes de *american depositary receipts* – ADR's**. 2006.105 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, UFSC, 2006.

FASB – **Statement of Financial Accounting Standards (SFAS) 133 - Accounting for derivatives instruments and hedging activities**.

FREITAS, Tatiana. Derivativo leva Sadia a prejuízo de R\$ 2,5 bi. **O Estado de São Paulo**, São Paulo, 28 mar. 2009. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20090308/not_imp346128.0.php>. Acesso em: 23 jun. 2009.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1987.

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

IASB. **International Accounting Standard (IAS) 39** - Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e Mensuração.

_____. **International Accounting Standard (IAS) 32** - Instrumentos Financeiros: Apresentação.

_____. **International Financial Report Standard (IFRS) 7** - Instrumentos Financeiros: Divulgação.

IUDÍCIBUS, Sergio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 6. ed. rev. e atual. – 8. reimpr. – São Paulo: Atlas, 2006.

LIMA, Iran Siqueira; LOPES, Alexsandro Broedel. **Contabilidade e controle de operações com derivativos**. 2 ed. rev. e ampl. – São Paulo: Pioneira ThompsonLearning, 2003.

_____. Perspectivas para pesquisa em contabilidade: o impacto dos derivativos. **Revista Contabilidade e Finanças** da FIPECAFI-FEA-USP, São Paulo, FIPECAFI, v. 15, nº 26, p. 25-41, maio/agosto 2001.

LOPES, Alexsandro Broedel; CANEIRO, Luiz Nelson G. Contabilização de operações com derivativos: uma comparação entre o SFAS n° 133 e o arcabouço emanado pelo COSIF. **Caderno de Estudos FIPECAFI**, São Paulo, nº 20, jan/abril 1999.

MARION, José Carlos. **Contabilidade empresarial**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MIRON, Paulo Sergio; ANDRADE, Rosali A. Argolo. Contabilização e avaliação de instrumentos financeiros derivativos. In: Seminários CRC-SP/IBRACON – **Temas Contábeis Relevantes**, p.152-165, São Paulo: 2000.

MONTANO, Paulo Fernandes. **O uso de contratos derivativos como instrumento de gestão de risco na indústria de energia elétrica**. 2004. 50 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) – Curso de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio de Janeiro, 2004.

OLIVEIRA, Marcelle et al. **Estudo da contabilização e evidenciação de derivativos pelas instituições financeiras brasileiras**. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos42004/194.pdf>>. Acesso em 14 abr. 2009.

RODRIGUES, Fernando. País vai apertar regras para derivativos. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, out. 2008. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/fsf/dinheiro/fi20102000814.htm>>. Acesso em: 10 abr. 2009.

SANVICENTE, Antonio Z. **Derivativos**. (Coleção Biblioteca Valor). São Paulo: Publifolha, 2003.

TAVARES, Rosana. **A função financeira da empresa e a evidência contábil dos instrumentos financeiros**. *VIII Semead*, São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/8semead/resultado/trabalhosPDF/355.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2009.

TRIVIÑOS, Augusto N. Silva. **Introdução à pesquisa em ciências sociais: a pesquisa qualitativa em educação**. 1. ed. – 17. reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.