

Utilização e *Disclosure* de Derivativos em um Período de Depreciação Cambial: uma análise das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na Bovespa

Autoria: Luiz Claudio Otranto Alves, Claudio Filgueiras Pacheco Moreira, Anderson Soares Silva, Marcos Gomes Corrêa, José Augusto Veiga da Costa Marques

RESUMO

As operações envolvendo moedas estrangeiras têm aumentado consideravelmente nos últimos anos e, com elas, a utilização dos derivativos cambiais tem se tornado cada vez mais comum. Entretanto, tem-se observado que a capacidade de regulamentação das autoridades responsáveis não tem acompanhado a velocidade das mudanças. Por isso, espera-se que as companhias abertas informem aos *stakeholders*, pelo menos, o que é exigido pela legislação. Esta pesquisa descritiva teve como objetivo principal verificar a incidência de operações com derivativos cambiais e, à luz da legislação vigente, analisar como foram evidenciadas nas demonstrações contábeis de 2006, publicadas por empresas do setor elétrico brasileiro. A amostra, definida por tipicidade, foi composta por companhias integrantes do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), o que pressupõe maior transparência aos acionistas investidores. Os resultados revelaram que metade das empresas utilizava derivativos cambiais, mas, a despeito do incipiente avanço das normas brasileiras em direção às normas internacionais, ainda existem lacunas a serem preenchidas quanto à divulgação destes instrumentos financeiros.

Palavras-chave: Demonstrações Financeiras. Instrumentos Financeiros. Derivativos Cambiais. Risco. Evidenciação.

INTRODUÇÃO

Na década de 1970, quando houve o primeiro choque do petróleo, após o fim da conversibilidade do dólar ao ouro, as moedas passaram a ter cotações flutuantes em relação às demais. Isto gerou maior instabilidade nos preços praticados em cada economia, tornando os agentes econômicos mais expostos ao risco em suas atividades.

O crescimento do comércio mundial e a globalização da economia tornaram evidente a necessidade de proteção contra a flutuação adversa de preços, levando bolsas, bancos e empresas a recorrerem aos instrumentos financeiros, em especial, os “produtos derivativos”.

Na década de 1990, com o desenvolvimento dos mercados financeiros mundiais, inclusive o brasileiro, vieram também os conhecidos desastres financeiros resultantes da utilização dos derivativos, como o do Banco *Barings* e do Condado de *Orange*. Quanto a estes episódios, Lopes e Lima (2003, p. 6) afirmam que as perdas “não puderam ser claramente previstas através do uso das informações contábeis normalmente levadas ao público”. Até os dias atuais, diferentes modalidades destes instrumentos financeiros vêm sendo criadas, impulsionadas pelas necessidades dos clientes, que cada vez mais têm realizado operações em moedas estrangeiras. Galati e Heath (2007) informam, em estudo recentemente concluído pelo *Bank for International Settlements (BIS)*, que o volume da atividade cambial mundial cresceu mais de 70%, no período de abril de 2004 até abril de 2007.

Os derivativos cambiais podem ser utilizados tanto para *hedge* (proteção), quanto para especulação ou arbitragem, e são negociados nos mercados a termo, futuro, de *swaps* e de opções. Determinadas operações que, em um primeiro momento, exigem a utilização de valores imateriais, poderão se transformar em grandes ganhos ou perdas para a empresa.

Sob este ponto de vista, a qualidade das informações prestadas aos *stakeholders* adquire importância fundamental. Entretanto, alguns estudos empíricos realizados pelo mundo (GRAHAM e ROGERS, 2002; BERKMAN *et al*, 2002; ROSSI Jr., 2007) alegam que um maior *disclosure* teria possibilitado uma qualidade ainda melhor dos resultados obtidos. Isto corrobora com a idéia de Lopes e Lima (2003, p. 8), quando informam que a complexidade

dos derivativos utilizados “aumenta com uma velocidade significativamente maior do que a capacidade de regulamentação das autoridades responsáveis”.

O arcabouço contábil sobre o assunto começou a ser desenvolvido após pesquisas realizadas pelo órgão regulador nos Estados Unidos – *Financial Accounting Standards Board* (FASB) – e pelo órgão responsável pela elaboração das normas internacionais – *International Accounting Standards Board* – IASB.

No Brasil, existem dois órgãos principais responsáveis pela regulação contábil dos instrumentos financeiros: o Banco Central do Brasil (BACEN), para as instituições financeiras e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para as companhias abertas, cujos normativos deverão sofrer importantes aperfeiçoamentos, em virtude da recém-publicada Lei n. 11.638/07, que alterou a Lei n. 6.404/76 (Lei das S. A.).

Por conta do impacto proporcionado pela rápida evolução dos instrumentos financeiros derivativos, Lopes e Lima (2001) apresentaram uma série de problemas básicos que poderiam ser abordados por futuras investigações em contabilidade, independentemente da linha de pesquisa adotada. Desde então, alguns trabalhos foram elaborados, como os de Amaral (2003), Costa Jr. (2003) e Darós e Borba (2005). Esta pesquisa complementa a literatura brasileira existente ao analisar, com maior profundidade, um tipo específico de derivativo: o cambial.

A necessidade de inserção em um mundo globalizado, por muitas vezes, tem obrigado as companhias abertas brasileiras (não financeiras) a terem seus fluxos de caixa denominados em diversas moedas, fato este que às tornam mais vulneráveis ao risco de variação da taxa de câmbio. Por isso, este trabalho tem como objetivo principal verificar a incidência de operações com derivativos cambiais e, à luz da legislação vigente, analisar como foram evidenciadas nas demonstrações contábeis de 2006, publicadas por uma amostra de empresas do setor elétrico brasileiro.

Quanto aos objetivos específicos pretende-se: (a) apresentar os principais mercados onde são negociados os derivativos; e (b) relacionar as determinações emanadas das normas contábeis que tratam do *disclosure* dos derivativos.

O estudo se torna oportuno neste momento em que o mercado vem assistindo às sucessivas apreciações do real ante as principais moedas, fato este que se tornou mais consistente a partir do início de 2006, permanecendo, pelo menos, até meados de 2007.

O trabalho também se justifica devido ao crescente volume de transações envolvendo moedas de países em desenvolvimento. Segundo Galati e Heath (2007), a participação agregada dos emergentes (incluindo o Brasil) em relação ao total mundial passou de 15%, no período 2001-2004 para 20% no período 2004-2007. Daí a importância em tornar as operações com derivativos cambiais mais transparentes, não apenas para contadores e profissionais do mercado financeiro, mas também a todos os investidores, ativos ou potenciais.

2 DERIVATIVOS CAMBIAIS

A formação de um mercado de câmbio tornou-se necessária a partir do momento em que se intensificaram as relações comerciais que envolvessem mais de um tipo de moeda. Dentre os diversos aspectos, observou-se, principalmente, a possibilidade da mudança das relações de valor entre elas, sob o ponto de vista monetário. Segundo Fortuna (2007, p. 378), a internacionalidade do comércio em confronto com a nacionalidade da moeda, são as responsáveis pelos complexos problemas cambiais.

A “Teoria da Paridade do Poder de Compra”, desenvolvida pelo economista sueco Gustav Cassel (*apud* RATTI, 1997), afirma que a relação de valor entre as moedas de dois países, ou seja, a taxa cambial, varia de acordo com as alterações verificadas no seu respectivo poder aquisitivo interno. Entretanto, fatores de natureza psicológica, e outros, poderão contribuir para que a taxa cambial sofra alterações bruscas sem que, para tanto, tenham

ocorrido variações nos níveis de preços internos desses países. Isto faz com que os custos e a execução das operações internacionais estejam sujeitos a transtornos e riscos especiais que, normalmente, não ocorrem no mercado interno.

Daí surge o chamado “risco de variação cambial”, definido por Freire Junior (2002) como aquele decorrente do descasamento de moeda entre o ativo e o passivo no momento do vencimento de uma operação. Caso, porventura, uma das partes não possua moeda em caixa para liquidação, deverá adquiri-la no mercado à taxa de cambio vigente, que nem sempre é vantajosa.

A título de enquadramento, o Banco J. P. Morgan, por meio da publicação *Risk Metriks* (2007), segmentou o risco global em seis tipos de risco a serem considerados em um processo de decisão de investimento: risco operacional, risco de crédito, risco de liquidez, risco legal, risco soberano e risco de mercado. O câmbio, juntamente com as ações, os juros e as *commodities*, representam as quatro áreas sobre as quais o risco de mercado se refere.

Em sincronia com o risco de variação cambial sempre estará o mercado de derivativos cambiais e seus diversos produtos oferecidos. Hull (1996, p. 13) define produtos derivativos como “títulos cujos valores dependem dos valores de outras variáveis mais básicas”. No caso específico de um derivativo cambial, seu valor depende do preço da moeda objeto da transação.

As próximas seções irão explicar o significado alguns termos relacionados ao mercado de capitais, os mercados onde são negociados os derivativos e a preferência pela utilização das diversas modalidades cambiais.

2.1 Operações de bolsa e de balcão – Nas Bolsas de Valores e Bolsas de Mercadorias e de Futuros, as operações são efetuadas pelas corretoras (proprietárias), que representam seus clientes comprando e vendendo pelo pregão (viva-voz) e pelo pregão eletrônico (computador) ou *home broker*. Marins (2004) define as operações de balcão tradicionais como aquelas realizadas fora do recinto dos pregões, mas geralmente por telefone e sem a intermediação de corretoras para apregoar as ofertas de compra e venda. Segundo o autor, as transações poderão ser efetuadas até mesmo sem a participação de instituições financeiras e dividem-se em dois grupos: balcão formal e balcão informal.

2.2 Agentes do mercado – Independentemente dos diversos mercados onde são negociados os derivativos, Moreira (2008) afirma que as diferentes classificações são atribuídas conforme as funções especializadas desempenhadas por seus agentes, cujos principais são os *hedgers*, que buscam proteção. Os especuladores, ao assumirem riscos, propiciam a liquidez necessária ao funcionamento do mercado; e os arbitadores atuam em diferentes locais para aproveitarem as eventuais distorções dos preços relativos. Já os *market makers*, bancos ou corretoras, por atuarem regularmente em um determinado segmento, tornam-se profundos conhecedores de suas operações.

2.3 Mercado a termo – Uma operação no mercado de câmbio a termo envolve um contrato que permite a compra e venda de uma moeda, a valores previamente acordados, em certa data futura. Normalmente é um contrato firmado entre uma instituição financeira e um cliente ou entre duas instituições financeiras, sendo que, no mínimo, uma delas representa algum cliente. Segundo HULL (2000, p. 2)

Uma das partes do contrato a termo assume uma *posição comprada* e concorda em comprar o ativo objeto na data especificada pelo preço preestabelecido. A contraparte assume uma *posição vendida* e concorda em vender o ativo na mesma data pelo mesmo preço. Referir-nos-emos ao preço especificado num contrato a termo como *preço de entrega*, que é escolhido no momento em que o contrato é realizado, de modo que seu valor para ambas as partes seja zero. Isso significa que não há custos para assumir nem a posição comprada nem a posição vendida.

2.4 Mercado de futuros – O mercado de futuros desenvolveu-se graças à demanda de liquidez gerada pelo mercado a termo, cujos contratos não são firmados sob condições pré-estabelecidas, como qualidade, vencimento e local de entrega. Ainda sob o aspecto da liquidez, outra evolução em relação ao mercado a termo consiste na possibilidade do encerramento antecipado das posições, que poderá ocorrer de duas maneiras distintas: “encerramento dos contratos (quando os comprados vendem e os vendidos compram) ou sua transferência a terceiros” (MARINS, 2004, p. 73). Esta evolução proporciona um outro tipo de flexibilidade, não contemplada pelos contratos a termo, que se tornou viável graças à padronização dos contratos.

2.5 Mercado de swaps – O mercado internacional de *swaps* iniciou suas operações no início da década de oitenta, constituindo-se na modalidade mais recente dos mercados derivativos. No Brasil, este mercado desenvolveu-se mais a partir da década de noventa e, de acordo com Fortuna (2007, p. 684), “veio permitir a obtenção de um *hedge* perfeito, já que possibilita estabelecer um acordo entre as partes interessadas com valor e data de vencimento ajustados aos exatos interesses das contrapartes envolvidas”.

Um contrato de *swap* é aquele onde os interessados acordam, entre eles, a troca futura de seus fluxos de caixa. Segundo Marins (2004, p. 3), sua principal função econômica é “possibilitar a troca de rentabilidade (e/ou de indexadores) de valores a receber ou a pagar, embora nem sempre os *swaps* sejam utilizados com essa finalidade”. Hull (1996) considera os *swaps* carteiras dos contratos a termo; por isso, qualifica a análise desta modalidade de derivativo como uma extensão natural do estudo de contratos futuros e a termo.

Uma vez que a moeda nacional não é conversível nos mercados internacionais, a troca de rentabilidade não pode ocorrer entre diferentes moedas, mas tão somente entre indexadores. Outras características são a não alteração contábil das dívidas e a não transferência do principal entre as partes. Nesta última, há apenas um fluxo de caixa líquido para a parte ganhadora.

No Brasil, os acordos podem ser registrados na BM&F, na CETIP ou no Banco Central (no caso de *swap* internacional), sendo que o acerto financeiro da diferença entre os indexadores aplicados sobre o principal, geralmente, ocorre no final do contrato. As operações poderão ser realizadas diretamente entre duas instituições; porém, é mais usual que exista a intermediação de uma instituição financeira.

2.6 Mercado de opções – Nos mercados futuros, a termo e de *swaps*, o agente que deseja minimizar os riscos de uma determinada posição física, abre mão dos benefícios, que seriam proporcionados por um eventual cenário futuro favorável, em troca da proteção contra as consequências de um cenário desfavorável. Estes mercados são chamados de simétricos porque as partes envolvidas nos contratos (comprador e vendedor) têm direitos e obrigações. Ou seja, independentemente da evolução do cenário econômico, a operação deverá ser liquidada pelo preço previamente definido.

Já o mercado de opções oferece a possibilidade de usar o *hedge* apenas no cenário desfavorável, dispensando a sua utilização num cenário favorável. Este mercado é chamado de assimétrico porque o comprador tem apenas direitos (e nenhuma obrigação), enquanto o vendedor tem apenas obrigações.

Bessada, Barbedo e Araújo (2005, p. 179) definem opção como

Um instrumento que dá a seu comprador (o titular) um *direito* futuro sobre algo, mas não uma *obrigação*; e, a seu vendedor (o lançador), uma *obrigação* futura, caso o comprador da opção exerça o seu direito. Para assumir esta obrigação, o vendedor recebe um prêmio.

2.7 Utilização de derivativos cambiais – Dentre as diversas modalidades, Rossi Jr. (2007) verificou que as empresas brasileiras preferem os *swaps* cambiais. Segundo o mesmo autor, isto pode ser uma evidência de que as companhias brasileiras utilizam, predominantemente, derivativos cambiais com intenção de proteção, e não de especulação, já

que os *swaps* são usualmente preferidos quando as origens das exposições se estendem por muitos períodos, porém, pré-determinados. É o caso das obrigações contraídas em moeda estrangeira.

Estas práticas são completamente distintas daquelas encontradas em estudos referentes aos países desenvolvidos. Geczy, Minton, e Schrand (1997), ao observarem companhias norte-americanas, e Judge (2002), ao observar empresas britânicas, encontraram maior frequência na utilização dos contratos futuros e das opções. Isto pode ser explicado pela maior incidência de receitas em moeda estrangeira em suas Demonstrações de Resultado.

3 NORMATIZAÇÃO CONTÁBIL DOS DERIVATIVOS

Na concepção inicial dos profissionais da área contábil e financeira, as operações com derivativos deveriam ser *off-balance sheet*. Entretanto, a crescente utilização destes instrumentos trouxe a necessidade de evidenciá-los.

A falta de elementos, no então arcabouço teórico, para inserir os derivativos nos procedimentos de *disclosure* existentes, impulsionou as pesquisas por parte de instituições reguladoras como o FASB e o IASB.

Atualmente, os principais normativos existentes são o SFAS n. 133, *Accounting for Derivatives Instruments and Hedging Activities*, aplicado a partir de 2000; o IAS n. 39, *Financial Instruments: Recognition and Measurement*, cuja última revisão surtiu efeitos a partir de janeiro de 2005; e o IFRS n. 7, *Financial Instruments: Disclosures*, que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2007.

No Brasil, há alguns órgãos que podem emitir normas para os instrumentos financeiros, mas o foco está no BACEN e na CVM pelas características dos seus regulados: os bancos, com a multiplicação de suas agências pelo mundo (globalização); e as companhias abertas, cujo crescimento tem possibilitado, cada vez mais, a negociação de seus ativos em outras bolsas. Ambas as situações demandam a convergência entre os procedimentos de *disclosure*, mas um aspecto importante a ser considerado é a defasagem entre as orientações destes entes reguladores.

Segundo Moreira (2008), as normas emanadas do BACEN já contemplam muitos avanços, principalmente as circulares n. 3.068/01 e n. 3.082/02, que produziram efeitos a partir de 30 de junho de 2002, onde se procurou alcançar uma semelhança com os normativos norte-americanos e internacionais. A própria CVM já se pronunciou no sentido de que considera os procedimentos contidos no normativo do Banco Central harmonizados com as melhores práticas internacionais. Com a publicação da Lei n. 11.638/07, que altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404/64, observa-se, sobretudo em seus artigos 182, 183 e 184, que o tratamento demandado aos instrumentos financeiros aproxima-se bastante aos critérios de evidenciação propostos pelas circulares supramencionadas.

Por outro lado, para as companhias abertas (não financeiras), que divulgaram seus balanços em 2006 (objeto do presente estudo), a CVM ainda adotava critérios de evidenciação dos derivativos semelhantes aos utilizados nos primeiros momentos (entre 1988 e 1990), tratando-os como itens fora do balanço (*off-balance sheet*), a serem divulgados em notas explicativas. Isto pode ser confirmado pela data de publicação da Instrução Normativa n. 235 da CVM, de 23 de março de 1995, que permanece em vigor até o momento da conclusão desta pesquisa. A Lei n. 11.638/07 representa considerável avanço em relação a esta Instrução, uma vez que incorpora a avaliação pelo valor de mercado e prevê o registro contábil dos instrumentos financeiros em contas patrimoniais.

3.1 A Instrução CVM n. 235/95 – Esta norma define como instrumento financeiro, “todo contrato que dá origem a um ativo financeiro em uma entidade e a um passivo financeiro ou título representativo do patrimônio em outra entidade” (CVM, 1995, p. 1). Segundo a mesma norma, entre os ativos financeiros estão os direitos contratuais recebíveis em moeda e os direitos contratuais de troca de resultados financeiros (*swaps*). Já no

grupo dos passivos financeiros, encontram-se as obrigações contratuais de pagamento de determinada importância em moeda ou de troca de resultados financeiros (*swaps*).

Os derivativos cambiais estão entre estes instrumentos financeiros; por isso, a Instrução determina, para as companhias abertas que os utilizem, sua evidenciação em nota explicativa anexa às suas demonstrações financeiras e às informações trimestrais – ITR. Isto se aplica a todos os instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo no balanço patrimonial, e deve ser pelo valor de mercado, justificado pelos critérios e premissas adotados para a sua determinação. Da mesma forma, as políticas de atuação e controle das operações nos mercados derivativos, bem como os riscos envolvidos, também devem constar em nota explicativa.

Seu artigo 3º apresenta as maneiras possíveis de se obter o valor de mercado (valor justo); e o artigo 5º orienta como proceder ao registro das operações, nas ocasiões em que os instrumentos financeiros são negociados por preços acima do valor de mercado e conjugados com operações de crédito. A última situação, que a norma abrange, diz respeito ao ganho na aquisição de um instrumento financeiro cujo valor de mercado seja inferior ao seu valor de face. Segundo o artigo 6º, ainda que o instrumento possa ser utilizado para liquidação de dívidas, somente será reconhecido na medida em que for efetivamente realizado.

3.2 O Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n. 1/2007 – Apesar de ainda não existir uma regulação brasileira condizente com a crescente evolução da utilização dos derivativos, o Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n. 1/2007 informa que continua a ser observada uma expressiva defasagem entre o conteúdo da Instrução Normativa n. 235/95 e a prática da divulgação de instrumentos financeiros pelas companhias abertas (não financeiras). Ou seja, como se não bastasse a Instrução vigente silenciar sobre aspectos que possibilitariam um maior *disclosure* dos derivativos, tem-se observado que diversas empresas não têm se quer cumprido o mínimo exigido.

Os derivativos estão intimamente ligados à estratégia da empresa. Quando utilizados com vistas ao lucro (alavancagem), aumentam a exposição da companhia ao risco, pois a possibilidade de vultosos ganhos também potencializa grandes perdas. Quando utilizados como meio de impedir ou limitar prejuízos (*hedge*), acabam por reduzir a tão temida exposição ao risco de que se buscou a proteção. Entretanto, uma simples abertura de posição poderá sujeitar a empresa a outros riscos. Por exemplo, uma operação de balcão, oferece exposição ao risco de crédito, que por sua vez é eliminado em operações com instrumentos de bolsa.

Por isso, torna-se necessário que os usuários recebam as informações mais detalhadas possíveis. O Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n. 1/2007 relaciona as informações inerentes ao risco que, obrigatoriamente, deveriam estar presentes nas notas explicativas elaboradas pelas companhias abertas:

- descrição qualitativa dos fatores de risco de mercado que afetam os negócios da empresa (risco de preços de suas mercadorias, risco de taxa de juros, risco de taxa de câmbio, risco de crédito, risco inflacionário, risco de liquidez etc.);
- a estratégia adotada pela administração da companhia para gestão desses riscos (contratos a termo, de futuros, *swaps* ou opções, com objetivos de *hedge*, alavancagem ou especulação); e
- em que contexto estão inseridos os instrumentos financeiros (mercado de bolsa ou de balcão).

Ainda sob a ótica do risco, o mesmo documento estimula as companhias abertas a prestarem, também em nota explicativa, informações quantitativas adicionais acerca de fatores de risco de mercado a que estão sujeitas. Os sistemas de mensuração de risco mais utilizados atualmente no mercado são o VAR – *Value at Risk* pela simulação histórica e pelo *model building* linear. Uma maneira mais simples (porém não menos importante), de deixar o

investidor a par dos dados quantitativos, seria evidenciar a exposição líquida dos instrumentos financeiros ao risco. Por exemplo, divulgar o montante da dívida em moeda estrangeira desprovida de *hedge*.

O que também se torna essencial, para uma maior transparência das informações relativas às operações envolvendo derivativos, é a divulgação dos procedimentos contábeis. O Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n. 1/2007 registra que devem ser divulgadas informações a respeito da política contábil dispensada ao instrumento financeiro, tais como:

- critério de mensuração (ex.: valor de mercado, fluxo de caixa descontado);
- classificação contábil recebida (ex.: contas de compensação, contas de resultado, contas patrimoniais); e
- registro dos efeitos patrimoniais (ex.: ganhos, perdas, diferenças advindas de diferentes critérios de mensuração).

Ao tratar da contabilização das operações de *hedge*, a CVM tenta suprir a ausência momentânea de uma regulação nacional atualizada que trate do assunto. Desde 2005, em seus Ofícios-Circulares, tem estimulado a utilização do IAS n. 39 nos tópicos em que não haja conflito com a lei societária brasileira.

3.3 O IAS n. 39 – O parágrafo n. 85 deste normativo internacional informa que a contabilização de *hedge* reconhece no resultado os efeitos compensatórios oriundos de modificação no valor justo de instrumentos de *hedge* e de itens *hedgeados* (IASB, 2003).

Segundo o parágrafo n. 86, as operações de *hedge* podem ser de três tipos: *hedge* de valor justo, para proteção contra mudanças no valor justo de um ativo ou passivo reconhecido, ou de compromisso firme não reconhecido contabilmente; *hedge* de fluxo de caixa, para proteção contra exposições a variações de determinados fluxos de caixa; e *hedge* de um investimento líquido em operações estrangeiras.

O *hedge* contra riscos cambiais em um compromisso firme pode ser contabilizado tanto como um *hedge* de valor justo quanto um *hedge* de fluxo de caixa.

O IAS n. 39, em seus parágrafos 89 até 102, orienta que as relações de *hedge* somente estarão qualificadas para a contabilização se:

- a) Existe uma documentação escrita no momento da concepção do *hedge*;
- b) O *hedge* for altamente efetivo, de maneira que compense as modificações no valor justo ou nos fluxos de caixa atribuíveis ao risco *hedgeado*, em linha com a estratégia de gerenciamento de risco originalmente documentada para a operação;
- c) No *hedge* de fluxo de caixa, a transação projetada objeto do *hedge* for altamente provável e apresentar uma exposição a variações de fluxo de caixa que possam afetar o resultado;
- d) A efetividade do *hedge* for mensurada de forma confiável; e
- e) Depois de avaliado continuamente, tenha sido efetivo durante todo o período para o qual foi proposto.

3.4 Perspectivas: o IFRS n. 7 e a Lei n. 11.638/07 – O IFRS n. 7 é a principal referência atual para a convergência dos procedimentos contábeis atinentes aos instrumentos financeiros. Para isso, revogou o IAS n. 32, na parte referente à evidenciação, e trouxe maior consistência a diversas regras contempladas no IAS n. 39.

No início de 2008, com o advento da Lei n. 11.638/07, a CVM convencionou que os instrumentos financeiros passem a ser classificados em linha com a regra internacional e recomenda, às companhias abertas e seus auditores, um forte grau de “subjativismo responsável” enquanto uma nova regulação completa não estiver disponível. Ou seja, espera-se que uma nova Instrução revogue a IN n. 235/95 e contemple os avanços observados na nova Lei; entretanto, ressalva-se que a janela temporal do presente estudo não abrange o IFRS n. 7 e a Lei n. 11.638/07.

4 METODOLOGIA

Para a classificação da pesquisa, utiliza-se o critério de Gil (1996, p. 45), o qual propõe que as investigações sejam classificadas com base em seus objetivos gerais e a partir dos procedimentos técnicos utilizados.

A partir de seus objetivos gerais, a pesquisa é descritiva, uma vez que expõe as características das operações com derivativos cambiais, divulgadas pelas companhias abertas do setor elétrico brasileiro.

De acordo com os procedimentos técnicos utilizados, a pesquisa é bibliográfica, documental e *ex-post-facto*, com delineamentos que se valem das chamadas fontes de “papel”, e não de pessoas (GIL, 1996, p. 48). A pesquisa bibliográfica é justificada pela importância do embasamento teórico do assunto tratado, bem como pela necessidade de se estar atualizado quanto aos recentes artigos científicos, dissertações e normatização pertinentes aos derivativos. A pesquisa documental é representada pela consulta às demonstrações financeiras padronizadas (DFP), disponibilizadas no *site* da CVM, e pela busca de informações em revistas e *sites* especializados no setor elétrico, dentre eles, o do Grupo de Estudos do Setor de Energia Elétrica (GESEL), do Instituto de Economia da UFRJ. O fato das demonstrações contábeis analisadas serem referentes ao exercício de 2006 (eventos já ocorridos e veiculados), justifica o enquadramento da pesquisa também como *ex-post-facto*.

A população da pesquisa consiste no conjunto de companhias abertas do setor elétrico, participantes do mercado brasileiro, no exercício de 2006. Naquele período, cinquenta e cinco empresas estavam com cadastro ativo na CVM.

A amostra é não probabilística, pois “não fazendo uso de uma forma aleatória de seleção, não pode ser objeto de certos tipos de tratamento estatístico, o que diminui a possibilidade de inferir para o todo os resultados obtidos para a amostra.” (LAKATOS e MARCONI, 1992, p. 108)

Vergara (2003, p. 50) explica que a amostra não probabilística pode ser selecionada por acessibilidade e por tipicidade. A mesma autora define a seleção por tipicidade como aquela “constituída pela seleção de elementos que o pesquisador considere representativos da população-alvo”.

A amostra foi definida por tipicidade, pois foram selecionadas, entre as companhias abertas do setor elétrico, aquelas que possuíam ativos financeiros que integravam o índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), em julho de 2007. São incluídas na carteira do índice todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 que, de acordo com a BOVESPA (2007), oferecem aos seus acionistas investidores maior transparência, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento da performance.

Das cinquenta e cinco empresas, que correspondem ao universo estudado, constatou-se que doze delas estavam incluídas no IGC, em julho de 2007:

Quadro 1 – Empresas da amostra e seus segmentos de atuação

Empresa	Segmento
Centrais Elétricas de Santa Catarina S. A. – CELESC	Distribuição
Companhia Energética de Minas Gerais – CEMIG	Holding
Companhia Energética de São Paulo – CESP	Geração
Companhia Paulista de Força e Luz Energia – CPFL Energia	Holding
Centrais Elétricas Brasileiras S. A. – ELETROBRÁS	Holding
Eletropaulo Metrop. Elétrica de São Paulo S. A. – ELETROPAULO	Distribuição
EDP – Energias do Brasil S. A. – ENERGIAS BR	Holding
Equatorial Energia S. A. – EQUATORIAL	Distribuição
Light S. A. – LIGHT	Holding
Terna Participações S. A. – TERNA	Transmissão
Tractebel Energia S. A. – TRACTEBEL	Geração
Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista – CTEEP	Transmissão

Fonte: BOVESPA (2007) e GESEL (2007).

Observa-se que os diferentes segmentos do setor estão representados. Além disso, a forte presença das *holdings* sugere que também existam informações agregadas de outras empresas não selecionadas. Desta forma, a amostra pode ser considerada representativa, em termos econômicos, da população; entretanto, os resultados não poderão ser generalizados, estatisticamente, para toda a população. Todas as demonstrações foram auditadas e consideradas adequadamente apresentadas em todos os seus aspectos relevantes, em relação às demonstrações financeiras tomadas em conjunto.

Os dados utilizados foram extraídos das DFP relativas ao exercício de 2006, sobretudo das notas explicativas referentes aos instrumentos financeiros, do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício. Inicialmente, foi verificado se as empresas divulgaram informações sobre os riscos de mercado aos quais cada uma está sujeita e, em seguida, se o risco de taxa de câmbio encontrava-se dentre os elencados. Uma vez constatada a exposição à variação de taxa de câmbio, foi investigado se a utilização de derivativos cambiais fazia parte da estratégia de gestão de risco das empresas. Caso afirmativo, e com base nas determinações constantes na legislação apresentada, foram averiguados os seguintes itens obrigatórios, que deveriam constar nos documentos divulgados aos investidores:

- Qualificação dos derivativos cambiais utilizados (três tópicos);
- Contexto em que estão inseridos os derivativos cambiais e riscos decorrentes (um tópico);
- Critério de mensuração do valor de mercado e quadros comparativos (dois tópicos); e
- Classificação contábil recebida e efeitos advindos do resultado líquido das operações (dois tópicos).

Não obstante as informações compulsórias, também foram investigadas aquelas cuja divulgação tenha sido apenas incentivada pelos normativos brasileiros (dois tópicos), por trazerem mais transparência às DFP. Isto se justificou pelo fato da amostra em estudo ser composta por empresas consideradas com governança corporativa diferenciada, o que pressupõe maior incidência da divulgação voluntária de informações.

A análise qualitativa permitiu atribuir um *score* para cada empresa que utilizou derivativos cambiais. As notas, em uma escala de zero a dez, resultaram do somatório de pontos atribuídos à observância dos tópicos investigados pela pesquisa: oito obrigatórios e dois facultativos. Cada tópico considerado atendido representou um ponto. Desta maneira, foi possível verificar o nível de *disclosure* das empresas analisadas.

Já a análise quantitativa revelou, em um primeiro momento, quantas empresas utilizavam os derivativos cambiais. Em seguida, buscou-se verificar quantas empresas atenderam a cada um dos dez tópicos investigados.

Não se pretendeu aqui questionar os critérios de seleção das empresas integrantes do IGC, tampouco rotulá-las quanto à transparência de suas demonstrações contábeis. Isto porque o estudo em lide limitou-se à análise de apenas um, dentre os diversos itens a serem divulgados pelas companhias abertas. Os resultados obtidos deverão ser atribuídos apenas aos derivativos cambiais.

5 ANÁLISE DE RESULTADOS

A primeira parte da investigação referiu-se à divulgação de informações sobre o risco de mercado que cada empresa estava sujeita. Exceto a CELESC, todas as empresas fizeram considerações sobre os diversos riscos, tais como risco de taxa de câmbio, risco de taxas de juros, risco de crédito, risco de aceleração do vencimento de dívidas e risco de não renovação das concessões. Não foram encontradas justificativas para a ausência de informações por parte da CELESC, pois nenhuma atividade econômica com fins lucrativos está livre de riscos, sobretudo em um setor ainda altamente regulado no Brasil.

Nove empresas apresentaram notas sobre o risco de taxa de câmbio: CEMIG, CESP, CPFL Energia, ELETROBRÁS, ELETROPAULO, ENERGIAS BR, LIGHT, TRACTEBEL e CTEEP. Todas elegeram os empréstimos e financiamentos como os principais fatores de exposição ao risco de variação cambial, sendo que a CESP e ELETROBRÁS também citaram a compra de energia elétrica de Itaipu, que é cotada em dólares.

Três empresas não demonstraram preocupação com a variação cambial. A CELESC e a TERNA não possuíam dívida nem ativos em moeda estrangeira. Já a EQUATORIAL possuía apenas cerca de 2% de uma dívida pouco expressiva em moeda estrangeira, tendo como credor o Tesouro Nacional. Por isso, justificou-se o fato de estas companhias não mencionarem o risco de taxa de câmbio e de não necessitarem realizar operações com derivativos.

A utilização de derivativos cambiais foi constatada em seis das nove empresas que divulgaram notas sobre o risco de taxa de câmbio: CEMIG, CPFL Energia, ELETROPAULO, ENERGIAS BR, LIGHT e TRACTEBEL. As três empresas que se abstiveram destes instrumentos financeiros alegaram os seguintes motivos:

- CESP – quando possível, efetua a compra de câmbio antecipada e realiza operações de captação de recursos em reais, como forma de proteção cambial.
- ELETROBRÁS – seus recebíveis em moeda estrangeira (compostos principalmente de empréstimos e financiamentos concedidos) cobrem oito vezes as dívidas. A administração considera que o saldo de recebíveis e o fluxo de realização são suficientes para que a companhia se mantenha adimplente com seus compromissos.
- CTEEP – A companhia possuía apenas um contrato de financiamento em moeda estrangeira, que terminou em maio de 2006.

Nas próximas quatro seções serão averiguadas as informações prestadas pelas seis empresas operadoras do mercado de derivativos cambiais, referentes aos assuntos que deveriam constar nas demonstrações contábeis divulgadas aos investidores.

5.1 Qualificação dos derivativos cambiais utilizados – Qualificar um derivativo significa, primeiramente, definir a estratégia adotada (letra “A”, tabela 4) para a sua utilização, depois, o contrato utilizado (letra “B”, tabela 4) e as suas principais características (letra “C”, tabela 4).

Todas as companhias informaram explicitamente que os instrumentos eram utilizados com a finalidade de *hedge* ou proteção. A CEMIG chegou a ser enfática ao informar que também não eram utilizados para fins especulativos.

Corroborando com o estudo empírico realizado por Rossi Jr. (2007), também foi unânime a escolha dos contratos de *swaps* cambiais; entretanto, foram encontradas diferenças significativas na divulgação de suas principais características. Apenas CEMIG, CPFL Energia e ENERGIAS BR apresentaram o detalhamento das dívidas objeto dos *swaps* e os valores dos novos indexadores. A tabela 1 resume as informações sobre os empréstimos e financiamentos da CEMIG, dando destaque aos *swaps* cambiais contratados.

Tabela 1 – Empréstimos e financiamentos (valores consolidados em R\$ mil)

FINANCIADORES EM MOEDA ESTRANGEIRA	Vencimento Principal	Encargos Financeiros anuais (%)		Circulante (31/12/06)	Não Circulante (31/12/06)	Total (31/12/06)	Total (31/12/05)
			Moedas				
ABN AMRO Bank – N. (3)	2013	6,00	US\$	89	106.900	106.989	117.113
ABN AMRO Real S.A. (4)	2009	6,35	US\$	16.100	31.001	47.101	68.624
Banco do Brasil S.A. (5)	2009	3,90	JPY	38	69.640	69.678	76.996
UNIBANCO (6)	2009	6,50	US\$	143.469	9.965	153.434	168.065
UNIBANCO (7)	2009	5,50	US\$	30	4.359	4.389	4.805
UNIBANCO (8)	2009	5,00	US\$	78	18.350	18.428	20.176
Dívida com swap				159.804	240.215	400.019	455.779

Dívida em \$ Estrangeira	<u>226.192</u>	<u>788.560</u>	<u>1.014.752</u>	<u>798.433</u>
Dívida em \$ Nacional	<u>607.756</u>	<u>6.026.429</u>	<u>6.634.185</u>	<u>4.137.100</u>
Total Geral Consolidado	<u>833.948</u>	<u>6.814.989</u>	<u>7.648.937</u>	<u>4.935.533</u>

(3) a (8) – Foram contratados *swaps* com troca de taxa. Seguem as taxas dos empréstimos e financiamentos considerando os *swaps*: (3) CDI + 2,00% a.a.; (4) CDI + 2,12% a.a.; (5) 111,00% do CDI; (6) CDI + 2,98% a.a.; CDI + 2,81% a.a. e CDI + 2,65% a.a.; (7) e (8) CDI + 3,01% a.a.

Fonte: Demonstrações contábeis do ano de 2006 da CEMIG.

A ELETROPAULO, a LIGHT e a TRACTEBEL informaram apenas que o novo indexador seria o CDI, omitindo o percentual da curva acordado para cada dívida.

5.2 Contexto em que estão inseridos os derivativos cambiais, com riscos decorrentes – Sinalizar em que contexto os derivativos se encontram (letra “D”, tabela 4) significa informar se as operações são de bolsa ou de balcão, se o contrato é registrado em alguma câmara de liquidação e de custódia e se há intermediação de alguma instituição financeira. Dependendo do contexto, outros riscos poderão decorrer da abertura de posição, como o risco de crédito advindo da celebração de contratos fora do ambiente das bolsas e sem registro em câmaras de compensação. A rigor, isto também deve ser informado.

A TRACTEBEL foi a única que atendeu a estas exigências, apresentando a seguinte nota:

A Companhia possui uma política de maior proteção do seu passivo em moeda externa, através de operações de *swaps no mercado de balcão*, onde a variação cambial de empréstimos e financiamentos é trocada pela variação do CDI. Os vencimentos das operações de *swap* são concomitantes com as datas de vencimento do fluxo de compromissos do passivo em moeda externa. **As operações são registradas na Cetip e têm como contraparte, instituições financeiras de comprovada solidez financeira e patrimonial**, respeitando os limites de crédito definidos pela Companhia (*grifo nosso*).

Apesar de não ter sido divulgado quais instituições financeiras atuam como contraparte, o fato de as operações serem registradas na CETIP minimiza a decorrência do risco de crédito.

5.3 Critério de mensuração do valor de mercado e quadros comparativos – Explicitar o critério de mensuração adotado (letra “E”, tabela 4) transmite maior credibilidade aos números apresentados e privilegia a comparabilidade com outros relatórios que utilizem a mesma metodologia. Uma forma de complementar esta informação, tornando-a mais elucidativa, seria a criação de quadros comparativos (letra “F”, tabela 4) entre valores contábeis e de mercado.

A CEMIG, a CPFL Energia e a ELETROPAULO informaram os critérios de mensuração de todos os instrumentos financeiros utilizados, mas a CPFL Energia foi genérica ao não informar qual critério foi especificamente utilizado para os *swaps* cambiais. Neste caso, ficou a dúvida entre a adoção do “modelo de desconto de fluxos futuros a valor presente”, da “comparação com transações semelhantes contratadas em datas próximas ao encerramento do exercício” e da “comparação com parâmetros médios de mercado”.

A ELETROPAULO registrou que, para os instrumentos de *hedge*, “foram utilizadas as taxas de mercado na data do balanço”. A CEMIG apresentou um texto onde constava que as operações de *swap* tinham sido calculadas conforme o valor presente destes instrumentos financeiros, considerando a taxa de juros praticada pelo mercado para operações de natureza, prazo e risco similares.

Estas três companhias também apresentaram quadros comparativos entre o valor contábil e de mercado de todos os instrumentos financeiros utilizados, incluindo neles, e em rubrica a parte, os derivativos cambiais. A tabela 2 reproduz a divulgação da CEMIG.

Tabela 2 – Valores de mercado vs valores contábeis (em R\$ mil)

	2006		2005	
	Valor contábil	Valor de Mercado	Valor contábil	Valor de Mercado
Ativos				
Aplicações Financeiras	1.241.177	1.241.177	1.279.993	1.279.993
Contas a receber do Governo de Minas Gerais	1.726.293	1.726.293	1.518.672	1.518.672
	<u>2.967.470</u>	<u>2.967.470</u>	<u>2.798.665</u>	<u>2.798.665</u>
Passivos				
Empréstimos, Financiamentos e Debêntures	7.648.937	7.480.461	4.935.533	4.768.356
Operações Contratadas de Hedge	176.575	187.160	142.888	150.401
	<u>7.825.512</u>	<u>7.667.621</u>	<u>5.078.421</u>	<u>4.918.757</u>

Fonte: Demonstrações contábeis do ano de 2006 da CEMIG.

A ENERGIAS BR, a LIGHT e a TRACTEBEL não atenderam os requisitos de mensuração e de apresentação de quadros comparativos. Enquanto a LIGHT sequer fez menção ao assunto, a ENRGIAS BR e a TRACTEBEL generalizaram. A primeira alegou que “os valores de mercado dos principais instrumentos financeiros aproximam-se dos valores contábeis, destacando-se os empréstimos e financiamentos e operações de *hedge*”. A segunda registrou que “nas operações envolvendo instrumentos financeiros, somente nos empréstimos e financiamentos foram identificadas diferenças significativas entre os valores de mercado e os valores contábeis”.

Ora, definir o que seria proximidade entre valores contábeis e de mercado envolve juízos de valores, que podem ser diferentes para investidores e administradores. Por exemplo, no quadro da CEMIG apresentado acima, os valores das operações contratadas de *hedge* poderiam ser considerados aproximados? Ou seja, estas três últimas empresas deixaram de avaliar os *swaps* cambiais a valores de mercado, contrariando a instrução da CVM, que exige a evidenciação destes valores em nota explicativa.

5.4 Classificação contábil recebida e efeitos advindos do resultado líquido das operações – A classificação contábil (letra “G”, tabela 4) auxilia o investidor a entender a essência da operação financeira realizada. Neste caso, uma boa evidenciação deve contemplar, em nota explicativa, se existem contas patrimoniais e de resultado, ou apenas de resultado. A divulgação do resultado das operações com derivativos (letra “H”, tabela 4), bem como dos valores acumulados em contas patrimoniais (caso existam), auxiliam na avaliação da vultuosidade das posições assumidas pela Companhia. Quando comparados com outros indicadores como, por exemplo, o resultado financeiro e o lucro líquido, possibilitam definir se os valores apresentados são materiais.

A CEMIG, a CPFL Energia, a ELETROPAULO e a TRACTEBEL informaram, em nota explicativa, todas as rubricas onde estavam registrados os *swaps* cambiais, bem como o resultado das operações. A ELETROPAULO apresentou o seguinte texto:

No exercício findo em 31 de dezembro de 2006, foi apurado um resultado líquido negativo de R\$ 84.592 e de R\$ 232.939, em 31 de dezembro de 2005, o qual está reconhecido nas demonstrações contábeis na rubrica Receitas/Despesas Financeiras. Os saldos acumulados nos montantes de R\$ 211.303 ao final deste exercício e de R\$ 220.117, em 31 de dezembro de 2005, estão registrados na rubrica Operações de Swap Cambial no Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo.

A LIGHT apenas informou que os seus instrumentos financeiros derivativos apresentaram um ajuste negativo de R\$ 48.848 em 2006, compensado pela redução no saldo da dívida em moeda estrangeira, e que o resultado das operações de *swap*, vigentes em 31 de dezembro de 2006 fora negativo em R\$ 31.189. Esta sucinta redação, provavelmente, acabou confundindo os investidores com poucos conhecimentos de contabilidade. Tornou-se, então, necessário recorrer às notas explicativas sobre o resultado financeiro e os empréstimos e financiamentos. Constatou-se que, na realidade, o valor de R\$ 48.848 referia-se ao resultado

negativo das operações de *swap*, oriundo das Receitas/Despesas Financeiras. Já o valor de R\$ 31.189 estava embutido na rubrica “Encargos Financeiros”, no Passivo Circulante.

A ENERGIAS BR ficou devendo os dois tópicos analisados nesta seção. Somente após recorrer ao detalhamento do resultado financeiro, verificou-se a existência da rubrica “Operações de *swap* e *hedge*”, tanto nas Receitas, quanto nas Despesas Financeiras. A busca também revelou um resultado negativo de R\$ 110.749, representando 29,3% do Resultado Financeiro (negativo em R\$ 377.820). Este valor pode ser considerado material diante de um lucro líquido apurado de R\$ 394.120, por isso, as informações jamais deveriam ter sido omitidas dos investidores.

5.5 Presença de informações não obrigatórias – Apesar de não haver nenhuma exigência, por parte da legislação vigente, quanto ao *disclosure* de contas patrimoniais específicas para os derivativos (letra “I”, tabela 4), cabe aqui ressaltar que a CPFL Energia, a ELETROPAULO e a TRACTEBEL assim o fizeram. Este fato pode ser considerado uma prática salutar, pois possibilita aos *stakeholders* a imediata identificação dos efeitos patrimoniais das operações realizadas.

Outro tópico que é apenas incentivado às companhias abertas diz respeito à divulgação de informações quantitativas sobre o risco de mercado. Com foco no risco de variação cambial, foram rastreados os dados quantitativos divulgados voluntariamente pelos integrantes da amostra. Observou-se que a CEMIG e a TRACTEBEL apresentaram quadros representando a exposição líquida às taxas de câmbio (letra “J”, tabela 4). Para exemplificar, reproduzem-se na tabela 3 as informações da CEMIG.

Tabela 3 – Exposição líquida (valores consolidados em R\$ mil)

EXPOSIÇÃO DA CEMIG ÀS TAXAS DE CÂMBIO	2006	2005
Dólar Norte-Americano		
Empréstimos e Financiamentos	906.634	674.000
(-) Operações Contratadas de Hedge/swap	(233.187)	(240.711)
	<u>673.447</u>	<u>433.289</u>
Yen		
Empréstimos e Financiamentos	69.678	76.996
(-) Operações Contratadas de Hedge	(69.624)	(76.929)
	<u>54</u>	<u>67</u>
Outras Moedas Estrangeiras		
Empréstimos e Financiamentos		
Euro	36.293	40.614
Outros	2.147	6.823
	<u>38.440</u>	<u>47.437</u>
Passivo Líquido Exposto	<u>711.941</u>	<u>480.793</u>

Fonte: Demonstrações contábeis do ano de 2006 da CEMIG.

Esta prática de boa governança sugere que alguém do departamento de relações com investidores procurou, por algum motivo, colocar-se no lugar de quem necessita das informações. Muitas vezes, saber que há operação de *hedge*, bem como o seu impacto no resultado do exercício, pode não ser suficiente. Isto pode causar uma falsa impressão de que toda a dívida está protegida quando, na verdade, na maioria dos casos, não é o que ocorre. Por isso, informações deste tipo podem ser consideradas de suma importância, ainda que facultativas.

Não foram mencionadas metodologias de mensuração de risco, tais como o *Value at Risk* e a Simulação de Monte Carlo. Ainda que a efetividade do *hedge* esteja implícita, não foram encontrados registros sobre este assunto.

O quadro-resumo abaixo apresenta o *score* obtido por cada empresa, bem como o nível de aderência a cada um dos dez tópicos avaliados pelo estudo.

Tabela 4 – Evidenciação dos derivativos cambiais e *score* obtido pelas companhias

Empresa/Tópico	(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F)	(G)	(H)	(I)	(J)	<i>score</i>
----------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	--------------

CEMIG	1	1	1	0	1	1	1	1	0	1	8
CPFL Energia	1	1	1	0	1	1	1	1	1	0	8
ELETROPAULO	1	1	0	0	1	1	1	1	1	0	7
ENERGIAS BR	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0	3
LIGHT	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	3
TRACTEBEL	1	1	0	1	0	0	1	1	1	1	7
Total por tópicos	6	6	3	1	3	3	4	5	3	2	36

Fonte: elaborado pelos autores.

Legendas: (A) estratégia adotada; (B) contratos utilizados; (C) principais características dos contratos; (D) contexto em que os derivativos estão inseridos; (E) mensuração do valor de mercado; (F) quadro comparativo entre valores contábeis e de mercado; (G) classificação contábil; (H) resultado líquido das operações; (I) contas patrimoniais específicas para os derivativos; (J) quadro representando a exposição líquida às taxas de câmbio.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo principal deste artigo foi, dentro da amostra selecionada, verificar a incidência de operações com derivativos cambiais e, à luz da legislação vigente, analisar como são evidenciadas nas demonstrações contábeis.

Dentre as seis empresas que se abstiveram de utilizar os derivativos cambiais, a CELESC, a TERNA e a EQUATORIAL também não fizeram considerações sobre o risco de taxa de câmbio. Por outro lado, CESP, ELETROBRÁS e CTEEP admitiram estar sujeitas à variação cambial, entretanto, não adotaram os derivativos cambiais como meio de mitigar este risco.

Com isso, a análise quantitativa identificou as seis companhias que se utilizaram dos derivativos em estudo: CEMIG, CPFL Energia, ELETROPAULO, ENERGIAS BR, LIGHT e TRACTEBEL. Todas elas adotaram a estratégia de *hedge* e elegeram a modalidade de *swap* cambial como forma de conter o avanço indesejado dos empréstimos e financiamentos obtidos.

Na análise qualitativa, o *score* atribuído revelou que a ENERGIAS BR e a LIGHT não proporcionaram um *disclosure* apropriado das suas operações com derivativos cambiais. Já a CEMIG (nota 8), a CPFL Energia (nota 8), a ELETROPAULO (nota 7) e a TRACTEBEL (nota 7) obtiveram níveis de evidenciação que podem ser considerados adequados.

Depois de transcorridos os oito tópicos definidos como obrigatórios pelas normas brasileiras, a análise quantitativa também identificou que, em apenas três deles, mais de quatro empresas divulgaram as informações requeridas: estratégia adotada, contratos utilizados e resultado líquido das operações. O tópico mais rejeitado, que foi divulgado por apenas uma empresa, refere-se ao contexto em que os derivativos estão inseridos. Quanto aos tópicos não obrigatórios, metade das empresas chegou a divulgá-los.

Diante das observações, conclui-se que, a despeito do incipiente avanço das normas brasileiras em direção às normas internacionais, as empresas integrantes da amostra ainda têm lacunas a preencher quanto à divulgação dos derivativos cambiais. Esta demanda tenderá a aumentar com o crescimento do volume das operações e a convergência às normas internacionais, que exigem o maior detalhamento das informações prestadas aos investidores.

Recomenda-se, para as próximas pesquisas, a análise da utilização e *disclosure* de derivativos cambiais por companhias de outros setores da economia brasileira. Também pode ser interessante investigar os motivos que impedem a maior transparência quanto à utilização destes instrumentos financeiros. Afinal, ainda que a regulamentação avance mais lentamente, nada impede que a qualidade das informações prestadas evolua na mesma velocidade da complexidade das operações.

REFERÊNCIAS

AMARAL, Carlos A. L. V. Derivativos: o que são e a evolução quanto ao aspecto contábil. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 32, maio-ag. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003, p. 71-80.

BERKMAN, Henk; BRADBURY, Michael E.; HANCOCK, Phil; INNES, Clare. *Derivative Financial Instrument Use in Australia*. **Accounting and Finance**, n. 42: Blackwell Publishing, 2002, p. 97-109.

BESSADA, Octavio; BARBEDO, Claudio; ARAÚJO, Gustavo. **Mercado de Derivativos no Brasil**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

BOVESPA – Bolsa de Valores do Estado de São Paulo. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 25 jul. 2007.

BRASIL. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF. Disponível em: <<http://www.in.gov.br>>. Acesso em 28 set. 2007.

BRASIL. **Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007**. Diário Oficial da República Federativa do Brasil. Brasília, DF. Disponível em: <<http://www.in.gov.br>>. Acesso em 25 jan. 2008.

COSTA Jr., Jorge V. Uma Avaliação do Nível de Evidenciação das Companhias Abertas, no Brasil, no Tocante aos Instrumentos Financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 32, maio-ag. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003, p. 23-39.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 235/95**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 21 out. 2007.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP n. 1/2007**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 20 set. 2007.

DARÓS. Leandro L.; BORBA. José A. Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis: uma análise das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 39, set.-dez. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2005, p. 68-80.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2007.

FREIRE Jr., Acyr Elias. **Derivativos como Instrumento de Hedge Cambial**. 2002. 97 f. (Dissertação – Mestrado em Engenharia de Produção). Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2002.

GALATI, Gabriele; HEATH, Alexandra. *What Drives the Growth in FX Activity? Interpreting the 2007 triennial survey*. **BIS Quarterly Review**, december, p. 63-72.

GECZY, C.; MINTON, B.; SCHRAND, C. *Why firms use currency Derivatives?* **The Journal of Finance**, n. 52, v. 2, 1997, p. 1323-1354.

GESEL – Grupo de Estudos do Setor de Energia Elétrica – IE/UFRJ. Disponível em: <<http://www.nuca.ie.ufrj.br/gesel/>>. Acesso em 17 jul. 2007.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GRAHAM, J.; ROGERS D. *Do Firms Hedge in Response to Tax Incentives?* *The Journal of Finance*, n. 57, v. 2, 2002, p. 815-839.

HULL, John. **Introdução aos Mercados Futuros e de Opções**. 2. ed. São Paulo: BM&F, 1996.

_____. **Opções, Futuros e Outros Derivativos**. 3 ed. São Paulo: BM&F, 2000.

IASB – *International Accounting Standards Board*. **International Accounting Standard n. 39 – Financial Instruments: recognition and measurements**. Revisado 2003.

IASB – *International Accounting Standards Board*. **International Financial Reporting Standard n. 7 – Financial Instruments: Disclosures**. Revisado 2006.

JUDGE, A. *The Determinants of Foreign Currency Hedging by UK Non-Financial Firms. discussion paper, n. 104, november 2002, Middlesex University Business School*. Disponível em: <<http://ssrn.com/author=328896>>. Acesso em 26 dez. 2007.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia do Trabalho Científico**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1992.

LOPES, Aleksandro B.; LIMA, Iran S. Perspectivas para a Pesquisa em Contabilidade: o impacto dos derivativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, n. 26, maio-ag. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2001, p. 25-41.

_____. **Contabilidade e Controle de Operações com Derivativos**. 2. ed. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2003.

MARINS, André Cabral. **Mercados Derivativos e Análise de Risco**. Rio de Janeiro: AMS, 2004.

MOREIRA, Claudio Filgueiras Pacheco. **Manual de Contabilidade Bancária**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

RATTI, Bruno. **Comércio Internacional e Câmbio**. 9. ed. São Paulo: Aduaneiras, 1997.

RISK METRICS. Disponível em: <<http://www.riskmetrics.com.br>>. Acesso em 22 jul. 2007.

ROSSI Jr., J. L. *The Use of Currency Derivatives by Brazilian Companies: an empirical investigation*. In: Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. CD-ROM.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2003.